



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  
MAYO**





**BANCO CENTRAL EUROPEO**



## **BOLETÍN MENSUAL MAYO 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 5 de mayo de 2004.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



## ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	<b>9</b>
Entorno exterior de la zona del euro	<b>9</b>
Evolución monetaria y financiera	<b>12</b>
Precios y costes	<b>30</b>
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>37</b>
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	<b>43</b>
<b>Recuadros</b>	
1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2004	<b>15</b>
2 Impacto de las últimas cifras de empleo publicadas en Estados Unidos en los mercados internacionales de renta fija	<b>24</b>
3 Expectativas del sector privado respecto a la inflación y la actividad económica de la zona del euro: Resultados de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre del 2004 y otros indicadores disponibles	<b>34</b>
4 Evolución reciente de la inversión por tipo de producto	<b>39</b>
5 Evolución del tipo de cambio efectivo real desde la perspectiva de la zona del euro y de cada país miembro	<b>45</b>
<b>ARTÍCULOS</b>	
La economía de la UE tras la adhesión de los nuevos Estados miembros	<b>51</b>
La tasa natural de interés de la zona del euro	<b>59</b>
Métodos de mitigación de riesgos en las operaciones de crédito del Eurosistema	<b>73</b>
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	<b>I</b>
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2003	<b>V</b>
<b>GLOSARIO</b>	<b>XI</b>

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes ( <i>Cost, insurance and freight at the importer's border</i> )
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo ( <i>Free on board at the exporter's border</i> )
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 6 de mayo 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 de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno concluyó que continúa esperando que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo y, en consecuencia, no modificó su valoración sobre la orientación de la política monetaria y mantuvo los tipos de interés oficiales del BCE en sus reducidos niveles actuales. Los bajos tipos de interés en todos los plazos, contribuyen asimismo a la recuperación de la economía de la zona del euro. El Consejo de Gobierno, continuará realizando un atento seguimiento de todos los factores que pudieran influir en su evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Comenzando con el análisis económico, los indicadores coyunturales disponibles siguen mostrando señales contrastadas en cuanto a la situación actual y a las perspectivas a muy corto plazo. En conjunto, parecen indicar que la recuperación de la actividad económica real de la zona del euro ha proseguido durante el 2004, aunque a ritmo moderado. Al mismo tiempo, la información más reciente ha sido más alentadora, puesto que los últimos datos de las encuestas empresariales de la zona del euro ofrecen señales más positivas referidas al principio del segundo trimestre.

Si bien estas señales favorables han de encontrar confirmación en la evolución futura, respaldan la expectativa de que la recuperación progresiva de la zona del euro se mantendrá y se intensificará con el paso del tiempo. Las condiciones para tal recuperación ya existen.

En primer lugar, el crecimiento económico mundial sigue siendo vigoroso y generalizado, tanto desde el punto de vista geográfico como sectorial, y los intercambios comerciales a nivel mundial también se han incrementado. En este contexto fa-

vorable del entorno exterior, las exportaciones de la zona del euro deberían registrar un crecimiento significativo tanto este año como el próximo.

En segundo lugar, las favorables condiciones de financiación, el aumento de la eficiencia y de los beneficios empresariales y la fortaleza de la demanda mundial deberían impulsar la inversión. El crecimiento de la renta real disponible debería estimular el consumo privado, considerando, en particular, que los hogares no parecen afrontar dificultades financieras susceptibles de obstaculizar el incremento del gasto. Con el paso del tiempo, el gasto de consumo debería, asimismo, verse incentivado por una mejora de las condiciones de los mercados de trabajo.

Estas consideraciones sustentan la expectativa de que continúe la recuperación de la economía de la zona del euro, corroborada por las previsiones y proyecciones disponibles, y que resulta, asimismo, acorde con la evolución de los mercados financieros. Toda evaluación prospectiva está sujeta, evidentemente, a riesgos e incertidumbres. En el entorno exterior, los efectos adversos de la relación de intercambio derivados de las recientes subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas representan riesgos a corto plazo, al tiempo que la persistencia de los desequilibrios a escala mundial genera diversas incertidumbres a medio plazo. En el ámbito interno, las incertidumbres relativas a la política fiscal y a las reformas estructurales de algunos países de la zona del euro parecen haber contribuido a impedir una mejora más acusada de la confianza de los consumidores. Un compromiso constante con estas reformas indispensables y una mayor claridad en relación con su contenido y el calendario de su aplicación, apoyados por una mejor comprensión de la necesidad de acometerlas y de los beneficios que reportarán al conjunto de los ciudadanos, contribuirían a reducir la incertidumbre y, en consecuencia, a disminuir los riesgos que supone para la economía de la zona del euro.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,0% en abril, frente al 1,7% registrado

en marzo. Aunque no se dispone aún de información detallada, es probable que el reciente aumento de la tasa de inflación interanual refleje principalmente un significativo efecto de base en el componente energético, resultante del acusado descenso de los precios del petróleo observado hace un año. Asimismo, los recientes incrementos de los precios del petróleo han ejercido presiones adicionales al alza. Puesto que estos factores seguirán actuando durante los próximos meses, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC mostrará cierto grado de volatilidad, y es posible que, a corto plazo, se sitúe en el 2% o en niveles ligeramente superiores.

A más largo plazo, se espera que, en horizontes temporales más prolongados, la tasa de inflación se mantenga en línea con la estabilidad de precios. En particular, teniendo en cuenta la situación de los mercados laborales, la evolución de los salarios debería seguir siendo moderada.

Esta perspectiva referente a la evolución de los precios es coherente con las previsiones y proyecciones disponibles. No obstante, en el presente contexto, el incremento de los precios de las materias primas en general, y del petróleo en particular, podría representar un riesgo al alza para la estabilidad de precios. Asimismo, seguirá siendo importante prestar mucha atención a las expectativas de inflación.

En lo que respecta al análisis monetario, el crecimiento interanual de M3 se ha ralentizado, si bien moderadamente, desde el verano del 2003. Hay evidencias de que ha continuado la reestructuración de carteras hacia instrumentos a más largo plazo en sustitución de otros activos incluidos en M3, aunque dicho ajuste avanza a ritmo pausado. El crecimiento monetario y el del crédito, siguen estando sustentado por el nivel históricamente reducido de los tipos de interés vigentes en la zona del euro y probablemente reflejan, asimismo, la mejora del entorno económico de los últimos trimestres.

Dada la persistente intensidad del crecimiento monetario, la liquidez sigue siendo abundante en la zona del euro. A medio plazo, la incidencia de

este elevado nivel de liquidez sobre la inflación dependerá de la evolución de la economía y de los mercados financieros. La persistencia del exceso de liquidez podría generar presiones inflacionistas a medio plazo.

En resumen, el análisis económico indica que el escenario de referencia para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo resulta acorde con la estabilidad de precios y, en la actual coyuntura, el contraste con el análisis monetario no modifica esta valoración.

En lo relativo a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno estima que existen crecientes motivos de preocupación. De acuerdo con las últimas previsiones de la Comisión, no se espera que la situación presupuestaria media de la zona del euro mejore de forma significativa este año ni el que viene. Es probable que un mayor número de países presente desequilibrios considerables y los esfuerzos de saneamiento fiscal podrían ser insuficientes para cumplir los compromisos adquiridos. Resulta esencial que todos los países afectados apliquen medidas creíbles encaminadas a afrontar estas preocupaciones, que deberían formar parte de una estrategia de reforma global. Con ello, se fomentaría la actual expansión económica, al reforzarse la confianza en la solidez de las finanzas públicas y mejorar las perspectivas para el crecimiento económico futuro. El Consejo de Gobierno acoge favorablemente la decisión de la Comisión de solicitar a varios países que intensifiquen sus esfuerzos encaminados al saneamiento presupuestario.

En relación con las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno ha reiterado su opinión de que tales reformas son indispensables para un incremento sustancial del crecimiento potencial de la zona del euro. En particular, resulta necesario que el crecimiento de la tasa de empleo y de la productividad laboral de la zona del euro aumenten significativamente. Ello requiere una base tecnológica y científica más desarrollada, así como su difusión al conjunto de la zona, que sea impulsada por un considerable esfuerzo encaminado a mejorar el capital humano de la economía de la zona del euro. En este contexto, el elevado nivel de desempleo juvenil que persiste en diver-

Los países, preocupa particularmente al Consejo de Gobierno. A fin de incrementar el crecimiento de la tasa de empleo y de la productividad laboral, es necesario intensificar la aplicación de reformas estructurales, tanto en el ámbito europeo como nacional. Los objetivos fijados en la cumbre de Lisboa constituyen un excelente diagnóstico del problema y, por otra parte, se conocen las medidas necesarias para resolverlo. Si bien el Consejo de Gobierno apoya decididamente las reformas que están llevándose a cabo, estima que el ritmo de su aplicación debería activarse en el conjunto de la zona del euro. Resulta importante entender que el bienestar de todos, gracias a una aceleración del crecimiento y al aumento del número de puestos de trabajo, mejorará con la aplicación de las reformas contempladas en la estrategia de Lisboa.

La presente edición del *Boletín Mensual* contiene tres artículos. En el primero se analizan algunas de las principales características macroeconómicas de la UE ampliada, además de las posibles implicaciones a largo plazo de la ampliación para el crecimiento económico y el bienestar. En el segundo se tratan diversas cuestiones relacionadas con la «tasa natural de interés real» como indicador para evaluar la orientación de la política monetaria y se presentan algunas estimaciones de la tasa natural de interés real de la zona del euro. El tercer artículo describe los riesgos que surgen en las operaciones temporales (el instrumento de política monetaria más importante utilizado por el Eurosistema para facilitar liquidez a las entidades de crédito) y explica la forma en que el sistema de activos de garantía y el de control de riesgos del Eurosistema abordan estos riesgos.





# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

*El intenso crecimiento de la economía mundial y del comercio internacional continúa configurando el entorno exterior de la zona del euro. Hasta la fecha, las presiones inflacionistas han sido bastante limitadas en las principales áreas, pese a la significativa expansión económica. No obstante, la subida de los precios del petróleo y de las materias primas no petrolíferas podría haber comenzado ya a traducirse en unos precios industriales y de consumo más elevados.*

### EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Las perspectivas económicas internacionales han experimentado una notable mejora en los últimos meses. En concreto, se prevé que Asia, excluido Japón, y Estados Unidos continúen realizando las principales aportaciones al crecimiento mundial, tras haber registrado unas tasas de crecimiento excepcionalmente elevadas a partir del segundo semestre del 2003 (véase gráfico 1). El comercio internacional, con una notable expansión en los últimos meses, ha proporcionado estímulos adicionales al crecimiento.

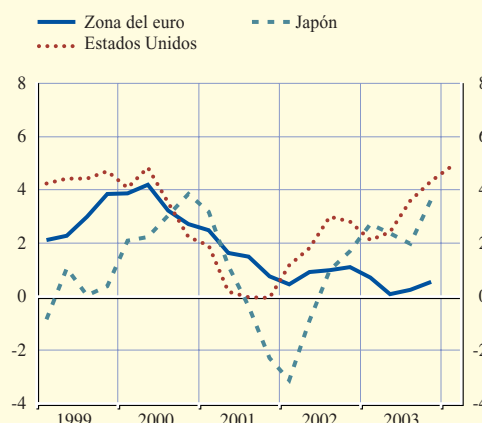
En Estados Unidos, el crecimiento económico pasó a ser más equilibrado, al tiempo que mantenía su solidez, en el primer trimestre del 2004. Con arreglo a las estimaciones preliminares recientemente publicadas, el PIB real creció un 4,2% (en tasa intertrimestral anualizada) durante el primer trimestre, debido a una expansión generalizada tanto del gasto privado como del público. Sin embargo, la sostenibilidad del gasto de los hogares depende, en gran medida, de la recuperación del empleo y de los salarios. Aunque las rentas del trabajo continúan creciendo a un ritmo inferior al de la renta disponible, podría hallarse en curso un cierto proceso de mejora de la situación del mercado laboral, con una recuperación aparente de la contratación de trabajadores.

En este contexto, y según la encuesta de opinión publicada por el Conference Board, la confianza de los consumidores sobre la situación laboral y económica aumentó en abril, mientras que el índice de confianza de los consumidores elaborado por la Universidad de Michigan se redujo levemente frente al dato de marzo, como reflejo de la incertidumbre aún existente en torno a la renta de los consumidores.

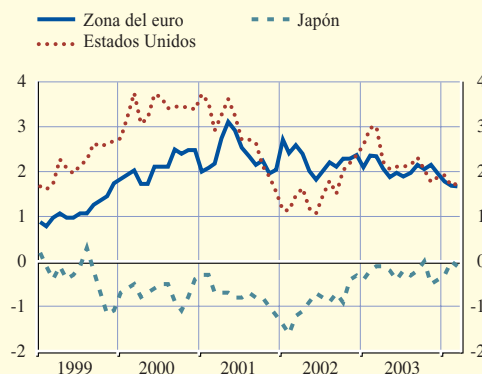
La inflación interanual, medida por el IPC, se mantuvo en el 1,7%, tasa inferior a la existente al inicio del 2004. No obstante, la tasa de inflación interanual, excluidos los alimentos y la energía, se elevó hasta el 1,6%, un incremento del 0,4% en relación con la registrada en febrero. Los precios de la energía continuaron creciendo a un ritmo

Gráfico 1 Principales indicadores de las economías más industrializadas

#### Crecimiento del producto<sup>1)</sup> (tasas de variación interanuales; datos trimestrales)



#### Tasas de inflación<sup>2)</sup> (tasas de variación interanuales; datos mensuales)



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.

sostenido, de un 1,9% en términos intermensuales desestacionalizados, en comparación con febrero. En lo que se refiere a la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió por unanimidad, en su reunión del 4 de mayo, mantener el tipo de interés de referencia de los fondos federales en el 1%.

En Japón, las señales de un crecimiento económico intenso han continuado en el año 2004, tras la solidez de las cifras del PIB real correspondientes al cuarto trimestre del 2003. Las exportaciones y la inversión continúan impulsando la recuperación, aunque a un ritmo algo más lento que en el cuarto trimestre del pasado año. En cuanto al sector empresarial, si bien las tasas de crecimiento intermensuales de la producción industrial, las consignaciones y los pedidos de maquinaria han sido bastante volátiles, la encuesta Tankan del Banco de Japón confirmó una mejora del clima empresarial en los sectores manufacturero y no manufacturero en el transcurso del primer trimestre. El gasto en consumo privado ha seguido consolidándose durante el año en curso, respaldado por un crecimiento bastante intenso de la renta real disponible de los trabajadores a inicios del 2004, así como por anteriores descensos de las tasas de ahorro. Por lo que se refiere a la evolución de los precios, las presiones deflacionistas se fueron atenuando gradualmente. Tanto el IPC general como el que excluye los alimentos frescos se redujeron un 0,1% en marzo, en tasa interanual. El Banco de Japón decidió, en su reunión del 28 de abril, el mantenimiento de su política monetaria.

En el Reino Unido, el crecimiento económico continúa siendo sólido. Según los datos de contabilidad nacional más recientes, el PIB real se incrementó un 0,9% en el cuarto trimestre del 2003. El gasto de los hogares siguió siendo el motor principal de ese crecimiento. El consumo privado aumentó a una tasa intertrimestral del 0,9% en el último trimestre del pasado año, como reflejo de la mayor vitalidad del crecimiento de la renta, la pujante situación del mercado de trabajo, el fuerte endeudamiento de los hogares y la fortaleza del mercado de la vivienda. La inversión y el consumo público también han registrado crecimientos significativos, mientras que la demanda exterior neta realizaba una contribución negativa al PIB en el 2003. Las estimaciones preliminares del crecimiento del PIB en el primer trimestre del 2004 —junto con otros indicadores a corto plazo— sugieren la continuidad de un crecimiento intenso durante el año en curso. La inflación interanual medida por el IAPC descendió hasta el 1,1% en marzo del 2004, desde el 1,3% registrado en febrero.

En líneas generales, las perspectivas de crecimiento son también favorables en otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Dinamarca y Suecia han asistido a una recuperación del crecimiento, aunque a un ritmo menor que en el Reino Unido, y la mayoría de los diez países de Europa central y oriental y de la cuenca mediterránea que accedieron a la UE el 1 de mayo de 2004 se encuentra inmersa en una etapa de sólido crecimiento.

En Asia, excluido Japón, los últimos datos publicados continúan indicando una evolución económica robusta. En China, el crecimiento del PIB real ascendió al 9,7% (en tasa interanual) durante el primer trimestre del 2004, favorecido fundamentalmente por la inversión en activo fijo. La inflación de este país, medida por el IPC, se elevó ligeramente hasta el 3%, mientras que la calculada conforme al IPI aumentó hasta el 3,9% (ambas en tasa interanual). La vigorosa demanda china y la demanda de semiconductores utilizados a escala mundial por el sector de las tecnologías de la información continuaron estimulando la producción industrial en Corea, que creció de forma acusada en los dos primeros meses del 2004. En América Latina, los últimos datos disponibles también confirman la mejora en curso de los indicadores de actividad real.

#### **MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS**

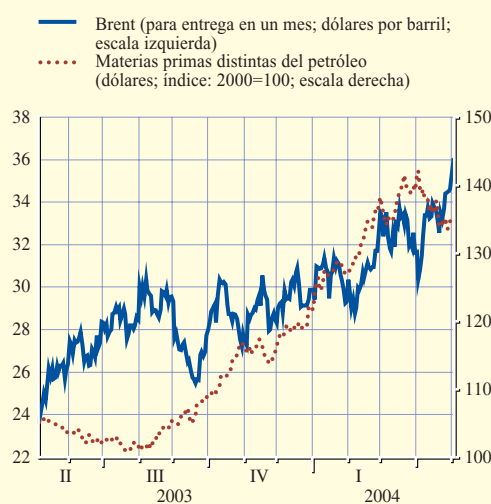
A primeros de mayo, los precios del petróleo en dólares alcanzaron su nivel máximo en un periodo de más de trece años. Así, el 5 de mayo, el precio del Brent subió hasta los 35,7 dólares (29,4 euros). Los

precios se han visto impulsados al alza por la intensa demanda de petróleo, la escasez en el mercado estadounidense de gasolina y la creciente preocupación por la seguridad de los suministros procedentes de Oriente Medio. Los precios de otros productos básicos retrocedieron desde los máximos alcanzados a comienzos de abril en un entorno de incertidumbre acerca de la futura demanda de materias primas. En abril, los precios en dólares de las materias primas no energéticas fueron un 32,2% más elevados que un año antes (véase gráfico 2).

#### PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Durante el año en curso, se prevé la consolidación del intenso ritmo de avance de la actividad económica internacional, siendo probable que el PIB real mundial alcance en el 2004 su mayor tasa de crecimiento interanual desde el año 2000. Los riesgos que podrían afectar a la economía mundial se encuentran, en líneas generales, equilibrados. Por un lado, el comercio mundial podría crecer incluso por encima de las expectativas actuales. Por otro, los elevados precios del petróleo y de otras materias primas podrían repercutir negativamente en el crecimiento económico y en la estabilidad de los precios mundiales, mientras que los riesgos a medio plazo están relacionados con la persistencia de los desequilibrios por cuenta corriente existentes en el ámbito internacional. Además, las incertidumbres geopolíticas continúan estando presentes.

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Datastream y HWWA.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios correspondientes a marzo del 2004 confirmaron la tendencia hacia una moderación del crecimiento de M3. La evolución observada en algunos de los principales componentes y contrapartidas de M3 indica que los inversores de la zona del euro continuaron reestructurando gradualmente sus carteras en favor de activos a más largo plazo y de mayor riesgo. Al mismo tiempo, el reducido nivel de los tipos de interés siguió estimulando la demanda de activos monetarios líquidos, sobre todo de los incluidos en M1. 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. En un entorno de condiciones de financiación favorables, la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado se mantuvo intensa, con un fuerte aumento de los préstamos a hogares, sobre todo para adquisición de vivienda. En cambio, la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se mantuvo más contenida.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

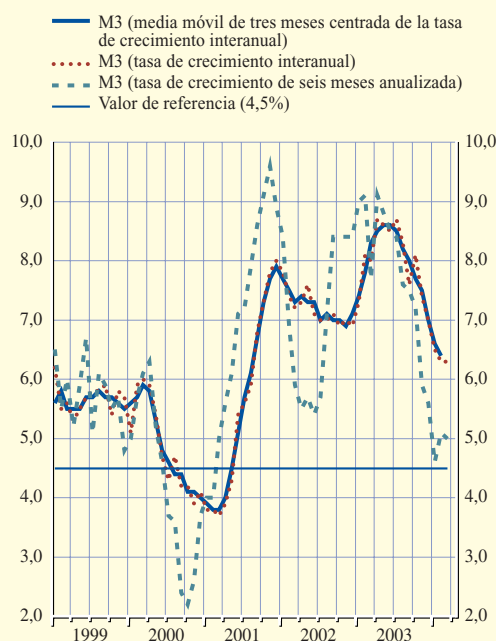
Los datos monetarios correspondientes a marzo del 2004 confirmaron la tendencia hacia una moderación del crecimiento monetario. En términos intermensuales, el agregado monetario amplio M3 creció a un ritmo muy lento en marzo, debido, en cierta medida, al cambio de sentido de las cesiones temporales de envergadura realizadas en los dos meses anteriores. La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo estable, en el 6,3%, mientras que su media de tres meses en el período transcurrido entre enero y marzo del 2004 volvió a disminuir, hasta el 6,4%, desde el 6,6% observado en el período comprendido entre diciembre del 2003 y febrero del 2004 (véase gráfico 3).

La evolución de los principales componentes y contrapartidas de M3 confirmó la evidencia de que los inversores de la zona del euro están modificando los anteriores desplazamientos de cartera en favor de activos monetarios incluidos en M3 con bastante cautela. Esto apunta a la persistencia de una elevada aversión al riesgo por parte de los inversores particulares, tras el prolongado período de bajadas registrado en los mercados bursátiles los años precedentes. Otro motivo por el que el crecimiento monetario no ha disminuido con mayor rapidez es el efecto estimulante de los reducidos tipos de interés a corto plazo y, en consecuencia, del reducido coste de oportunidad de la demanda de instrumentos monetarios líquidos, especialmente los incluidos en el agregado monetario estrecho M1. Además, los hogares no parecen haber reducido sustancialmente los activos financieros líquidos que mantienen por motivos de precaución y que acumularon en momentos de debilidad de la actividad económica.

En general, en la zona del euro continúa habiendo considerablemente más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no infla-

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

cionista. La cuestión de si este exceso de liquidez se traducirá en presiones inflacionistas en el medio a largo plazo depende, en gran medida, de la magnitud y el ritmo a los que los inversores de la zona del euro continúen ajustando sus carteras y de la fortaleza de la recuperación económica. Por consiguiente, es fundamental efectuar un atento seguimiento de la trayectoria futura del mencionado exceso de liquidez, así como de la información que se publique sobre la actividad económica en la zona del euro.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En marzo, el agregado monetario estrecho M1 creció a un ritmo más rápido en términos interanuales (hasta el 11,4%, en comparación con el 11,1% de febrero), como consecuencia del mayor crecimiento de los depósitos a la vista (véase cuadro 1). En cambio, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se moderó levemente, aunque se mantuvo muy elevada, en el 22,7%. El intenso crecimiento que registran actualmente los instrumentos incluidos en M1 se debe, en gran medida, al reducido coste de oportunidad de mantener estos instrumentos y a la acumulación de billetes de euro tanto dentro como fuera de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista descendió hasta el 2,2% en marzo, desde el 3% del mes precedente. Esta disminución tuvo su origen en la reducción de las tasas de variación interanuales de los depósitos a corto plazo (es decir, depósitos a plazo hasta dos años) y de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses). Aunque el crecimiento de los depósitos de ahorro se mantuvo elevado, los agentes económicos de la zona del euro continuaron reduciendo sus tenencias de depósitos a corto plazo, debido a que su remuneración es relativamente baja en relación con categorías de depósitos más líquidas.

En marzo, los instrumentos negociables incluidos en M3 se incrementaron un 3,2%, en términos interanuales, en comparación con el 2,4% del mes anterior. Este aumento obedeció, principalmente, a la elevación de la tasa de variación interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años. Por el contrario, la tasa de variación interanual de las cesiones temporales descendió como consecuencia del

**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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanuales						
		2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 Feb	2004 Mar
<b>M1</b>	<b>44,6</b>	<b>10,1</b>	<b>11,3</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>11,4</b>
Efectivo en circulación	6,5	39,1	35,7	29,6	26,2	24,1	23,5	22,7
Depósitos a la vista	38,1	6,5	8,1	8,9	9,0	9,2	9,2	9,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	41,0	4,4	5,5	5,8	4,7	3,3	3,0	2,2
Depósitos a plazo hasta dos años	16,1	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-4,4	-5,1	-6,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	24,9	7,6	10,0	11,6	11,0	9,3	9,2	8,6
<b>M2</b>	<b>85,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,4	10,5	9,8	7,4	5,8	2,4	2,4	3,2
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>	<b>169,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>
Crédito a las Administraciones Públicas	36,5	2,1	3,5	4,9	6,6	6,1	5,8	6,6
Préstamos a las Administraciones Públicas	13,5	-1,1	-0,4	1,0	1,5	1,2	0,5	2,3
Crédito al sector privado	132,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,9	5,9	6,0
Préstamos al sector privado	115,4	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5	5,5	5,5
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>	<b>51,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>

Fuente: BCE.

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

cambio de sentido de las importantes operaciones de gestión de cartera realizadas por las empresas durante los dos meses precedentes. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario prácticamente no experimentó variaciones. En los últimos meses, la trayectoria de estos instrumentos, utilizados con frecuencia para «aparcar» fondos de forma líquida y segura, se ha moderado, ya que los inversores de la zona del euro han invertido gradualmente los anteriores desplazamientos de cartera en favor de estos instrumentos.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se situó en el 5,5% en marzo, sin variaciones con respecto al mes anterior. Aunque los préstamos de las IFM a los hogares continuaron aumentando con rapidez, el crecimiento de los préstamos de estas instituciones a las sociedades no financieras se mantuvo más moderado (véase cuadro 2).

En marzo, la trayectoria de los préstamos de las IFM a los hogares continuó sustentada en el intenso crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, debido, probablemente, a la persistencia de tipos de interés reducidos en los préstamos para adquisición de vivienda 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 apenas registró variaciones en marzo, tras la recuperación observada en los últimos meses. Este repunte podría considerarse, provisionalmente, una indicación positiva del consumo en el primer trimestre del 2004. Por último, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos a hogares aumentó.

El crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras fue más moderado en marzo, lo que, en cierta medida, puede deberse a la mayor disponibilidad de financiación interna en un momento de recuperación económica y a que se está recurriendo más a fuentes alternativas de financiación externa. A este respecto, la persistencia de una elevada tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a otros intermediarios financieros no monetarios (excluidas las empresas de seguros y fondos de pensiones) podría estar relacionada con el hecho de que estén aumentando las sociedades no financieras que se financian indirectamente a través de estos intermediarios.

**Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado**

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

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

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.

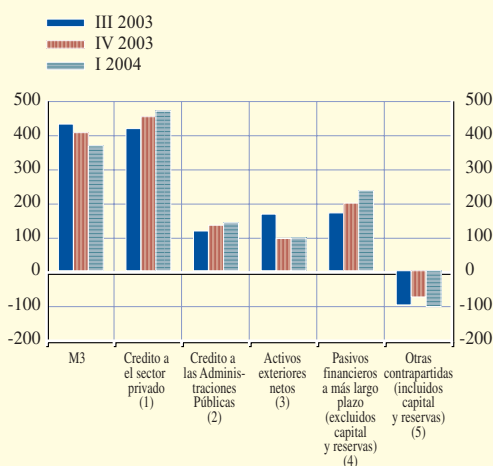
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario más amplio, el crédito de las IFM al sector privado (que también incluye, además de los préstamos de las IFM, las tenencias de estas instituciones de valores emitidos por el sector privado) se situó en el 6% en marzo, en comparación con el 5,9% del mes anterior. En el mismo período, el crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas registró un pronunciado aumento, hasta el 6,6%, desde el 5,8% de febrero. La relativamente elevada tasa de crecimiento del crédito de las IFM al sector público refleja el deterioro de la situación presupuestaria en algunos países de 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) aumentó de nuevo en marzo. Estos pasivos han crecido a un ritmo bastante intenso desde el verano del 2003, en un contexto caracterizado por una pendiente de la curva de rendimientos relativamente inclinada y por 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 disminuyeron en marzo.

Resumiendo la información procedente de las contrapartidas de M3, la moderación del crecimiento interanual de M3 observada en los últimos trimestres ha ido acompañada de un crecimiento más rápido de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) y de una disminución del crecimiento interanual de los activos exteriores netos de las IFM (véase gráfico 4). Estos factores confirman la valoración de que los inversores de la zona del euro están modificando la estructura de sus carteras en favor de activos financieros a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3. Al mismo tiempo, el intenso crecimiento interanual del crédito de las IFM a residentes en la zona del euro continuó impulsando 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

**Recuadro I**

**RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ABRIL DEL 2004**

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2004. La encuesta, basada en una muestra de 85 entidades de crédito, facilita información sobre la situación de la oferta y la demanda en los mercados de crédito de la zona del euro. Las preguntas de la encuesta están formuladas en términos de variaciones ocurridas en los tres meses anteriores (en este caso, el primer trimestre del 2004) o de expectativas de variación para los tres siguientes (es decir, el segundo trimestre del 2004), y el análisis de las respuestas se centra en la diferencia (el «porcentaje neto») entre la proporción de entidades que ha



## Gráfico Variaciones en los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito

(porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el segundo trimestre del 2004 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril del 2004. Los resultados de la zona del euro corresponden a la agregación de los resultados nacionales ponderados por la cuota de los saldos vivos totales del crédito nacional en el saldo vivo total del crédito de la zona del euro a residentes en la zona.

indicado, por ejemplo, que se ha producido un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y la proporción que ha respondido que dichos criterios se han relajado.

En general, los resultados de la encuesta de abril del 2004 muestran una estabilización del porcentaje neto de entidades que han señalado que en los tres meses anteriores se ha producido un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos.

## Cuadro A Variaciones en los criterios de aprobación y la demanda de préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto)

	Total				Préstamos a pequeñas y medianas empresas				Préstamos a grandes empresas			
	Criterios de aprobación		Demanda de préstamos		Criterios de aprobación		Demanda de préstamos		Criterios de aprobación		Demanda de préstamos	
	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses
Abril 2003	46	39	-31	-8	31	35	-19	3	51	36	-26	-9
Julio 2003	27	19	-25	-4	30	14	-17	-5	25	24	-15	-11
Octubre 2003	23	13	-17	17	20	11	-9	23	17	16	-20	12
Enero 2004	17	22	3	33	20	12	12	39	15	26	-5	26
Abril 2004	15	10	-19	25	18	5	-9	34	10	6	-12	13

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

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

### Préstamos o líneas de crédito a empresas

En abril del 2004, el 15%, en términos netos, de las entidades participantes señaló que en el primer trimestre del 2004 se había registrado un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas. Este porcentaje neto fue inferior al correspondiente al cuarto trimestre del 2003 (el 17%), y al esperado por las entidades en enero para el primer trimestre del 2004 (el 22%) (véanse gráfico y cuadro A). En la encuesta de abril, el porcentaje neto de entidades que indicaron que se había producido un endurecimiento de los citados criterios fue ligeramente más elevado para los préstamos a las pequeñas y medianas empresas que para los préstamos a grandes empresas. Las entidades participantes mencionaron que el factor que más contribuyó al endurecimiento neto de los criterios de concesión de crédito en el primer trimestre del 2004 fue la falta de mejores perspectivas macroeconómicas. Por otro lado, manifestaron que las perspectivas económicas concretas del sector o de la empresa contribuyeron en menor medida al endurecimiento neto de los mencionados criterios.

El 19% neto de las entidades participantes en la encuesta de abril manifestaron que en los tres meses anteriores se había observado una disminución de la demanda de préstamos o líneas de crédito a empresas, un porcentaje sensiblemente inferior al 33% neto de entidades que, en la encuesta de enero, señalaron que esperaban un aumento de la demanda en el primer trimestre del 2004. La reducción, en términos netos, de la demanda de préstamos a empresas observada entre el último trimestre del 2003 y el primer trimestre del 2004 fue más pronunciada para las pequeñas y medianas empresas que para las grandes empresas. El principal motivo aducido para la caída de la demanda de préstamos a empresas fue la disminución de las necesidades de financiación relacionadas con la reestructuración de la deuda (es decir, las necesidades de refinanciación fueron menores). El porcentaje neto de entidades de crédito que manifestaron que las necesidades de financiación relacionadas con la inversión en capital fijo contribuyó a que se registrara un descenso de la demanda de crédito no experimentó variaciones.

En cuanto a las expectativas para el segundo trimestre del 2004 se produjo una disminución del porcentaje neto de entidades que, en la encuesta de abril del 2004, esperaban que se registrara un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas en relación con los resultados para el primer trimestre. Al mismo tiempo, las entidades señalaron que esperaban un aumento mayor de la demanda de préstamos a empresas en el segundo trimestre del 2004 que el observado en el primer trimestre.

### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

En términos netos, el 11% de las entidades participantes en la encuesta señalaron que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda en el primer trimestre del 2004. Este porcentaje neto no experimentó variaciones con respecto al cuarto trimestre del 2003, y fue inferior al esperado para el primer trimestre del 2004 en la encuesta de enero del este año (véanse gráfico y cuadro B). El persistente endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda tuvo su origen en la percepción de los riesgos relacionados con las perspectivas del mercado de la vivienda y la actividad económica general.

En lo que concierne a la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, la encuesta de abril del 2004 puso de manifiesto que, en términos netos, un porcentaje inferior de entidades señalaron un incremento de la demanda de este tipo de préstamos que en la encuesta de enero del 2004 (el 3%, frente al 23%). La reducción de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda parece estar

relacionada, en parte, con las modificaciones introducidas en las subvenciones a la vivienda en Alemania. Esta caída fue menos pronunciada de la esperada en enero.

En cuanto a las expectativas para el segundo trimestre del 2004, se esperaba que el endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos no registrara prácticamente variaciones en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda (el 9%), en comparación con el endurecimiento en términos netos, que, según se indicó en la encuesta de abril, se produjo en el primer trimestre. Las entidades participantes en la encuesta de abril del 2004 también esperaban que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda prácticamente no variara en los tres próximos meses en relación con el porcentaje neto observado en abril.

### Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

El 2%, en términos netos, de las entidades participantes en la encuesta de abril del 2004 señalaron que se habían endurecido los criterios de concesión del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares, sin variaciones con respecto a enero, e inferior al porcentaje esperado para el primer trimestre del 2004 en la encuesta de enero (véanse gráfico y cuadro B). En términos netos, en la encuesta de abril, las entidades indicaron que las expectativas sobre la actividad económica general contribuyeron a la disminución del grado de endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos, mientras que un ligero deterioro de su percepción de la solvencia crediticia de los consumidores causó el efecto contrario.

En cuanto a la demanda, el porcentaje neto de entidades participantes que indicaron que se había producido un aumento de la demanda del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares se incrementó sustancialmente en abril, hasta el 10%, desde el -14% de enero. Este aumento parece estar relacionado con una mejor valoración en lo que respecta al gasto en bienes de consumo duradero y a la confianza de los consumidores.

Por lo que se refiere a las expectativas para el segundo trimestre del 2004, se esperaba que el endurecimiento de los criterios de concesión del crédito al consumo prácticamente no experimentara

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

(porcentaje neto)

	Préstamos para adquisición de vivienda				Crédito al consumo y otros préstamos			
	Criterios de aprobación		Demanda de préstamos		Criterios de aprobación		Demanda de préstamos	
	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses
Abril 2003	14	8	19	-10	15	14	-2	3
Julio 2003	3	14	29	-3	8	12	5	0
Octubre 2003	9	13	31	16	14	-1	-7	19
Enero 2004	11	25	23	-21	2	8	-14	18
Abril 2004	11	9	3	1	2	3	10	13

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

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

modificaciones (situándose en el 3%, en términos netos), en relación con el porcentaje neto observado para el primer trimestre del 2004 en la encuesta de abril. Las entidades que participaron en la encuesta de abril del 2004 también esperaban que, en términos netos, apenas se produjeran variaciones en el aumento de la demanda de crédito al consumo en los tres próximos meses, en comparación con la demanda observada para el primer trimestre en la encuesta de abril.

## 2.2 EMISIÓN DE VALORES

*La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó levemente en febrero del 2004, en parte, como consecuencia de la moderación registrada en la emisión de bonos por parte de las sociedades no financieras. En el citado mes, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente, pero se mantuvo moderada.*

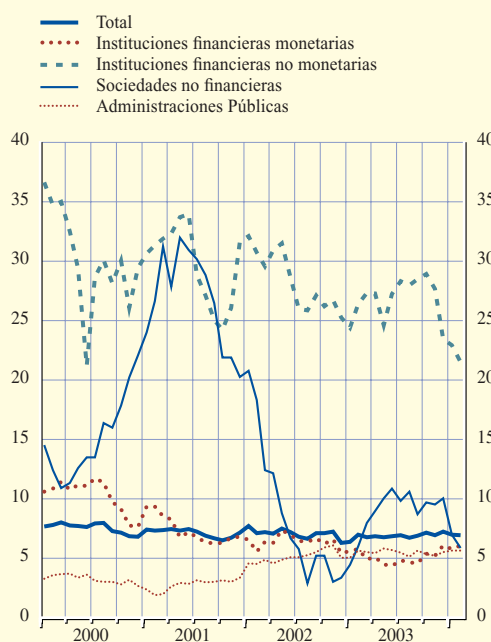
### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó levemente en febrero del 2004, hasta el 6,9%, desde el 7% de enero (véase gráfico 5). Este descenso general tuvo su origen en la considerable reducción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, levemente compensada por un incremento moderado de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo. En general, los emisores parecen haber continuado ampliando el vencimiento medio de su deuda, incluso a pesar del considerable diferencial existente entre los tipos de interés a largo plazo y a corto plazo, y se están beneficiando del hecho de que las condiciones de financiación a largo plazo se han mantenido muy favorables desde una perspectiva histórica.

En cuanto al detalle por sectores de la emisión de valores distintos de acciones, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se incrementó levemente, hasta el 6,1%, en febrero (véase cuadro 3). En el 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 los valores distintos de acciones disminuyó 1,2 puntos porcentuales, hasta el 13,8%, entre enero y febrero del 2004, en parte como consecuencia de un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores por las sociedades no financieras (hasta el 5,9% en febrero, frente a una tasa media del 9%, aproximadamente, en el 2003).

**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.

Existen numerosos motivos a los que se puede atribuir la reciente reducción observada en la emisión de valores de renta fija por las sociedades no financieras. En primer lugar, la financiación que requieren las empresas para el año en curso pudo haberse asegurado, en parte, en el 2003, aprovechando los bajos tipos de interés vigentes ese año. En segundo lugar, los informes sobre beneficios empresariales de grandes empresas cotizadas indican que dichos beneficios aumentaron en los últimos trimestres, lo que, a su vez, podría haber limitado la necesidad de tomar fondos prestados de fuentes externas. Por otra parte, las sociedades no financieras han continuado emitiendo indirectamente valores de renta fija privada a través de filiales financieras y de entidades de propósito especial. A este respecto, en febrero del 2004, la tasa media de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las instituciones financieras no monetarias se mantuvo elevada, en el 21,5%, pese a haber descendido. Como consecuencia del persistente e intenso crecimiento registrado en los últimos años, el saldo vivo de los valores de renta fija de este sector ha sido superior al observado en el sector de sociedades no financieras desde comienzos del 2003.

En cuanto a las Administraciones Públicas, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central no registró variaciones y se situó en el 4,9% en febrero. Las demás Administraciones Públicas, formadas, principalmente, por las Administraciones Regionales y Locales, continuaron emitiendo este tipo de valores a un ritmo muy intenso.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por residentes en la zona del euro fue del 1,3% en febrero, y se ha mantenido 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 aproximadamente representan las tres cuartas partes del saldo vivo total, se situó en el 0,9%, prácticamente sin variaciones. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM y las instituciones financieras no monetarias (incluidas las empresas de seguros) continuó elevándose, y se situó en el 2% y el 3,2% respectivamente. Este incremento puede obedecer a las condiciones de financiación, más

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

(porcentaje neto)

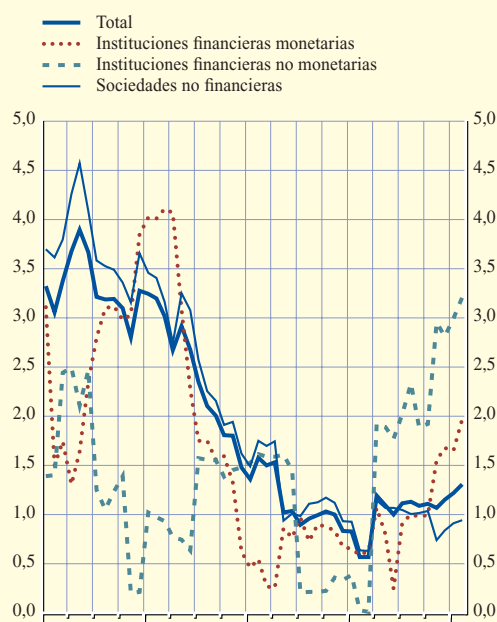
Sector emisor	Saldos vivos (mm de euros) 2003 IV	Tasas de crecimiento interanuales <sup>1)</sup>					
		2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 Ene	2004 Feb
<b>Emisión de valores distintos de acciones:</b>	<b>8.711</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>
IFM	3.300	5,4	4,6	4,7	5,6	5,8	6,1
Instituciones financieras no monetarias	685	26,0	26,4	28,3	26,7	23,0	21,5
Sociedades no financieras	589	6,2	10,0	9,7	9,8	7,0	5,9
Administraciones Públicas	4.136	5,4	5,7	5,4	5,4	5,7	5,6
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	3.918	4,4	4,7	4,7	4,6	4,9	4,9
Otras Administraciones Públicas	218	31,4	28,8	22,1	22,2	21,7	20,9
<b>Emisión de acciones cotizadas:</b>	<b>3.647</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
IFM	569	0,6	0,7	1,0	1,4	1,7	2,0
Instituciones financieras no monetarias	348	0,1	1,9	2,1	2,6	3,0	3,2
Sociedades no financieras	2.729	0,7	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9

Fuente: BCE.

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

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

(tasas de variación interanuales)

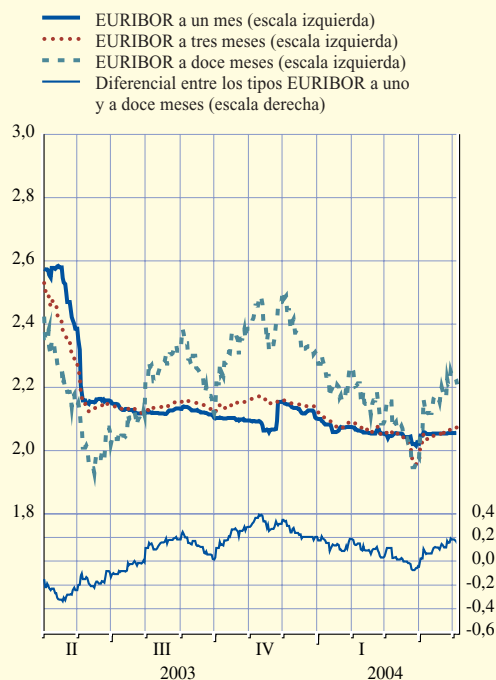


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 7 Tipos de interés de mercado a corto plazo**

(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

favorables, imperantes tras la intensa recuperación de las cotizaciones bursátiles en estos sectores financieros en los últimos trimestres.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*La tendencia a la baja observada en los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario desde finales del año pasado se invirtió en abril. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se tornó positiva.*

Los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario se elevaron en abril, tras descender durante cuatro meses consecutivos (véase gráfico 7). Por ejemplo, el EURIBOR a doce meses se incrementó 23 puntos básicos entre finales de marzo y el 5 de mayo. No obstante, los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario apenas registraron variaciones, en consonancia con los tipos de interés oficiales del BCE. Por consiguiente, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, que era ligeramente negativa en marzo, se tornó positiva en abril. El diferencial entre el EURIBOR a un mes y a doce meses era de 15 puntos básicos el 5 de mayo.

En abril, los participantes en el mercado revisaron al alza sus expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo para los próximos meses, como indican los cambios observados en la pendiente de la curva

de rendimientos del mercado monetario y la elevación de los tipos EURIBOR a tres meses implícitos en el precio de los futuros para el 2004. El tipo implícito en los futuros con vencimiento en diciembre del 2004 aumentó 30 puntos básicos entre finales de marzo y el 5 de mayo al tiempo que el tipo implícito en los futuros con vencimiento en junio y septiembre del 2004 registró un incremento ligeramente inferior.

La aportación de liquidez en las operaciones principales de financiación del Eurosistema se efectuó con fluidez en abril. El EONIA permaneció muy estable, en un nivel ligeramente por encima del 2%, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, excepto los dos últimos días del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 6 de abril (véase gráfico 8), fecha en que el EONIA se situó en el 2,75%, finalizando el período de mantenimiento de reservas con una situación bastante restrictiva de la liquidez debido a cambios inesperados en los factores autónomos. Los tipos de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situaron muy próximos al tipo mínimo de puja, el 2%, en abril. En la operación de financiación a plazo más largo liquidada el 1 de abril, los tipos de adjudicación fueron ligeramente inferiores que el EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

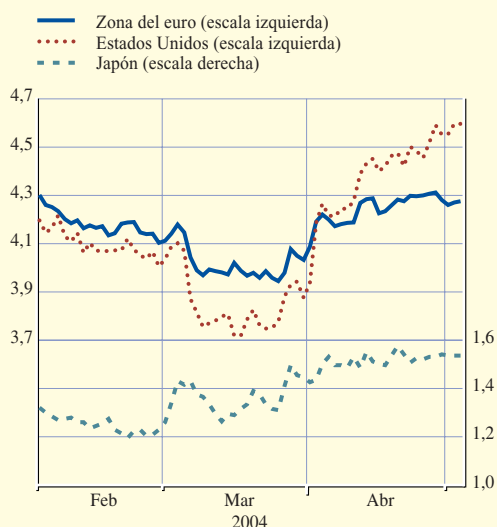
*En abril del 2004, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en la zona de euro y en Estados Unidos, donde el incremento fue más pronunciado, como consecuencia de la publicación de datos macroeconómicos, en general, más favorables de lo esperado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija, que es un indicador de la incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución futura del rendimiento de los valores de renta fija, se ha elevado también ligeramente en Estados Unidos en las últimas semanas.*

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó un acusado aumento, de unos 70 puntos básicos, entre finales de marzo y el 5 de mayo. La mayor parte de este incremento se produjo en los primeros días de abril, como resultado de una evolución del mercado de trabajo estadounidense más favorable de lo previsto (véase también el recuadro 2 titulado «Impacto de las últimas cifras de empleo publicadas en Estados Unidos en los mercados internacionales de renta fija»). Además, el hecho de que, según ciertos indicadores, la inflación aumentara, y de que las cifras de ventas al por menor fueran mejores de lo esperado por los participantes en el mercado contribuyeron también a generar presiones al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos. La pu-

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

(en porcentaje; datos diarios)

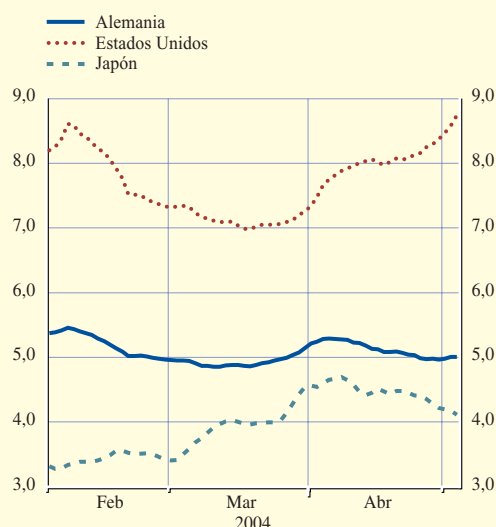


Fuente: Reuters.

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 período de vencimiento.

blicación de todos estos datos contribuyó a elevar las expectativas del mercado acerca de la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos.

La mayor parte del aumento del rendimiento nominal de los bonos estuvo relacionado con el incremento del rendimiento real de los bonos a largo plazo indicados con la inflación, aunque el rendimiento real se mantuvo todavía en niveles reducidos en términos históricos. Al mismo tiempo, en Estados Unidos, las expectativas de inflación media a largo plazo de los inversores aumentaron, tal y como parece deducirse del leve incremento de la tasa de inflación implícita a diez años. La percepción de incertidumbre de los participantes en el mercado de renta fija estadounidense creció, en cierta medida, en abril. La volatilidad implícita del mercado de renta fija se situó el 5 de mayo en un nivel ligeramente superior a la media registrada desde enero de 1999 (véase gráfico 10).

## JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se elevó 10 puntos básicos entre finales de marzo y el 5 de mayo, hasta situarse en el 1,55%. Esta elevación pareció ser reflejo de una valoración en general más optimista del mercado respecto a la actividad económica futura en Japón, tras la publicación de datos que señalaban una mejora de la confianza empresarial. La incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución futura del rendimiento de los valores de renta fija, medida por la volatilidad implícita del mercado de renta fija, apenas experimentó cambios, situándose al final del período en un nivel próximo a la media observada desde enero de 1999.

## ZONA DEL EURO

En la zona del euro, en el mes de abril, el rendimiento de la deuda pública evolucionó, en general, en



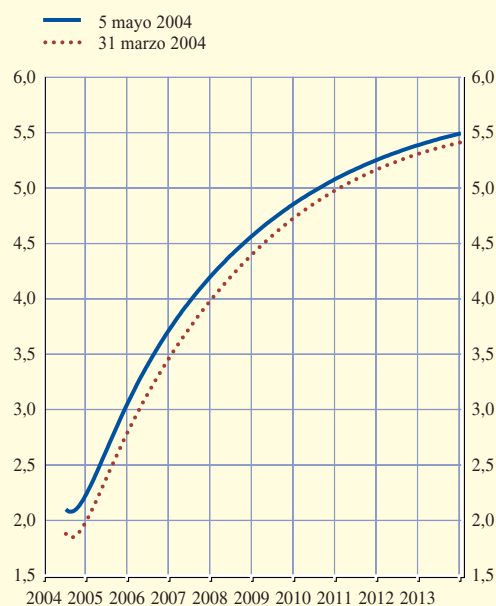
consonancia con el de la deuda pública estadounidense, aunque el incremento registrado fue más modesto. En conjunto, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro aumentó 25 puntos básicos entre finales de marzo y el 5 de mayo, fecha en la que se situó en el 4,3%. El mayor rendimiento que la deuda pública a largo plazo experimentó en la zona del euro en abril pareció ser reflejo, en gran parte, de la evolución observada en Estados Unidos. En efecto, los cambios de valoración de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas económicas de Estados Unidos influyeron también, en cierta medida, en las relativas a la economía de la zona del euro. Como puede apreciarse en el gráfico 11, la elevación del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro estuvo asociada a un desplazamiento al alza de los tipos de interés *forward* implícitos, que fue más pronunciado a corto y medio plazo.

El rendimiento de los bonos a diez años iniciados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, aumentó en torno a 25 puntos básicos entre finales de marzo y el 5 de mayo, hasta situarse en el 1,85%. La tasa de inflación implícita, calculada como la diferencia entre el rendimiento de unos bonos nominales y el de bonos iniciados con la inflación, ambos a diez años, se mantuvo estable, situándose alrededor del 2,1% el 5 de mayo. La

incertidumbre de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, tampoco experimentó grandes variaciones durante el mismo período, situándose el 5 de mayo en un nivel levemente inferior a la media registrada 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*.

**Recuadro 2**

**IMPACTO DE LAS ÚLTIMAS CIFRAS DE EMPLEO PUBLICADAS EN ESTADOS UNIDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE RENTA FIJA**

Parece que, en los últimos meses, los datos económicos publicados para Estados Unidos —especialmente las cifras mensuales relativas a la situación del empleo— se han convertido en el factor determinante de los movimientos que se han registrado en el rendimiento de los bonos en Estados Unidos y, en cierta medida, también en la zona del euro. En este recuadro se evalúa la influencia de la publicación de un indicador específico —los datos de salarios no agrícolas de Estados Unidos (que se refieren al número de personas empleadas fuera del sector agrícola)— en el rendimiento de los bonos a largo plazo en ambas áreas económicas y se comentan los motivos por los que los participantes en el mercado pueden haberles prestado tanta importancia.

La acusada respuesta de los mercados de renta fija a los últimos datos publicados sobre la situación del empleo en Estados Unidos puede estar relacionada con el hecho de que la recuperación de la economía

estadounidense desde la recesión del año 2001 ha venido acompañada por un tasa de crecimiento históricamente baja de los salarios no agrícolas, si se compara con recuperaciones previas posteriores a la guerra, lo que ha suscitado una cierta inquietud acerca de una «recuperación sin empleo». Se ha considerado que este hecho ha contribuido claramente a que la atonía del mercado de trabajo haya sido mucho mayor de lo habitual en esta fase del ciclo económico, al tiempo que ha tenido un efecto moderador sobre las presiones inflacionistas en Estados Unidos. Con un escenario de mejora de la demanda interna estadounidense en los últimos meses, los participantes en el mercado han prestado mucha atención a la posible influencia de los datos de los salarios no agrícolas en los movimientos futuros de los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos. Comoquiera que los bonos a largo plazo reflejan las expectativas de los participantes en el mercado sobre los tipos de interés a corto plazo futuros, su rendimiento también ha reaccionado a la publicación de los datos de los salarios no agrícolas.

Gráfico Componente no esperado en los de datos de salarios no agrícolas de Estados Unidos y variaciones de los rendimientos de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y la zona del euro en la fecha de publicación

(escala izquierda en miles; escala derecha en puntos básicos)



Fuentes: Reuters, Bloomberg.

1) El componente no esperado se define como la diferencia entre los resultados de las variaciones mensuales de los datos de salarios no agrícolas y las cifras esperadas por los participantes en el mercado entrevistados por Bloomberg.

Las cifras de crecimiento del empleo incluidas en los datos de salarios no agrícolas publicados en los últimos meses se han desviado considerablemente de las expectativas del mercado<sup>1</sup>. El gráfico muestra la evolución del componente no esperado de los datos de salarios no agrícolas, medida por la diferencia entre los resultados y las expectativas, junto con las variaciones diarias del rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro.

Del análisis del gráfico se derivan dos consecuencias importantes:

- En Estados Unidos, en el pasado, las desviaciones de los datos de salarios no agrícolas han tendido a estar correlacionadas positivamente con las variaciones del rendimiento de la deuda pública a diez años. Además, su influencia en los mercados de renta fija parece haberse incrementado en los últimos meses. Concretamente, los datos publicados en marzo y abril del 2004 han tenido un efecto particularmente importante en el rendimiento de la deuda pública estadounidense a largo plazo, con movimientos cercanos a los 20 puntos básicos en cada uno de los días en que se hicieron públicos los datos. Estas reacciones relativamente intensas de los mercados de renta fija pueden deberse a la relativa importancia del componente no esperado en los últimos datos publicados, lo que, en el contexto de la lenta recuperación del empleo descrita anteriormente, podría haber contribuido a modificar las expectativas con respecto a la solidez de la recuperación económica de Estados Unidos. A su vez, esto parece haber dado lugar a algunas revisiones de impor-

1 En la práctica, los precios de los activos financieros deberían reflejar toda la información disponible que los participantes en el mercado utilizan para formar sus expectativas sobre los factores fundamentales que influyen en el precio del activo correspondiente. Por lo tanto, es de esperar que la publicación de datos provoque cambios en los precios de los activos, sobre todo cuando se desvían de lo que esperaban los participantes en el mercado.

tancia de las expectativas de mercado relativas a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos, contribuyendo así a movimientos más pronunciados del rendimiento de los bonos.

- Las desviaciones de los datos de salarios no agrícolas también parecen haber afectado al rendimiento de los bonos en la zona del euro. Aparentemente, los posibles cambios en las opiniones de los participantes en el mercado sobre las perspectivas económicas de Estados Unidos parecen haber influido también en la percepción del mercado respecto a las perspectivas de la economía de la zona del euro. Sin embargo, en general, el efecto de estos datos en el rendimiento de los bonos de la zona del euro ha sido más moderado que en el de los bonos estadounidenses.

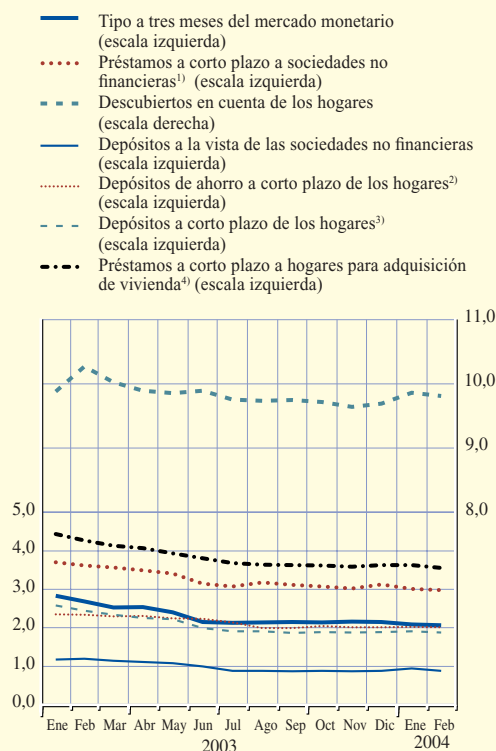
## 2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y LOS DEPÓSITOS

*En febrero del 2004, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones prácticamente no experimentaron variaciones.*

La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones prácticamente no experimentaron variaciones en febrero del 2004 (véase gráfico 12). En un horizonte temporal más prolongado, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito descendieron ligeramente, en consonancia con la evolución observada en el mercado monetario entre junio del 2003 y febrero del 2004. Por ejemplo, los tipos de interés de los depósitos de ahorro a corto plazo de los hogares (esto es, disponibles con preaviso hasta tres meses) y los de los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros, sin fijación del tipo y con período inicial de fijación igual o inferior a un año disminuyeron aproximadamente 20 puntos básicos. En el mismo período, los tipos de los depósitos a corto plazo de los hogares (es decir, a plazo hasta un año), los de los descubiertos bancarios de los hogares y los de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras descendieron 10 puntos básicos. El tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, sin fijación del tipo y con período inicial de fijación igual o inferior a un año se redujeron 25 puntos básicos entre junio del 2003 y febrero del 2004. A modo de comparación, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario cayó unos 10 puntos básicos en el citado período.

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

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

1) Préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación de tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año.

2) Depósitos de los hogares disponibles con preaviso hasta tres meses.

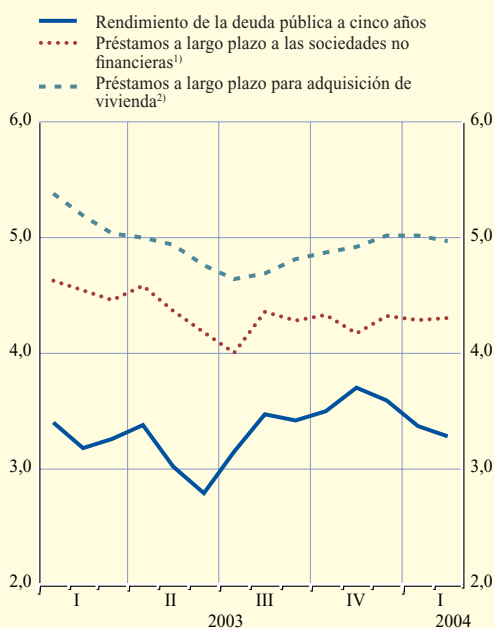
3) Depósitos de los hogares a plazo hasta un año.

4) Préstamos a hogares sin fijación de tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año.

Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones tampoco experimentaron variaciones en febrero del 2004 (véase gráfico 13). En horizontes temporales más amplios, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito han sido considerablemente menos volátiles que los tipos de mercado comparables, en consonancia con el ajuste, que normalmente se realiza con lentitud, de los tipos de interés de las IFM. Por ejemplo, cuando se registraron incrementos de los tipos de mercado, entre junio y noviembre del 2003, el rendimiento de la deuda pública a cinco años se elevó 90 puntos básicos. Posteriormente, entre noviembre del 2003 y febrero del 2004, descendió 40 puntos básicos. En comparación, el tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años, y el de los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros, con período inicial de fijación del tipo a más de cinco años, sólo experimentaron una ligera variación entre junio y noviembre del 2003 y entre noviembre del 2003 y febrero del 2004.

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

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

1) 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.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

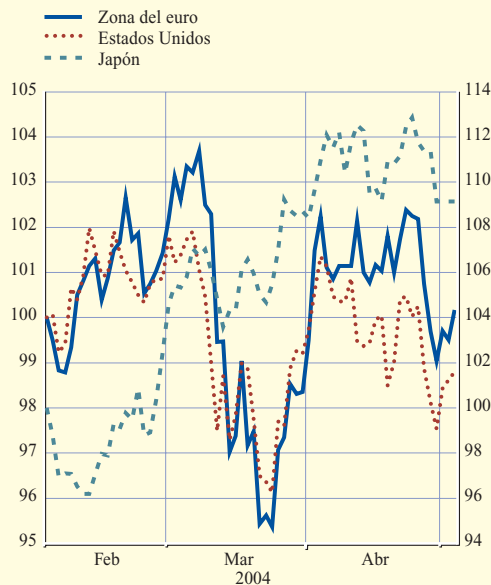
En abril del 2004, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro aumentaron ligeramente, en general, mientras que apenas experimentaron cambios en Estados Unidos, como consecuencia, entre otros factores, de un descenso de la volatilidad de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, y de nuevas señales de mejora de los resultados empresariales. Sin embargo, el aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo tuvo una incidencia negativa en los precios de las acciones.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Standards & Poor's 500, experimentaron escasas variaciones entre finales de marzo y el 5 de mayo de 2004 (véase gráfico 14). Por un lado, el hecho de que la incertidumbre del mercado volviera a disminuir, tras haber crecido a raíz de los atentados terroristas perpetrados en Madrid en el mes de marzo, puede haber tenido un efecto positivo sobre las cotizaciones bursátiles. Así, la media móvil de diez días de la volatilidad implícita, que mide el grado de incertidumbre de los mercados de renta variable, obtenida de las opciones sobre el índice Standards & Poor's 500, se redujo 2 puntos porcentuales entre finales de marzo y el 5 de mayo, fecha en la que se situó en un nivel que no se observaba desde octubre del 2003 (véase gráfico 15). Además, las cotizaciones bursátiles se beneficiaron de una marcada mejora de las expectativas de los participantes en el mercado en torno a los resultados empresariales del primer trimestre del 2004. Por otro lado, los fuertes aumentos de los tipos de interés registrados en abril en todos los plazos tuvieron un efecto moderador sobre los precios de las acciones.

Gráfico 14 Índices bursátiles

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

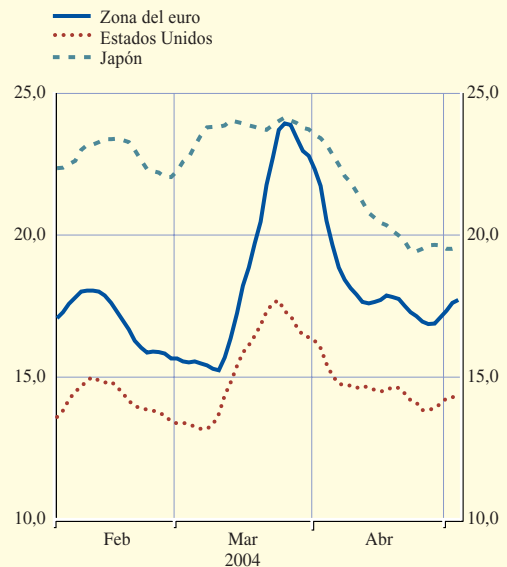


Fuente: Reuters.

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

Gráfico 15 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

## JAPÓN

En Japón, las cotizaciones bursátiles experimentaron un leve aumento en abril del 2004, que pareció ser resultado del renovado optimismo de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas económicas del país. Esta ganancia estuvo acompañada por una importante reducción de la incertidumbre, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, entre finales de marzo y el 5 de mayo. El comportamiento de las cotizaciones bursátiles japonesas pareció ser consecuencia de un efecto de contagio de los resultados favorables publicados por las empresas estadounidenses, especialmente las del sector tecnológico, que hicieron confiar en un aumento de la demanda, en particular para las empresas japonesas del sector informático.

## ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, subieron cerca de un 2% entre finales de marzo y el 5 de mayo, experimentando una mejora a la que contribuyó la reducción de la incertidumbre. En efecto, la media móvil de diez días de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, disminuyó de forma significativa, unos 5 puntos porcentuales, entre finales de marzo y el 5 de mayo. La publicación de nuevos datos que señalaban una evolución favorable de los resultados empresariales contribuyó también al alza de las cotizaciones. El crecimiento interanual del beneficio real por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX aumentó hasta cerca del 31% en abril del 2004. El hecho de que los mercados bursátiles de la zona del euro superasen ligeramente a los de Estados Unidos puede deberse a que se percibían todavía los efectos de la inversión de

los descensos provocados por los atentados terroristas del 11 de marzo en Madrid, que fueron más pronunciados en la zona del euro que en el resto del mundo. Además, la tendencia al alza del rendimiento de la deuda pública, que puede haber ejercido también ciertas presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles, fue menos acusada en la zona del euro que en Estados Unidos.

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 económicos incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX registraron en abril un incremento generalizado, lo que puede ser indicativo de una mejora global de las perspectivas empresariales de la zona.

## 3 PRECIOS Y COSTES

Tal y como estaba previsto, según el avance de Eurostat la tasa de inflación medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2% en abril, tras haber pasado del 1,6% en febrero al 1,7% en marzo. En las primeras fases de la cadena de precios, aunque las presiones sobre los precios industriales permanecieron moderadas en marzo, han crecido en los últimos meses. Los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo han experimentado un notable aumento a lo largo del mes de abril, siendo probable que continúen ejerciendo presiones al alza sobre los precios industriales en un futuro próximo. Las tasas de inflación se mantendrán, posiblemente, en el 2% o ligeramente por encima en los próximos meses, mientras que, en un horizonte más dilatado, deberían seguir siendo compatibles con la estabilidad de precios. En particular, cabe esperar que la productividad del trabajo repunte en el transcurso del 2004, con un crecimiento moderado de los salarios nominales, y la apreciación del euro debería seguir atenuando las presiones alcistas sobre los precios.

### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

#### AVANCE DE ABRIL DEL 2004

Según el avance de Eurostat, se estima que la inflación de la zona del euro se elevó al 2% en abril del 2004 (véase cuadro 4). Aunque no se dispone todavía de información detallada, este incremento debería explicarse por un fuerte efecto de base del componente energético, resultado del acusado descenso de los precios del petróleo que se produjo tras el inicio de la guerra en Iraq el año pasado. Por otro lado, la nueva subida de los precios del petróleo registrada en abril puede haber ejercido presiones al alza sobre los precios de la energía. Sin embargo, como es habitual, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

#### INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN MARZO DEL 2004

La inflación de la zona del euro se elevó al 1,7% en marzo del 2004, desde el 1,6% observado en febrero (véase gráfico 16), como consecuencia, en parte, de la evolución de los precios energéticos. En febrero del 2004, la inflación se benefició de que los precios del petróleo en euros fueron inferiores a los registrados en el mismo mes del año 2003. Desde comienzos de febrero del 2004, los precios del petróleo en euros han seguido aumentando, situándose en la actualidad en el mismo nivel que hace un año. Esta tendencia al alza repercutió sobre los precios de la energía en marzo. Si bien la tasa de variación interanual de los precios energéticos permaneció negativa en marzo, en el -2%, el descenso fue inferior al

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

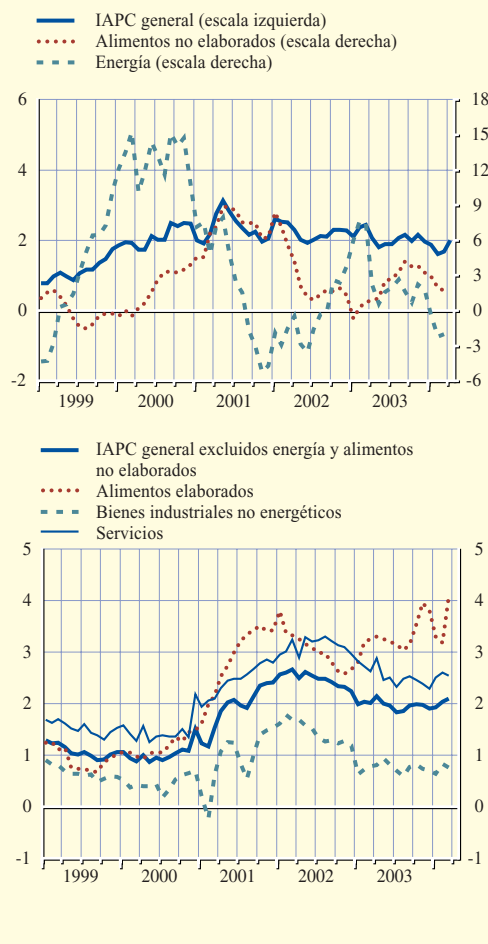
observado en el mes anterior (-2,2%). Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados siguió disminuyendo en marzo, aunque en menor medida que en los cuatro meses anteriores, lo que podría sugerir que la remisión de los efectos que la ola de calor del pasado verano tuvo sobre los precios de los alimentos está llegando gradualmente a su fin.

En línea con la inflación medida por el IAPC general, en marzo la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, aumentó también, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,1%, como resultado, principalmente, de la elevación de los impuestos sobre el tabaco, que se llevó a cabo en algunos países de la zona del euro y que dio lugar a un pronunciado incremento de los precios de los alimentos elaborados. Concretamente, la tasa de variación interanual de los precios del tabaco alcanzó el 13,9% en marzo, contribuyendo en 2,7 puntos porcentuales a la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados (el 4,1% en marzo) y en 0,3 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC general.

En marzo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos permaneció estable en el 0,8%, mientras que la de los precios de los servicios disminuyó en 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,5%. Aunque la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se ha mantenido prácticamente sin cambios en torno al 2,5% desde el segundo trimestre del 2003, ello oculta importantes diferencias entre los servicios que tienen precios administrados y los que no los tienen (véase el recuadro titulado «El impacto de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados sobre la inflación» en el *Boletín Mensual* de enero del 2004). Así, por ejemplo, la tasa de variación interanual de los precios administrados de los servicios médicos y de odontología ha seguido creciendo. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios no administrados de los servicios se ha reducido desde el segundo trimestre del 2003.

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

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En las primeras fases de la cadena de precios, aunque las presiones sobre los precios industriales permanecieron moderadas en marzo, han crecido en los últimos meses (véase gráfico 17). La tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, pasó de cero en febrero al 0,4% en marzo, como consecuencia de varios factores, entre los que cabe señalar la elevación de los impuestos sobre el tabaco y los continuos aumentos de los precios en euros de las materias primas no energéticas. El incremento de los impuestos sobre el tabaco hizo subir la tasa de variación interanual



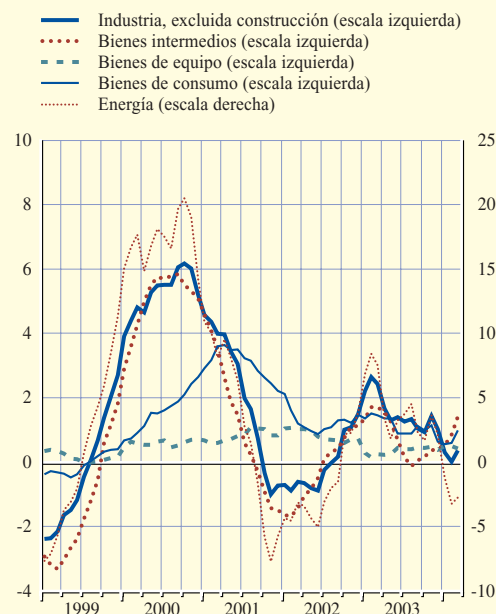
de los precios industriales de los bienes de consumo. Al mismo tiempo, los precios de las materias primas siguieron ascendiendo en marzo, generando presiones al alza sobre los precios industriales de los bienes intermedios, cuya tasa de variación interanual alcanzó el 1,4%, frente al 0,8% registrado en febrero. Sin embargo, esta moderada tasa de variación interanual oculta unos aumentos más significativos que se han producido en los últimos meses. Si se compara el primer trimestre del 2004 con el trimestre anterior, se aprecia mejor esta última tendencia al alza y se ve que los precios industriales de los bienes intermedios han subido un 1,2% en el primer trimestre del 2004.

Los precios energéticos continuaron contribuyendo al escaso crecimiento del IPRI en marzo, aunque éste se elevará, sin embargo, en los próximos meses, debido a unos efectos de base. Excluyendo la energía, el IPRI alcanzó el 1,1% en marzo, frente al 0,8% en febrero. La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía se situó en el -2,7% en marzo, en comparación con el -3,2% en febrero, como resultado de la significativa reducción de los precios del petróleo observada entre febrero y marzo del año pasado. Por otra parte, los precios del petróleo en euros han ido aumentando desde comienzos de febrero del 2004. Las recientes subidas de estos precios, en conjunción con la caída que experimentaron el año pasado, deberían contribuir al crecimiento de la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía en los próximos meses.

El índice de precios de la zona del euro (IPE) de abril respalda la valoración de que la inflación en los precios industriales volverá a aumentar en los próximos meses. Aunque sólo se dispone de datos del IPE a partir de septiembre de 1997, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios parece seguir la trayectoria del IPE. En abril, el IPE se elevó a 69,4, manteniéndose por encima de 50 por sexto mes consecutivo, lo que señala un aumento de los precios.

**Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

**Cuadro 5 Indicadores de costes laborales**

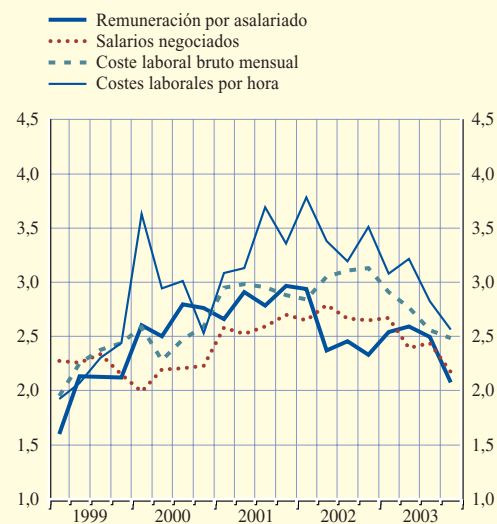
(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 18 Indicadores de costes laborales

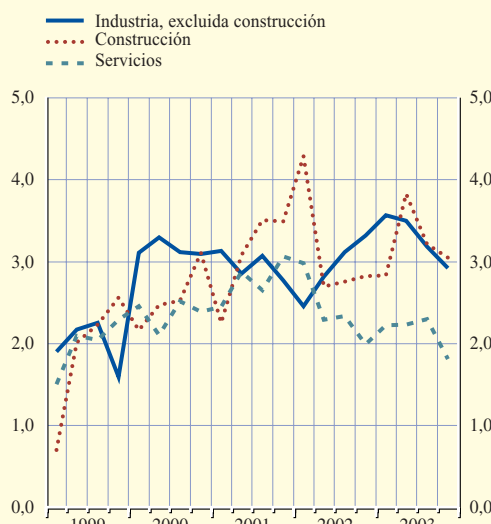
(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 19 Remuneración sectorial por asalariado

(tasas de variación interanuales; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Todos los indicadores de costes laborales sugieren que se ha ido produciendo una desaceleración del crecimiento salarial desde comienzos del 2002 (véase cuadro 5). En comparación con aquel año, la tasa de variación interanual registrada en el 2003 disminuyó, aunque en distinta medida, en todos los indicadores de costes laborales. La medida de costes laborales más armonizada es la remuneración por asalariado. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado para el total de la economía fue del 2,1% en el cuarto trimestre del 2003, frente al 2,5% en el tercer trimestre. Esta evolución es reflejo, principalmente, de un descenso extraordinario que se produjo en Alemania, como consecuencia de un recorte de las primas de Navidad. Para el conjunto del año 2003, la remuneración por asalariado creció, en promedio, un 2,4%, frente al 2,5% en el 2002. La tasa de crecimiento interanual de otros indicadores de costes laborales experimentó una mayor reducción en el 2003. Por ejemplo, la tasa media de variación interanual de los costes laborales por hora descendió desde el 3,5% en el 2002 al 2,9% en el 2003 (véase gráfico 18). Por sectores, en comparación con el 2002, el crecimiento salarial medio para el conjunto del año 2003 disminuyó en el sector servicios, especialmente en los servicios de mercado, y el de la remuneración por asalariado aumentó en el sector industrial (véase gráfico 19).

En consonancia con el menor crecimiento salarial y con el ligero incremento de la productividad del trabajo, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se redujo también en el cuarto trimestre, aunque se mantuvo estable en el 2,2% para el conjunto del año, sin cambios con respecto al 2002. A medida que prosiga la recuperación económica, la productividad del trabajo debería aumentar, conteniendo el crecimiento de los costes laborales unitarios.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

La elevación de la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC general registrada en abril estaba, en gran medida, prevista y fue resultado, probablemente, de los efectos de base de los precios de la energía. Los efectos de base y las recientes subidas de los precios energéticos seguirán ejerciendo presiones al alza sobre la inflación en los próximos meses. En un horizonte más dilatado, se espera que la inflación se mantenga en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Esta expectativa se basa en el supuesto de una recuperación gradual de la actividad económica, acompañada de una moderación salarial. Por otro lado, la apreciación del euro debería seguir conteniendo las presiones sobre los precios de importación. Los factores que habrán de ser especialmente objeto de un estrecho seguimiento son la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo y la de las expectativas de inflación.

Por lo que se refiere a las expectativas de inflación, la información más reciente parece respaldar la opinión de que la inflación se reducirá en los próximos dos años. En efecto, la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada en abril sitúa la inflación medida por el IAPC general en el 1,8%, tanto en el 2004 como en el 2005 (véase recuadro 3).

#### Recuadro 3

#### EXPECTATIVAS DEL SECTOR PRIVADO RESPECTO A LA INFLACIÓN Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DE LA ZONA DEL EURO: RESULTADOS DE LA ENCUESTA A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA (EPE) CORRESPONDIENTE AL SEGUNDO TRIMESTRE DEL 2004 Y OTROS INDICADORES DISPONIBLES

Este recuadro presenta los resultados de la vigésima tercera encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 26 de abril de 2004. En esa encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, la actividad económica y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la encuesta EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otros indicadores disponibles de las expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales<sup>1</sup>.

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

Los encuestados mantienen sus expectativas respecto a la inflación medida por el IAPC en el 2004 en el 1,8%, sin cambios en relación con la encuesta EPE I 2004 realizada en enero del 2004. Sin embargo, siempre en comparación con la encuesta anterior, se observa un claro aumento del número de encuestados que consideran el comportamiento de los precios de las materias primas como factor alcista. Entre los factores que tendrían una incidencia al alza sobre los precios, los encuestados señalan también la elevación de los impuestos indirectos y de los precios administrados que se producirá, posiblemente, en algunos países, como consecuencia del deterioro del equilibrio presupuestario. Aunque la evolución pasada de los tipos de cambio sigue figurando como factor bajista se le atribuye una menor importancia que en la encuesta precedente. Por otro lado, en opinión de los encuestados,

<sup>1</sup> Estos horizontes son los correspondientes a los años naturales 2004 y 2005 y al año 2008 para las expectativas a cinco años vista. Además, los encuestados deben indicar sus expectativas para dos «horizontes cambiantes». Estos horizontes cambiantes se fijan en uno y dos años a partir del último período para el que se dispone de datos publicados de cada una de las variables, en el momento de realizarse la encuesta. En la encuesta EPE II 2004, los horizontes cambiantes fueron marzo del 2005 y del 2006, para la tasa de inflación medida por el IAPC; el cuarto trimestre del 2004 y del 2005, para la tasa de crecimiento del PIB real; y febrero del 2005 y del 2006, para la tasa de desempleo de la zona del euro. Estos horizontes ayudan a determinar algunos patrones dinámicos que son difíciles de detectar a partir de las medias previstas para los años naturales.

### Resultados de las encuestas EPE II 2004, EPE I 2004 y Consensus Economics (abril 2004)

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	2004	Mar 2005	2005	Mar 2006	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE II 2004	1,8	1,7	1,8	1,8	1,9
Encuesta EPE anterior (I 2004)	1,8	-	1,7	-	1,9
Consensus (abril 2004)	1,7	-	1,6	-	1,9
<b>Crecimiento del PIB real</b>	<b>2004</b>	<b>IV 2004</b>	<b>2005</b>	<b>IV 2005</b>	<b>A largo plazo<sup>2)</sup></b>
Encuesta EPE II 2004	1,6	2,0	2,1	2,2	2,3
Encuesta EPE anterior (I 2003)	1,8	-	2,2	-	2,3
Consensus (abril 2004)	1,6	-	2,0	-	2,1
<b>Tasa de desempleo<sup>1)</sup></b>	<b>2004</b>	<b>Feb 2005</b>	<b>2005</b>	<b>Feb 2006</b>	<b>A largo plazo<sup>2)</sup></b>
Encuesta EPE II 2004	8,8	8,6	8,5	8,3	7,5
Encuesta EPE anterior (I 2004)	8,8	-	8,5	-	7,4

1) En porcentaje de la población activa.

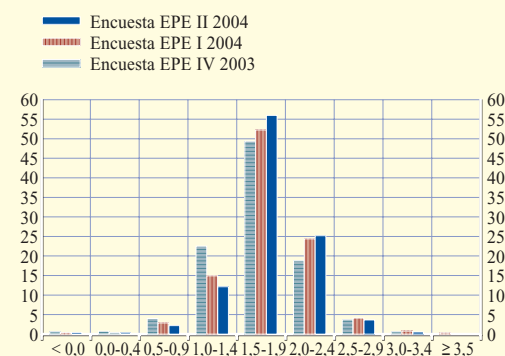
2) Las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al año 2008. Las previsiones de Consensus Economics se refieren al período 2010-2014 (datos publicados en la encuesta de Consensus Economics de abril del 2004).

los principales factores que tendrían una incidencia a la baja sobre la inflación en los próximos dos años son la evolución de los costes laborales y las débiles presiones internas ejercidas por la brecha de producción. Las expectativas de inflación para el 2005 crecen ligeramente, hasta el 1,8%, probable reflejo de la evolución esperada de los precios de las materias primas. En conjunto, las expectativas recogidas en la encuesta EPE son ligeramente superiores a las cifras que presentan en abril del 2004 *Consensus Economics* (véase el cuadro siguiente) y el Barómetro de la Zona del Euro (el 1,7% para el 2004 y 2005).

El cuestionario de la encuesta EPE solicita también que se asigne una probabilidad a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo los encuestados calibran, en promedio, el riesgo de que la cifra observada se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. El gráfico A muestra las distribucio-

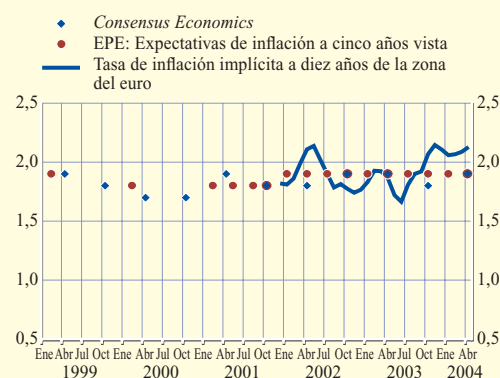
**Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2004 en las tres últimas encuestas EPE**

(en porcentaje)



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

(tasas medias de variación anuales)



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

nes de probabilidad agregadas relativas a la inflación media anual medida por el IAPC prevista para el 2004 en las tres últimas encuestas. Aunque los valores permanecen concentrados en torno al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% atribuido a la inflación medida por el IAPC esperada en el 2004, en la última encuesta EPE se observa un nuevo desplazamiento hacia la derecha, reflejo de un aumento de las presiones inflacionistas, originadas por las medidas gubernamentales y por la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo.

### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años vista) de los encuestados siguen situándose en el 1,9%, con lo que se han venido manteniendo en el mismo nivel en diez encuestas EPE consecutivas (véase gráfico B). Esta previsión se corresponde con otros indicadores disponibles de expectativas de inflación a largo plazo. En abril del 2004, el Barómetro de la Zona del Euro situaba la tasa media de inflación en el 1,9% para el 2008, y *Consensus Economics* recogía una previsión del 1,9% para el período 2010-2014. En los mercados financieros, las tasas de inflación implícita a diez años, obtenidas de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, apenas han registrado cambios en los últimos meses<sup>2</sup>. No obstante, cabe observar que estas tasas de inflación implícita no son una medida directa de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, puesto que su cálculo se ve afectado por varias primas de riesgo, incluidas las relativas a la incertidumbre de la inflación y a la liquidez.

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

En relación con la encuesta EPE anterior, las expectativas de crecimiento del PIB en el 2004 se han revisado a la baja, en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 1,6%, y las relativas al 2005 también se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales, aunque se sitúan en un nivel más elevado, el 2,1%. Por lo que se refiere a las respuestas cualitativas de los encuestados, los principales factores que menoscaban las perspectivas de crecimiento son: en el exterior, el comportamiento reciente de los precios de las materias primas y la evolución pasada de los tipos de cambio; en el interior, la falta de confianza, la debilidad de la demanda interna y la incertidumbre en torno a las reformas estructurales. Por otro lado, los principales factores que propician las perspectivas de crecimiento son: en el exterior, el repunte de la actividad internacional; en el interior, la recuperación de las inversiones en un contexto de mejores resultados empresariales y de condiciones de financiación más favorables. Las previsiones de la encuesta EPE para el 2004 y 2005 son, en general, similares a las publicadas en abril por *Consensus Economics* y el Barómetro de la Zona del Euro, que sitúan, en ambos casos, el crecimiento del PIB en el 1,6% para el 2004, mientras que, para el 2005, la primera publicación lo sitúa en el 2% y la segunda en el 2,1%. Por lo que se refiere a las tasas de crecimiento a largo plazo, la encuesta EPE recoge unas expectativas a cinco años vista (es decir, para el 2008) del 2,3%, sin cambios en relación con la encuesta precedente.

Pese a las ligeras revisiones a la baja del crecimiento del PIB, las expectativas de desempleo en el 2004 y 2005 no varían con respecto a la encuesta EPE anterior, manteniéndose en el 8,8% y el 8,5%, respectivamente. El carácter gradual del repunte previsto de la actividad económica es el principal factor señalado como causa de la relativa lentitud del descenso del desempleo en el 2004 y 2005. Sin embargo, en opinión de los encuestados, una vez que la recuperación económica cobre fuerza, el ciclo económico impulsará con mayor vigor un descenso del desempleo. La tasa de desempleo esperada para el 2008 es del 7,5%, lo que supone una ligera revisión al alza en comparación con la encuesta anterior. Si bien algunos de los encuestados consideran que el desempleo se reducirá en el largo plazo como consecuencia de las reformas laborales, otros dudan de la magnitud de las futuras reformas.

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

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de los datos de las cuentas nacionales para la zona del euro mostró un crecimiento del PIB real del 0,3% en el cuarto trimestre del 2003, la misma cifra que en la primera estimación. El panorama general de la composición de la demanda en el cuarto trimestre se mantiene sin cambios, especialmente en lo que se refiere a las considerables contribuciones de la inversión y de la variación de existencias al crecimiento. Los últimos datos procedentes de las encuestas son acordes con un aumento de la producción industrial en marzo/abril, tras cuatro meses de lento crecimiento. Los indicadores a corto plazo siguen señalando un avance moderado en el sector servicios desde comienzos de año. Los indicadores del gasto de los hogares fueron contradictorios en el primer trimestre. En este contexto, no se han producido cambios significativos en la situación del mercado de trabajo. De cara al futuro, las condiciones externas e internas siguen siendo conducentes al mantenimiento de la gradual recuperación económica en el 2004, y a su fortalecimiento en el futuro

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

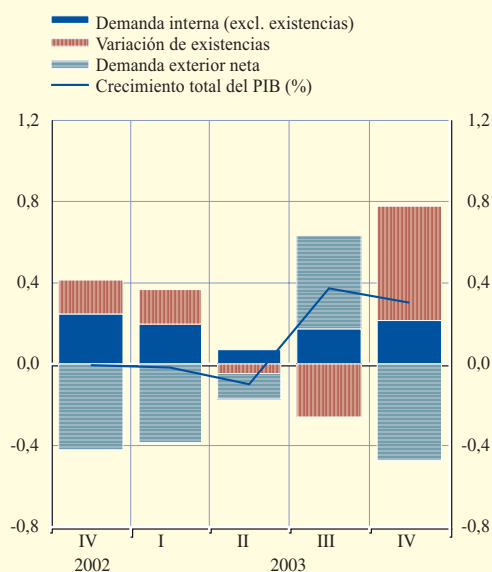
Según la segunda estimación de los datos de las cuentas nacionales publicados por Eurostat en abril, el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del 2003 se mantuvo sin cambios en el 0,3%, en comparación con el 0,4% del tercer trimestre (véase gráfico 20).

Se efectuaron una serie de revisiones en algunos componentes del gasto. La demanda interna, en particular, fue ligeramente más débil de lo esperado en función de la primera estimación de las cuentas nacionales. El crecimiento del consumo privado, que había registrado previamente un tímido incremento, paso a ser nulo tras una revisión a la baja. No se revisó la contribución de la variación de existencias. La

inversión se elevó un 0,6% en tasa intertrimestral y su contribución al crecimiento del PIB fue muy elevada. En el recuadro 4 se recoge información detallada de la evolución más reciente de la inversión por tipo de producto. La contribución de la demanda exterior neta se revisó ligeramente al alza, del -0,7% al -0,5%, en tasa intertrimestral, a causa de una importante corrección a la baja que se llevó a cabo en las importaciones.

**Gráfico 20 Contribuciones al crecimiento del PIB real**

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



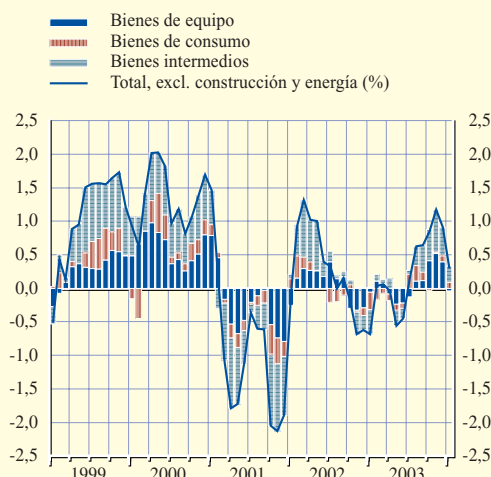
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

#### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La contribución de la actividad industrial al crecimiento del PIB real de la zona del euro en el cuarto trimestre del 2003 fue muy elevada. La producción de bienes intermedios y de bienes de equipo fue especialmente intensa, en consonancia con la evolución de la inversión. Por tercer mes consecutivo, la aportación del sector de la construcción al crecimiento del valor añadido total fue positiva. La actividad también siguió creciendo en los servicios, aunque a un ritmo moderado, lo que es atribuible a la evolución de los servicios financieros, empresariales y de otro tipo. Por el contrario, la actividad en el comercio, el transporte y las comunicaciones se redujo.

**Gráfico 21 Contribuciones al crecimiento de la producción industrial**

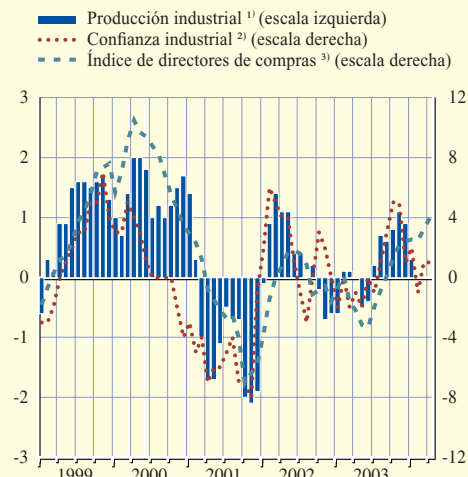
(contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



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

**Gráfico 22 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.

Sin embargo, los datos disponibles hasta febrero del 2004 indican que la actividad industrial fue moderada a principios de año (véase gráfico 21). La producción industrial (excluida la construcción) se redujo en enero, y su crecimiento en febrero fue lento. En particular, la producción de bienes de equipo descendió en febrero, por tercer mes consecutivo. Los datos de nuevos pedidos mostraron un cierto incremento en febrero, pero no el suficiente como para compensar la fuerte contracción de enero. Sin tener en cuenta la volatilidad de las series, los datos de nuevos pedidos parecen indicar una estabilización de la demanda de productos industriales desde noviembre del 2003.

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

Aunque la producción industrial se mantuvo estable a finales de año, los datos de la encuesta de abril sugieren que tal vez haya mejorado en marzo/abril. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea aumentó en abril hasta alcanzar su nivel más elevado desde abril del 2001. El índice de directores de compras del sector manufacturero se incrementó de nuevo. El porcentaje de empresas manufactureras entrevistada por la Comisión Europea que informó de un aumento de la producción en el período de tres meses precedente se elevó considerablemente, superando el porcentaje de las que observaron un descenso. Según la encuesta de la Comisión Europea, la producción de bienes de equipo también empezó a elevarse. Las expectativas de producción, que mejoraron en abril, siguieron siendo elevadas en todas las principales ramas de actividad. En general, las distintas encuestas apuntan consistentemente a un avance de la producción industrial a principios del segundo trimestre del 2004 (véase gráfico 22).

El indicador de confianza de la Comisión Europea para el sector servicios mostró un ligero descenso en abril. Si bien se consideró que la cifra de negocios en el período de tres meses precedente había au-

Recuadro 4

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INVERSIÓN POR TIPO DE PRODUCTO**

La inversión ha sido uno de los componentes de demanda del PIB que registró un claro descenso en los años 2001 y 2002. Sin embargo, en el 2003, si bien continuaron las tasas de crecimiento negativas, se produjo una evidente mejora en todas las categorías de inversión, lo que se tradujo en un aumento de la inversión total en el cuarto trimestre del año pasado (véase gráfico A). Esta evolución puede apreciarse tanto en la inversión en construcción como en la inversión en bienes de equipo. En lo que se refiere a esta última, la mejora del entorno económico mundial, así como las buenas condiciones de financiación, explican la pauta observada el año pasado, y debería contribuir a potenciar el crecimiento este año. En este recuadro se presenta un resumen de la evolución más reciente de la inversión por tipo de producto, hasta el cuarto trimestre del 2003<sup>1</sup>.

**La inversión en productos metálicos y maquinaria ha propiciado la inversión en bienes de equipo**

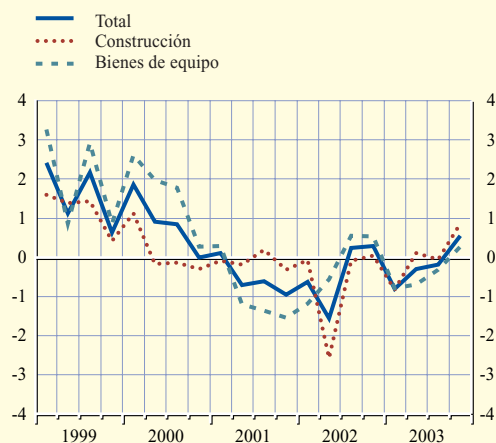
En el cuarto trimestre del 2003, los datos sobre la inversión en bienes de equipo confirmaron las señales de mejora observadas en esta categoría en los trimestres segundo y tercero. La inversión en bienes de equipo de la zona del euro se incrementó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2003, tras un descenso del 0,3% en el tercer trimestre (véase gráfico B).

Entre los componentes de la inversión en bienes de equipo, la inversión en productos metálicos y maquinaria (que es el componente más importante y que constituye en torno al 30% del total) provocó la reanudación de la inversión. Este componente aumentó un 0,7%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre, tras permanecer estable en el trimestre anterior y haber disminuido un 0,8% en el primer semestre del 2003. Por otra parte, las tasas de descenso del material de transporte (que representa alrededor del 10% de la inversión total), que tiende a ser un componente muy volátil, se desaceleraron

1 La evolución hasta el primer trimestre del 2003 figura en el Recuadro 6 del Boletín Mensual del BCE de septiembre del 2003.

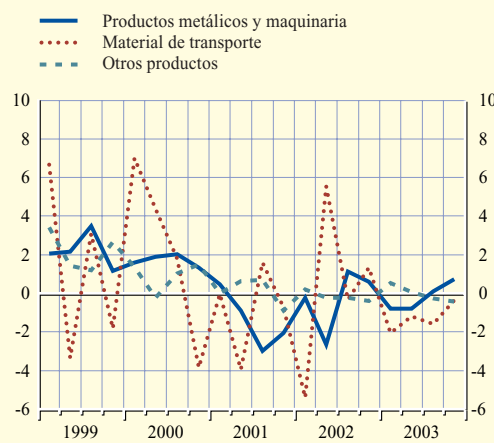
**Gráfico A Total, inversión en construcción e inversión en bienes de equipo**

(variaciones intertrimestrales, datos trimestrales)



**Gráfico B Detalle de la inversión en bienes de equipo**

(variaciones interanuales, datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Inversión en otros productos, incluida la agricultura.



a lo largo del 2003, situándose en el -0,4% en el último trimestre. Finalmente, la inversión en otros productos (que también representan el 10% de la inversión total), que incluye el *software*, mostraron una tendencia a la baja a lo largo de todo el año, registrando una caída del ,04% en el cuarto trimestre.

### Reanudación de la inversión en construcción

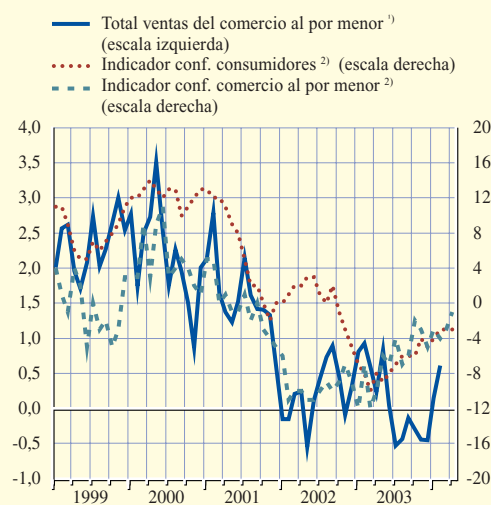
La inversión en construcción de la zona del euro (que representa en torno al 50% de la inversión total) se incrementó un 0,9%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2003, tras haber experimentado un descenso continuado en los últimos tres años, que fue, sin embargo, menos pronunciado desde la segunda mitad del 2002. Esta mejora gradual se vio sustentada en una ligera subida de la inversión residencial en los trimestres segundo y tercero del 2003. En el cuarto trimestre, este aumento se hizo también extensivo a la inversión no residencial

mentado sensiblemente, las expectativas de negocio se redujeron sustancialmente (aunque se mantuvieron en su nivel medio durante el segundo semestre del año). La evaluación del clima empresarial general no registró cambios. El índice de directores de compras de los servicios se mantuvo prácticamente inalterado en abril, pero —al igual que en las encuestas de la Comisión Europea— el índice de expectativas futuras disminuyó

En general, los datos de las última encuestas sugieren que la actividad económica puede haber mejorado a comienzos del segundo trimestre del 2004. Las encuestas de la Comisión Europea para abril muestran que la evaluación de la actividad en los últimos meses por parte de las empresas indica una mejora en la industria, la construcción y el comercio al por menor. La evaluación de la actividad en el sector servicios por parte de las empresas fue más dispar.

**Gráfico 23 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.

### INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores del gasto de los hogares siguieron siendo contradictorios en el primer trimestre del 2004, aunque hay determinadas señales de una evolución más positiva del consumo privado

En general, se estima que el crecimiento intertrimestral de las ventas del comercio al por menor ha sido positivo en el primer trimestre del 2004., lo que refleja el sensible incremento registrado en las ventas del comercio al por menor en enero. El avance de Eurostat relativo a estas ventas se ha revisado a la baja. Se estima ahora que éstas han descendido de forma pronunciada en febrero y, provisionalmente, que también han disminuido algo en marzo.

El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se mantuvo estable en abril, por segundo mes consecutivo (véase gráfico 23). La evolución de este indicador se encuentra en línea con mejoras moderadas, pero contenidas, de la confianza de los consumidores, tras los bajos niveles observados a comienzos del año pasado. En particular, sugiere que los atentados terroristas de Madrid no han empeorado la confianza de los consumidores. No obstante, ésta sigue siendo reducida desde una perspectiva histórica.

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

### DESEMPLEO

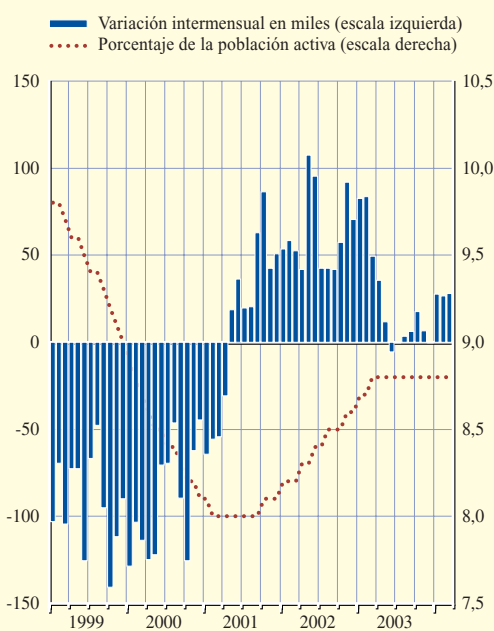
En marzo, la tasa de paro de la zona del euro se mantuvo estabilizada en el 8,8% (véase gráfico 24). Las cifras desestacionalizadas muestran un incremento mensual de, aproximadamente, 28.000 personas desempleadas en marzo del 2004, prácticamente en consonancia con los datos para enero y febrero. Aunque la tasa de paro se mantuvo sin cambios durante doce meses, existen en estos momentos 157.000 parados más que hace un año. Si se compara con el segundo semestre del 2003, el aumento del número de parados en el primer trimestre del 2004, aunque moderado, refleja un ligero deterioro de las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro.

### EMPLEO

El crecimiento del empleo en la economía en su conjunto fue ligeramente positivo en el cuarto trimestre del 2003 (véase cuadro 6). Las expectativas de creación de empleo en la industria y en los servicios mejoraron de forma moderada en abril, pero se mantuvieron en niveles reducidos, según las encuestas de la Comisión Europea. Los datos disponibles sugieren que la tasa de vacantes de la zona del euro descendió a finales del año pasado, lo que indica que las empresas no estaban preparadas para aumentar la contratación en las etapas iniciales de recuperación de la actividad económica. En la industria, el porcentaje de empresas que comunicaron que la escasez de mano de obra limitaba su producción se mantuvo en niveles históricamente bajos en el primer trimestre del 2004.

Gráfico 24 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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	-1,9	-1,5	-0,6	-0,8	-0,1	0,2	0,2
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	-0,5
Construcción	-0,6	-0,3	-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	0,3	0,5	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2
Finanzas y empresas	2,4	1,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,6
Administración pública	1,8	1,1	0,4	0,3	0,2	0,0	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En cuanto a la situación actual y a las perspectivas a muy corto plazo, los indicadores de coyuntura de que se dispone siguen ofreciendo señales contradictorias. En general, sugieren que la recuperación de la actividad económica de la zona del euro, en términos reales, ha continuado en el año 2004, aunque a un ritmo más moderado. La información más reciente ha sido más alentadora, pues los datos de las últimas encuestas sobre la zona del euro presentan señales más favorables con respecto al principio del segundo trimestre.

Si bien estas señales positivas han de verse confirmadas por la evolución futura, respaldan las expectativas de que la gradual recuperación de la zona del euro continúe y se fortalezca. Las condiciones para tal recuperación existen. El crecimiento económico internacional continúa siendo sólido, lo que debería sustentar la expansión de las exportaciones de la zona del euro. El crecimiento de la demanda interna debería seguir beneficiándose de las favorables condiciones de financiación, de las mejoras en la eficiencia y en la rentabilidad de las empresas y del crecimiento de la renta real disponible. Al mismo tiempo, hay que tener en cuenta determinados riesgos e incertidumbres relativos a las recientes subidas del precio del petróleo y de otros productos básicos, a la persistencia de desequilibrios en el ámbito internacional y de un cierto nivel de incertidumbre en torno a la política fiscal y a las reformas estructurales en la zona del euro, que parece que han tenido un efecto moderador en la confianza de los consumidores.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro se apreció ligeramente en términos efectivos nominales entre finales de marzo y comienzos de mayo del 2004. Esta evolución reflejó, en buena medida, la apreciación de la moneda europea frente al yen japonés y la libra esterlina, que sólo en parte se vio compensada por su depreciación frente al dólar estadounidense.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

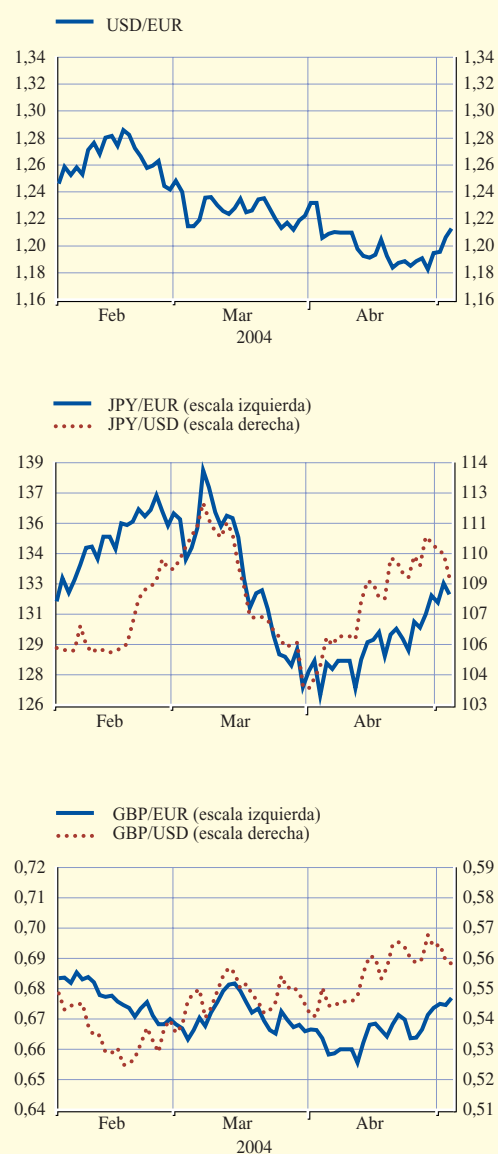
El euro se debilitó en abril frente al dólar estadounidense ante las evidencias de una consolidación de la recuperación económica en Estados Unidos (véase gráfico 25). La fortaleza de la divisa estadounidense durante este período fue relativamente generalizada y obedeció, básicamente, a la publicación en Estados Unidos de una serie de datos indicativos de la mejora de la situación del mercado de trabajo y de la mayor confianza de los consumidores, así como de la pujanza de las ventas al por menor. Al confirmar las favorables perspectivas económicas de ese país, estas evidencias también parecen haber reforzado las expectativas de los mercados acerca de unos rendimientos más elevados de los activos estadounidenses, lo que posiblemente haya proporcionado un impulso adicional a la cotización del dólar. Sin embargo, el euro repuntó a comienzos de mayo, recuperando unos niveles próximos a los existentes a finales de marzo. El comunicado del G7, difundido el 24 de abril, y la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, adoptada en su reunión del 4 de mayo, de mantener el tipo de interés de referencia de los fondos federales no parecen haber tenido un efecto apreciable en los mercados de divisas. El 5 de mayo, el euro cotizaba a 1,21 dólares, en torno a un 1% por debajo de su nivel a finales de marzo y un 7,2% por encima de la media del año 2003.

#### YEN JAPONÉS/EURO

Tras la acusada depreciación experimentada durante la segunda quincena de marzo, el euro se apreció frente al yen japonés en el período analizado (véase gráfico 25), al mismo tiempo que la moneda nipona perdía terreno frente al resto de las principales divisas. Este debilitamiento relativamente generalizado del yen se produjo pese a la consolidación de la recuperación económica en Japón. Los informes de mercado sugieren que esta evolución del yen podría haber venido asociada, al menos parcialmente, a compras netas de valores extranjeros por parte de inversores japoneses al comienzo del nuevo ejercicio fiscal de aquel país. El 5 de mayo, el euro cotizaba

Gráfico 25 Evolución de los tipos de cambio

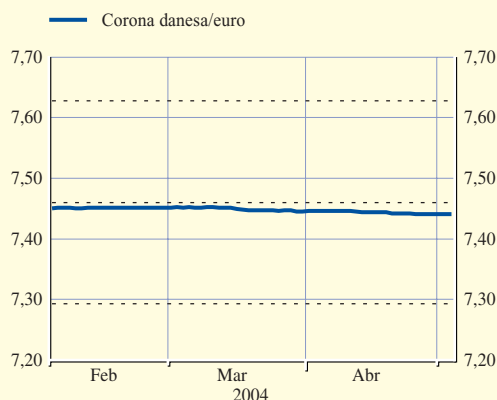
(datos diarios)



Fuente: BCE.

**Gráfico 26 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).

a 131,9 yenes, un 3,9% por encima de su nivel a finales de marzo y próximo a la media del año 2003.

#### LIBRA ESTERLINA/EURO

A comienzos de abril, el euro se depreció frente a la libra esterlina, puesto que los mercados parecen haber interpretado la publicación de datos indicativos de la solidez de la demanda y de las modestas presiones sobre los precios en el Reino Unido como una señal de que los rendimientos de los activos británicos podrían aumentar (véase gráfico 25). Sin embargo, más tarde en abril y a comienzos de mayo, el euro recuperó con creces sus anteriores pérdidas. El 5 de mayo, la moneda europea cotizaba a 0,68 libras esterlinas, un 1,7% por encima de su nivel a finales de marzo y un 2,2% por debajo de 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 26). Por lo que respecta a otras monedas europeas, el euro se depreció ligeramente frente al franco suizo y de un modo más acusado frente a las coronas sueca y noruega.

#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

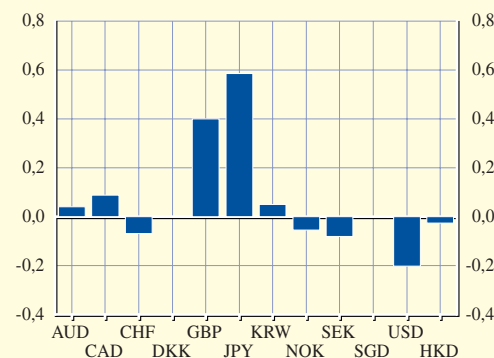
El 5 de mayo, el euro cotizaba, en términos efectivos nominales –medido frente a las monedas de doce de los principales socios comerciales de la zona del euro– con una leve apreciación frente al nivel registrado a finales de marzo y un 2,3% por encima de la cotización media del año 2003 (véase gráfico 27). El ligero fortalecimiento del euro en términos efectivos obedeció, fundamentalmente, a su apreciación frente al yen japonés y la libra esterlina, que sólo en parte se vio compensado por su debilitamiento frente al dólar estadounidense. En el recuadro 5 se analiza la evolución del TCE real entre el primer trimestre del 2002 y el primer trimestre del 2004, desde la perspectiva de la zona del euro y de cada país miembro.

**Gráfico 27 El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)



**Contribución a las variaciones de los TCE<sup>2)</sup>**  
31 mar 2004 a 5 may 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.

## Recuadro 5

**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DESDE LA PERSPECTIVA DE LA ZONA DEL EURO Y DE CADA PAÍS MIEMBRO**

En este recuadro se examinan las diferencias existentes entre la magnitud del aumento del tipo de cambio efectivo (TCE) real del euro y de los indicadores de competitividad nacional de cada uno de los distintos países integrantes de la zona del euro desde el 2002, así como la evolución dispar de los propios indicadores de competitividad en cada uno de los países de la zona. Estos indicadores utilizan el mismo marco metodológico que los TCE reales y se han diseñado para facilitar la comparación de la evolución de la competitividad internacional vía precios en cada una de las economías nacionales de la zona del euro<sup>1</sup>.

El análisis sugiere que el menor incremento de los indicadores de competitividad en comparación con el registrado por el tipo de cambio efectivo real desde el 2002 se debe a la inclusión del comercio dentro de la zona del euro en estos indicadores. La disparidad existente en las variaciones de los indicadores de competitividad de los distintos países de la zona obedece, principalmente, a tres factores: en primer lugar, la proporción del comercio fuera de la zona del euro difiere entre países; en segundo lugar, los diferenciales de inflación dentro de la zona afectan a la evolución de los indicadores de competitividad; y en tercer lugar, los patrones del comercio fuera de la zona del euro son diferentes en cada país.

En el transcurso de los dos últimos años, el euro ha experimentado una intensa apreciación frente a las monedas de sus principales socios comerciales. Esta apreciación de la moneda europea ha sido bastante acusada frente al dólar estadounidense (y frente a algunas monedas asiáticas vinculadas a él), pero menos importante frente al yen japonés, la libra esterlina y otras monedas europeas. En conjunto, esta evolución se tradujo en un aumento del TCE nominal del euro de casi un 20% entre el primer trimestre del 2002 y el primer trimestre del 2004. En términos reales –sobre la base del comportamiento de los precios de consumo relativos–, el TCE real del euro se incrementó más de un 21% durante el mismo período, como reflejo de las presiones deflacionistas en algunos socios comerciales asiáticos y de una moderada inflación en varios países industrializados. Esta apreciación puede interpretarse, en parte, como una recuperación desde niveles muy reducidos en relación con los promedios históricos. Aun así, ha dado lugar a una pérdida de competitividad internacional vía precios de las empresas de la zona del euro. Desde la perspectiva de cada país, los indicadores de competitividad nacional registraron un aumento menos pronunciado que el TCE real del euro. En la mayoría de los países, el incremento ascendió a menos de un 10% entre el primer trimestre del 2002 y el primer trimestre del 2004 (véase cuadro). Asimismo, las variaciones de los indicadores de competitividad durante este período fueron bastante dispares dentro de la zona del euro, oscilando entre el 4,6% de Austria y el 16,2% de Irlanda.

El mayor incremento del TCE real del euro frente al de los indicadores de competitividad de los países miembros cabe atribuirlo, básicamente, al hecho de que estos últimos incluyen el comercio dentro de la zona del euro. En consecuencia, una descomposición de cada indicador en dos subíndices (dentro y fuera de la zona del euro) facilita la comparación entre el TCE real del euro y los indicadores de competitividad nacionales. Los indicadores de competitividad de dentro de la zona del euro incluyen únicamente como competidores a los países de la zona, mientras que los de fuera de la zona sólo incluyen como competidores a doce importantes socios comerciales de la zona del euro. Dado que las fluctuaciones de los tipos de cambio entre los países de la zona del euro quedaron eliminadas con

1 Una información más detallada sobre el cálculo del tipo de cambio efectivo real del euro y de los indicadores de competitividad nacional puede encontrarse en Buldorini, L., S. Makrydakís, y C. Thimann, (2002), «The effective exchange rates of the euro», Occasional Paper n.º 2, BCE.

**Cuadro Variaciones de la competitividad medidas por los índices de competitividad nacionales y el TCE real de la zona del euro entre el primer trimestre del 2002 y el primer trimestre del 2004 I <sup>1), 2)</sup>**

(en porcentaje)

	TCE real del euro <sup>3)</sup>	Índice de competitividad de					
		Bélgica	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda
Total	-	5,9	7,3	8,3	8,5	8,8	16,2
Componente dentro de la zona	-	-1,0	-2,2	2,7	2,1	0,6	3,5
Componente fuera de la zona	21,3	19,5	19,0	23,0	24,5	22,9	24,7
<b>Pro memoria</b>							
<i>Proporción del comercio dentro de la zona del euro en el índice <sup>4)</sup></i>		64,4	53,2	69,6	68,9	60,9	38,8

	TCE real del euro <sup>3)</sup>	Índice de competitividad de					
		Italia	Luxemburgo	Países Bajos	Austria	Portugal	Finlandia
Total	-	9,7	7,1	8,6	4,6	6,7	7,3
Componente dentro de la zona	-	1,5	2,5	0,8	0,0	2,0	-1,2
Componente fuera de la zona	21,3	23,7	25,4	21,3	18,5	20,6	15,2
<b>Pro memoria</b>							
<i>Proporción del comercio dentro de la zona del euro en el índice <sup>4)</sup></i>		61,0	78,0	60,1	74,4	73,8	46,6

Fuente: Cálculos del BCE.

1) Una cifra negativa (positiva) indica un aumento (una disminución) de la competitividad vía precios.

2) La lectura del cuadro debe llevarse a cabo por columnas; por ejemplo, la competitividad vía precios de Alemania aumentó un 2,2% frente al resto de la zona del euro y se redujo un 19% frente al resto del mundo. En términos del comercio exterior total, la competitividad vía precios de Alemania disminuyó un 7,3%.

3) Se utiliza el TCE real del euro (deflactado por el IPC).

4) Las proporciones se calculan en términos del comercio total, es decir, incluidos los efectos de terceros mercados. Véase el cuadro IV.1. en Buldorini et al. (2002), que utiliza datos del comercio de manufacturas (media 1995-1997).

la introducción de la moneda única, el componente de dentro de la zona sólo varía de una forma muy gradual y en consonancia con los diferenciales de inflación entre los países que la integran. En consecuencia, el cuadro sugiere que las variaciones del componente de dentro de la zona del euro fueron bastante moderadas, mientras que la magnitud de las variaciones del componente de fuera de la zona se asemejó más, en general, al incremento del TCE real del euro. El índice de competitividad agregado de cada país es una media ponderada de los dos subíndices. Puesto que una parte sustancial del comercio exterior de cada uno de los países de la zona del euro tiene lugar dentro de la propia zona, las variaciones de los subíndices de dentro de la zona del euro han tenido un peso importante en la evolución de los índices de competitividad agregados.

Descendiendo a un mayor grado de detalle, la pérdida de competitividad nacional media, calculada con arreglo a los índices de competitividad agregados fue del 8,2% (en comparación con el 21,3% de la zona del euro). Aunque la variación de competitividad experimentada por la mayoría de los países se situó aproximadamente en torno a esta media, se ha observado una cierta disparidad en su evolución. En este contexto, las proporciones respectivas del comercio dentro y fuera de la zona del euro,

así como los diferenciales de inflación existentes entre los países de la zona son dos importantes factores que podrían justificar esta diversidad.

En concreto, los países con una elevada proporción de comercio dentro de la zona del euro y/o un diferencial de inflación negativo registraron un aumento relativamente menor de sus indicadores de competitividad (por ejemplo, Austria y Bélgica). Por el contrario, los países con una alta proporción de comercio fuera de la zona del euro y/o un diferencial de inflación positivo con respecto al resto de la zona experimentaron un incremento relativamente mayor de estos indicadores (por ejemplo, Irlanda e Italia). En cuanto al componente de dentro de la zona del euro, los diferenciales de inflación son el único motivo de disparidad, pudiendo ser reflejo, en parte, de un proceso de ajuste de las divergencias existentes entre las variables reales de los diversos países (tales como el crecimiento de la productividad)<sup>2</sup>. En consecuencia, los países con unas tasas de inflación relativamente altas experimentaron un aumento más acusado de sus indicadores de competitividad, mientras que en las economías con tasas de inflación más moderadas los incrementos de sus indicadores de competitividad fueron más reducidos. Por último, la estructura comercial de los países de la zona del euro afectó a la disparidad de la evolución de los distintos indicadores de competitividad, como puede observarse en el componente de fuera de la zona del euro de estos índices. La intensa apreciación del euro frente al dólar estadounidense y a algunas monedas asiáticas en el transcurso de los dos últimos años se ha traducido en un mayor incremento de los indicadores de competitividad de fuera de la zona del euro correspondientes a los países más expuestos al comercio con Estados Unidos y con las economías asiáticas. Por ejemplo, este factor explica, en parte, el aumento relativamente superior del índice de competitividad irlandés, ya que los lazos comerciales de Irlanda con Estados Unidos son mucho más fuertes que los del conjunto de la zona del euro. En contraste, el crecimiento más moderado de los índices de competitividad de, por ejemplo, Portugal y Austria viene parcialmente explicado por la menor exposición relativa de estos países al comercio con Estados Unidos, en comparación con la del conjunto de la zona del euro.

En resumen, la comparación entre los índices de competitividad agregados y el TCE real de la zona del euro sugiere que la moneda única ha contribuido a atenuar los efectos de las fluctuaciones pronunciadas de los tipos de cambio en la competitividad de los países miembros de la zona.

2 Véase una discusión exhaustiva sobre los diferenciales de inflación en la zona del euro en «Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», BCE, septiembre del 2003.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

*El superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro aumentó en febrero del 2004 con respecto al observado en el mes anterior. Esta evolución fue reflejo, básicamente, de una reducción del déficit de la balanza de rentas, que se vio compensada, sólo en parte, por la disminución de los superávits de las balanzas de bienes y de servicios. Aunque las exportaciones de bienes continuaron aumentando en febrero, en consonancia con una vigorosa demanda exterior, las importaciones crecieron a un ritmo superior, lo que explica la reducción del superávit de la balanza de bienes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró unas entradas netas como resultado de los flujos netos de entrada que arrojaron las rúbricas de inversiones directas y de valores distintos de acciones.*

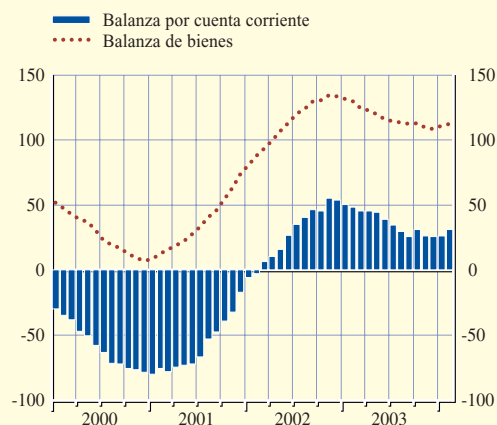
### CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro registró un superávit de 5,4 mm de euros en febrero del 2004 (que corresponde a un superávit de 5,8% mm de euros en cifras sin desestacionalizar). Este saldo es consecuencia de los superávits contabilizados tanto en la balanza de bienes como en la de servicios, que se vieron compensados, en parte, por los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes (véase el cuadro 7.1 en la sección «Estadísticas de la zona del euro»).



**Gráfico 28 Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro**

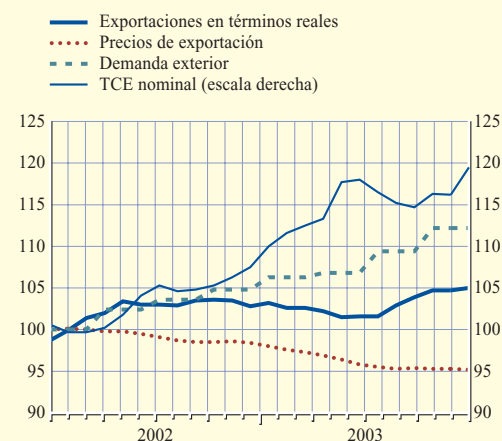
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados; saldos acumulados de 12 meses)



Fuente: BCE.

**Gráfico 29 Exportaciones fuera de la zona del euro y sus determinantes**

(índice: 2002 I = 100; medias móviles de tres meses)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: La periodicidad de los datos de demanda exterior es trimestral y las cifras correspondientes a 2003 IV son estimaciones. Los datos de las exportaciones en términos reales y de los precios de exportación están desestacionalizados.

En comparación con los datos revisados de enero del 2004, el superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada se incrementó en 1,7 mm de euros en febrero del presente año, principalmente como resultado de una reducción por importe de 3,1 mm de euros del déficit de la balanza de rentas. Esta evolución se vio compensada, en parte, por la disminución de los superávits de las balanzas de bienes y de servicios, al tiempo que el déficit de la balanza de transferencias corrientes apenas experimentaba variaciones. La reducción del déficit de la balanza de bienes obedeció al mayor ritmo de crecimiento de las importaciones frente al de las exportaciones durante el período analizado. Descendiendo a un mayor grado de detalle, las exportaciones de bienes en términos nominales aumentaron, en tasa intermensual, un 0,7% en febrero, tras el incremento intermensual del 2,7% observado en enero. Esta evolución tiende a confirmar la continuidad en los primeros meses del 2004 de la recuperación de las exportaciones de bienes de la zona del euro, iniciada durante el segundo semestre del pasado año. Tras un pronunciado repunte en el último trimestre del 2003, prosiguió el fuerte crecimiento de las importaciones de bienes a principios del 2004 (1,5% en febrero).

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro hasta febrero del 2004 ascendió a 31,1 mm de euros, es decir, en torno a un 0,4% del PIB, frente a los 48,3 mm de euros contabilizados un año antes (véase gráfico 28). Esta evolución fue principalmente el resultado del descenso registrado en el superávit de la balanza de bienes, como reflejo de una disminución (de un 2,3%) de las exportaciones en términos nominales, ya que la recuperación observada a partir del tercer trimestre del 2003 no ha logrado compensar por entero la caída precedente. El incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes se vio compensado por la reducción del déficit de la balanza de rentas, mientras que el superávit de la balanza de servicios prácticamente no experimentó variaciones.

La descomposición de los datos sobre flujos comerciales en cifras reales y precios, según las estadísticas de comercio exterior de Eurostat hasta diciembre del 2003, muestra que el aumento de las exportaciones en términos nominales durante el segundo semestre del 2003 parece ser atribuible en gran medida a unas crecientes cifras de exportaciones en términos reales. Esta evolución concuerda con el fortalecimiento de la demanda exterior observado durante el citado período. Al mismo tiempo, los precios de exportación expresados en euros sólo disminuyeron de forma leve, en contraste con las caídas más acusadas

registradas desde el inicio de la fase de apreciación del euro en el segundo trimestre del 2002 (véase gráfico 29). En lo que respecta a las importaciones, el aumento de las cifras de bienes importados en términos nominales registrado en el último trimestre del 2003 obedeció, principalmente, a un incremento de las importaciones en términos reales, ya que los precios de importación apenas experimentaron cambios. Las mayores cifras de importaciones en términos reales están en consonancia con la recuperación gradual de la demanda interna actualmente en curso, especialmente de las categorías de gasto intensivas en importaciones. Al mismo tiempo, tras la estabilidad general observada en los precios de importación se han venido ocultado fluctuaciones dispares de sus componentes básicos, mientras que la caída de los precios de las importaciones de bienes manufacturados se vio compensada por la subida de los precios de las materias primas.

#### CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró unas entradas netas por importe de 12,2 mm de euros en febrero del 2004. Esta cifra fue reflejo de las entradas netas tanto en inversiones directas (7,8 mm de euros) como en valores distintos de acciones (4,4 mm de euros), dado que los flujos netos de inversiones de cartera en acciones y participaciones alcanzaron un equilibrio.

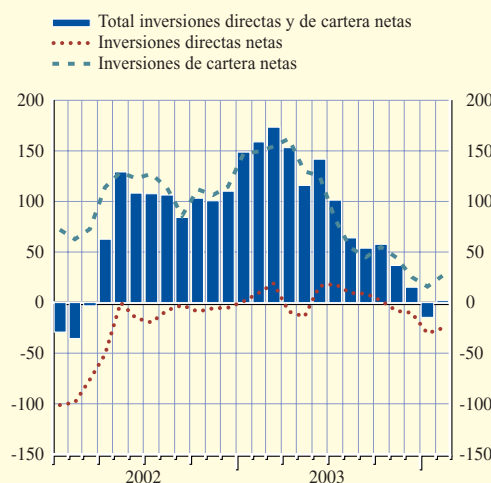
La evolución de las inversiones directas vino principalmente determinada por la rúbrica de «otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)», ya que las empresas no residentes incrementaron los préstamos a sus filiales de la zona del euro. En lo que respecta a las inversiones de cartera, las entradas netas registradas en esta rúbrica fueron resultado de las adquisiciones netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes en la zona, que superaron a las compras netas de valores distintos de acciones en el exterior llevadas a cabo por residentes.

La rúbrica de «otras inversiones» arrojó unas salidas netas por importe de 11,5 mm de euros, como consecuencia, fundamentalmente, de un incremento neto de los activos exteriores a largo plazo de las instituciones financieras monetarias de la zona del euro, excluido el Eurosistema.

Desde una perspectiva a más largo plazo, en el período de doce meses transcurrido hasta febrero del 2004, los flujos agregados de inversiones directas y de cartera se mantuvieron, por lo general, en equilibrio, frente a las entradas netas acumuladas de 159,1 mm de euros contabilizadas un año antes. Esta evolución fue resultado, principalmente, de una fuerte caída de las entradas netas registradas en la rúbrica de inversiones de cartera (véase gráfico 30). Buena parte de esta variación reflejó un aumento de las adquisiciones netas de valores en el exterior por parte de residentes en la zona del euro, tanto de acciones y participaciones (por importe de 74,8 mm de euros) como de valores distintos de acciones (por valor de 56,8 mm de euros). La inversión de no residentes en valores de la zona del euro se mantuvo a unos niveles básicamente similares durante este período, si bien en la rúbrica de valores distintos de acciones se produjeron desplazamientos desde instrumentos del mercado monetario hacia instrumentos a plazos más largos (bonos y obligaciones).

**Gráfico 30 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.

La reducción de la incertidumbre geopolítica y la mejora de las perspectivas económicas internacionales a partir del segundo semestre del 2003 podrían ser unos factores explicativos de la mencionada dinámica de las inversiones de cartera. Las expectativas implícitas de una mayor rentabilidad empresarial en otras partes del mundo, en un contexto de bajos tipos de interés, parecen haber inducido en los inversores de la zona del euro una menor aversión al riesgo, incentivando sus compras de acciones y participaciones en el exterior. Al mismo tiempo, consideraciones relativas al rendimiento podrían haber justificado, en parte, el mayor interés manifestado por los inversores extranjeros en la adquisición de bonos y obligaciones de la zona del euro.

### REVISIÓN DE LOS DATOS

Además de los datos mensuales correspondientes a febrero del 2004, recientemente se han publicado datos revisados de las estadísticas de balanza de pagos para los años 2001, 2002 y 2003, así como desgloses adicionales relativos al cuarto trimestre del 2003 (para más detalles, véase el cuadro 7.1 en la sección «Estadísticas de la zona del euro»).

Como resultado de estas revisiones, ha aumentado el déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en el 2001 (de 14,5 mm de euros a 16,7 mm de euros), mientras que han disminuido los superávits correspondientes a los años 2002 y 2003 (de 67 mm a 54,5 mm de euros y de 28,5 mm a 26,1 mm de euros, respectivamente). La principal revisión estuvo relacionada con los ingresos procedentes de las inversiones directas en el 2002.

En la cuenta financiera, las principales modificaciones consistieron en descensos de las salidas netas de inversiones directas extranjeras en el 2002 (de 41,5 mm de euros a 4,7 mm de euros) y en el 2003 (de 19,5 mm de euros a 9,9 mm de euros). Esta evolución obedeció, sobre todo, a la revisión de las estimaciones de las operaciones con acciones y participaciones y con beneficios reinvertidos por parte del sector de instituciones distintas de IFM. En general, estas revisiones redujeron considerablemente los errores y omisiones de los datos de los años 2002 y 2003.

## ARTÍCULOS

# LA ECONOMÍA DE LA UE TRAS LA ADHESIÓN DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS

*El 1 de mayo de 2004, la Unión Europea (UE) acogió a diez nuevos países en lo que constituyó la mayor ampliación desde su creación. Sin embargo, en comparación con las ampliaciones anteriores, el peso económico de los nuevos Estados miembros es relativamente reducido, por lo que, en términos estadísticos, las características macroeconómicas de la UE en su conjunto no han variado de forma significativa. En efecto, los cambios más notables han sido el aumento de la población total en un 20% y el crecimiento del PIB total en un 5%. Desde una perspectiva a más largo plazo, la ampliación contribuirá, probablemente, de manera positiva al crecimiento económico y al bienestar del conjunto de la UE. Al extender el alcance de las «cuatro libertades» (libertad de circulación de bienes, servicios, capitales y trabajadores), la ampliación del mercado único debería fomentar la competencia y generar economías de escala. No obstante, el grado y la velocidad con los que estos efectos se materializarán dependerán de varios factores, tales como las políticas económicas que se lleven a cabo en los antiguos y en los nuevos Estados miembros.*

*En el presente artículo se analizan algunas de las principales características macroeconómicas de la UE ampliada. Por otro lado, se consideran las posibles implicaciones a largo plazo de la ampliación para el crecimiento económico y el bienestar, prestando especial atención a los aspectos relacionados con las «cuatro libertades» del mercado único.*

## I INTRODUCCIÓN

El 1 de mayo de 2004, tras varios años de extensos preparativos, diez países de Europa central y oriental y de la cuenca mediterránea (Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y República Checa) se incorporaron a la UE. La adhesión de estos nuevos países abre nuevas oportunidades para el comercio y la inversión tanto para los antiguos como para los nuevos Estados miembros. En el presente artículo se examinan algunas implicaciones económicas de la ampliación de la UE.

En la segunda sección se analizan algunas de las principales características macroeconómicas de la UE, antes y después de la adhesión de los nuevos Estados miembros, comparándolas con Estados Unidos y Japón. En la tercera sección se estudian las implicaciones de la ampliación para el crecimiento económico y el bienestar de la UE. Dado que una evaluación exhaustiva de las implicaciones económicas de la ampliación excede al ámbito de este artículo, se van a tratar únicamente algunos aspectos relacionados con las «cuatro libertades» del mercado único, dejando aparte otras implicaciones de la ampliación, como la incidencia sobre los fondos estructurales y de cohesión de la UE y sobre la política agrícola común.

## 2 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS MACROECONÓMICAS DE LA UE TRAS LA INTEGRACIÓN DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS

La ampliación de la UE para incluir a diez países de la Europa central y oriental y de la cuenca mediterránea no supone cambios fundamentales en las principales características de la economía de la UE, debido a que el peso económico de los nuevos Estados miembros es relativamente reducido. Sin embargo, se ha acentuado la diversidad económica dentro de la UE, ya que las características institucionales y estructurales de los nuevos Estados miembros difieren todavía, en muchos aspectos, de las de los antiguos Estados miembros. En el corto plazo, la adhesión de los nuevos países supondrá, en términos estadísticos, un crecimiento del PIB real de la UE, dado que el crecimiento del producto de los nuevos Estados miembros es mayor que el de la UE 15. En el cuadro se presentan algunas de las principales características macroeconómicas de la UE de 25 miembros (en comparación con la UE de 15 miembros, y también con Estados Unidos y Japón), utilizando los últimos datos disponibles procedentes de varias fuentes. En algunos casos, para poder comparar los datos de la UE 15, la UE 25, Estados Unidos y Japón, se han convertido los datos nacionales a una moneda común, utilizando los tipos de cam-

**Cuadro Principales características de la economía de la UE tras la adhesión de los nuevos Estados miembros**

	Período considerado	Unidad	EU 15	EU 25	Estados Unidos	Japón
Población <sup>1)</sup>	2004	millones	380,8	454,9	291,4	127,7
PIB (porcentaje del PIB mundial) <sup>2)</sup>	2002	%	26,8	28,1	32,5	12,3
PIB	2002	€ mm	9.172	9.615	10.980	4.235
	2002	PPA miles	8.921	9.741	9.422	3.067
PIB per cápita	2002	€ miles	24,0	21,1	37,7	33,2
	2002	PPA miles	23,3	21,4	32,7	24,1
Productividad del trabajo por persona empleada	2002	Índice PPA UE 15 = 100	100	92,8	118,9	87,9
Exportaciones de bienes	2002	% del PIB	10,9	9,5	6,5	9,9
Importaciones de bienes	2002	% del PIB	10,8	9,8	11,1	7,6
Sectores de producción <sup>3)</sup>						
Agricultura, pesca y silvicultura	2002	% del PIB	2,0	2,1	1,3	1,3
Industria (incluida construcción)	2002	% del PIB	27,0	27,2	21,6	29,1
Servicios	2002	% del PIB	71,0	70,7	77,1	69,6
Gasto público en educación	2000	% del PIB	4,9	4,9	4,8	3,6
Gasto en I+D	2001	% del PIB	2,0	1,9	2,7	3,1
Tasa de paro	2003	%	8,0	9,0	6,0	5,3
Tasa de actividad <sup>4)</sup>	2002	%	69,6	68,9	76,6	75,7
Tasa de ocupación <sup>5)</sup>	2002	%	64,3	62,9	71,2	65,2
Administraciones Públicas <sup>6)</sup>						
Superávit (+) o déficit (-)	2002	% del PIB	-2,0	-2,1	-3,4	-6,1
Gastos	2002	% del PIB	48,0	48,0	32,4	38,7
Ingresos	2002	% del PIB	46,0	45,9	29,0	32,6
Deuda bruta	2002	% del PIB	62,5	61,5	45,7	134,6
Depósitos bancarios <sup>7)</sup>	2002	% del PIB	81,5	80,1	44,0	118,8
Saldo de préstamos al sector privado <sup>8)</sup>	2002	% del PIB	97,1	94,2	51,2	101,0
Capitalización bursátil	2002	% del PIB	57,8	55,9	94,7	46,8

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, FMI, BPI, BCE, Federación Mundial del Bolsas de Valores, Banco de Japón y Reserva Federal de Estados Unidos.

1) 1 de enero de 2004; Japón: 1 de abril de 2004.

2) Los porcentajes del PIB se basan en los PIB nacionales, expresados en dólares de Estados Unidos a los tipos de cambio vigentes.

3) Basado en el valor añadido bruto a precios corrientes.

4) Definida como la población activa en relación con la población en edad de trabajar (edades comprendidas entre 15 y 64 años).

5) Definida como el número de personas empleadas en relación con la población en edad de trabajar (edades comprendidas entre 15 y 64 años; en Japón, entre 15 y 70 años).

6) Ingresos, gastos y déficit basados en el SEC 95. La deuda bruta se calcula según se define en el procedimiento de déficit excesivo. Japón: datos de 2001.

7) UE 15 y UE 25: total de depósitos en IFM; Estados Unidos: depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos de ahorro en entidades bancarias; Japón: depósitos a la vista y depósitos a plazo en entidades de depósito.

8) UE 15 y UE 25: préstamos de IFM a residentes distintos de las Administraciones Públicas; Estados Unidos: préstamos de entidades de crédito, cajas de ahorro y cooperativas de crédito; Japón: préstamos al sector privado.

bio nominales medios correspondientes al período considerado, salvo indicación en contrario.

menos de dos tercios y un tercio, respectivamente, de la población de la UE 25.

### POBLACIÓN Y ACTIVIDAD ECONÓMICA

Tras la última ampliación, la población de la UE se ha incrementado en, aproximadamente, un 20%, hasta alcanzar un total de 455 millones de habitantes. En términos de población se trata de la mayor ampliación desde la creación de la UE en 1957 (denominada entonces Comunidad Económica Europea), lo que ha convertido a la UE 25 en la mayor entidad económica de todos los países industrializados. En comparación con las poblaciones de Estados Unidos y Japón, éstas representan

La actividad económica de los países que integran la UE 25, medida por el PIB, se situaba ligeramente por encima de 9.600 mm de euros en el año 2002. De esta cifra, aplicando los tipos de cambio vigentes, se calcula que el 4,8% correspondía a los nuevos Estados miembros. Sin embargo, desde una perspectiva histórica, la magnitud económica de esta ampliación es relativamente limitada. Como ejemplo, la adhesión de España y Portugal a la Comunidad Europea en 1986 (constituida entonces por diez países) elevó el PIB total de la UE en algo

más del 8%. Igualmente, la ampliación de Austria, Finlandia y Suecia en 1995 incrementó el PIB total en algo más del 7%. Teniendo en cuenta los datos del PIB y de los tipos de cambio vigentes en el 2002, la adhesión de los nuevos Estados miembros supondría un aumento de la participación de la UE en el PIB mundial del 26,8% al 28,1%. No obstante, como estas comparaciones internacionales se ven fuertemente influidas por la evolución de los tipos de cambio, para salvar este obstáculo se puede efectuar la comparación sobre la base de la paridad del poder adquisitivo (PPA). La PPA es un tipo de conversión de las monedas que permite convertir unos indicadores económicos expresados en una moneda nacional a una moneda común artificial que iguala el poder adquisitivo de las distintas monedas nacionales. En términos de PPA, la última ampliación eleva en un 9,2% el PIB de la UE, con lo que la economía de la UE 25 supera en tamaño a la economía estadounidense.

Dado que los nuevos Estados miembros tienen una población relativamente numerosa en relación con su nivel de actividad económica, su adhesión hace descender el nivel medio del PIB per cápita de la UE. Sin embargo, en términos de PPA, el nivel medio del PIB per cápita de los nuevos países es más alto que el obtenido a partir de los tipos de cambio vigentes, ya que el nivel de precios de estos países es inferior al de la UE 15. Así pues, en términos de PPA, el descenso del PIB per cápita de la UE asociado a la adhesión de los nuevos Estados miembros es menos pronunciado. En comparación con Estados Unidos y Japón, el PIB per cápita de la UE 25 es relativamente bajo, si bien la diferencia en relación con Japón es mucho más reducida en términos de PPA (siempre con datos del año 2002).

### POSICIÓN EXTERIOR

Las principales características de la UE descritas en esta sección se presentan, por lo general, como media ponderada de las de los distintos Estados miembros, con una excepción en cuanto al comercio exterior. Tras la ampliación, el comercio entre la UE 15 y los nuevos Estados miembros y entre estos Estados pasa a ser comercio intracomunitario, motivo por el que ya no figura como comercio internacional en el cuadro anterior. Por el contra-

rio, el comercio entre los nuevos Estados miembros y el resto del mundo, excluidos los países de la UE 15, aparece ahora como comercio extracomunitario, es decir, con países no pertenecientes a la UE 25. La adhesión de los nuevos Estados reduce ligeramente la apertura comercial de la UE, dado que el comercio de la UE 15 con los nuevos miembros es de mayor magnitud que el comercio de éstos con países no pertenecientes a la UE 15. Según datos del año 2002, el incremento de las exportaciones de bienes representó el 9,5% del PIB de la UE, en comparación con el 6,5% y el 9,9% del PIB en Estados Unidos y en Japón, respectivamente.

### ESTRUCTURA DE LA PRODUCCIÓN

La estructura de la producción de los nuevos Estados miembros se caracteriza por una participación en el PIB, con respecto a la media de los países de la UE 15, ligeramente mayor para la agricultura y la industria y levemente menor para el sector servicios. Por consiguiente, la adhesión de estos países no ha producido variaciones significativas en la participación de estos grandes sectores en el PIB de la UE. Las diferencias sectoriales en relación con la UE 15 tienden a ser más acusadas en términos de distribución del empleo entre estos sectores. Los nuevos Estados miembros presentan notables diferencias en lo relativo a la participación sectorial y a la distribución del empleo. Esta diversidad es incluso más pronunciada dentro de los grandes sectores de la industria y los servicios. En comparación con Estados Unidos y Japón, el sector agrícola de la UE es relativamente importante, el sector industrial es mayor que el de Estados Unidos pero menor que el de Japón, y el sector servicios es mayor que el de Japón pero menor que el de Estados Unidos.

### MERCADO DE TRABAJO

Dado que la tasa media de paro es más alta en los nuevos Estados miembros que en los países de la UE 15, la adhesión de estos países ha elevado ligeramente la tasa media de paro de la UE 25. Pese a la disminución observada a finales de la década de los noventa, el desempleo sigue siendo mayor en la UE 15 y en la UE 25 que en Estados Unidos y Japón. Durante la pasada década, en los nuevos Estados miembros de Europa central y oriental, las tasas de paro han aumentado, y las diferencias

regionales en cuanto al desempleo se han acentuado, debido a los ajustes estructurales que se han llevado a cabo durante la transición hacia una economía de mercado. Con todo, las perspectivas de empleo podrían mejorar en los próximos años, ya que los recortes de plantilla originados por el proceso de reestructuración empresarial podrían llegar a su fin. En el largo plazo, el proceso de convergencia de los nuevos Estados miembros, en términos de PIB per cápita, podría contribuir, asimismo, a potenciar unas tendencias más favorables en el empleo y a reducir el paro.

La adhesión de los nuevos Estados miembros rebaja la tasa de ocupación de la UE en 1,4 puntos porcentuales, hasta situarla en el 62,9%. El desglose de la tasa de ocupación de los nuevos Estados miembros sugiere que la tasa de actividad de los hombres es considerablemente inferior a la registrada en los países de la UE 15, mientras que la diferencia es menos acusada para las mujeres. La tasa de ocupación de las personas de mayor edad (entre 55 y 64 años) es también sensiblemente inferior en los nuevos Estados miembros que en la UE 15. Por lo tanto, será preciso realizar un esfuerzo aún mayor, tanto en los antiguos como en los nuevos Estados miembros, para alcanzar el objetivo de empleo del 70% en el 2010 establecido en Lisboa. En comparación con Estados Unidos y Japón, la tasa de actividad de la UE es baja. La combinación de una menor tasa de actividad y una mayor tasa de paro en la UE se refleja en una tasa de ocupación inferior a la de Estados Unidos y Japón.

#### **SITUACIÓN PRESUPUESTARIA Y TAMAÑO DEL SECTOR PÚBLICO**

La adhesión de los nuevos Estados miembros no altera sustancialmente el déficit público de la UE como media ponderada, pese a que estos Estados tienen, por lo general, un déficit público elevado. La participación del gasto y de los ingresos públicos en el PIB es ligeramente inferior en los nuevos países de la UE, por lo que desciende ligeramente la participación del sector de las Administraciones Públicas en la UE 25, en comparación con la UE 15. Ya que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de los nuevos Estados miembros es, generalmente, muy inferior a la de los antiguos países miembros, la ratio media de deuda de la UE

en relación con el PIB ha disminuido levemente tras la ampliación.

El déficit de las Administraciones Públicas, que se situaba en el 2,1% en la UE 25 en el 2002, fue inferior al de Estados Unidos y de Japón. En el citado año, el sector de las Administraciones Públicas tuvo una mayor participación en la economía de la UE 25, donde la ratio de gasto fue del 48% y la de ingresos se situó próxima al 46%, que en Estados Unidos y Japón. En Estados Unidos, dicho sector representó algo más del 32% del PIB, en términos de gasto, y el 29% del PIB, en términos de ingresos. Japón registró un abultado déficit público, con un gasto público de casi el 39% del PIB y unos ingresos públicos ligeramente por debajo del 33%. La acumulación de déficit públicos en el pasado se refleja en ratios de deuda pública de la UE comparables a las de Estados Unidos y notablemente inferiores a las de Japón.

#### **ESTRUCTURA FINANCIERA**

La adhesión de los nuevos Estados miembros no implica cambios significativos en la estructura financiera de la UE en su conjunto. Aunque la intermediación financiera es relativamente modesta en la mayor parte de los nuevos países y se centra más en las entidades de crédito que en la UE 15, la ampliación no afecta de forma importante al agregado de la UE, dado el tamaño relativamente reducido de los sectores financieros de la mayoría de los nuevos Estados miembros. Los mercados financieros de estos países están, en general, menos desarrollados que los de la UE 15. En comparación con Estados Unidos, el sector financiero de la UE sigue estando más orientado hacia el sector bancario, mientras que los mercados bursátiles desempeñan un papel menos preponderante en la intermediación financiera. En relación con Japón ocurre lo contrario.

### **3 LA INCIDENCIA DE LA AMPLIACIÓN DE LA UE EN EL CRECIMIENTO Y EL BIENESTAR**

En la sección anterior se analizó el impacto estadístico de la adhesión de los nuevos Estados miembros con relación a una serie de agregados macroeconómicos de la UE. Además de este impacto,

la ampliación de la UE afecta también a los incentivos y a los impedimentos para la circulación de bienes, servicios, capitales y trabajadores entre la UE 15 y los nuevos Estados miembros. Aunque estos países alcanzaron antes de la ampliación un alto grado de integración económica con la UE 15, cuyos efectos ya son visibles, es probable que se produzcan nuevos efectos después de la ampliación. Sin embargo, el grado y la velocidad con los que estos efectos se materializarán dependerán de varios factores, como la evolución económica y las políticas futuras de los Estados miembros. En esta sección se examinan algunos de los cauces a través de los cuales la ampliación podría afectar, en el largo plazo, al crecimiento económico y al bienestar, prestando especial atención a las «cuatro libertades» del mercado único.

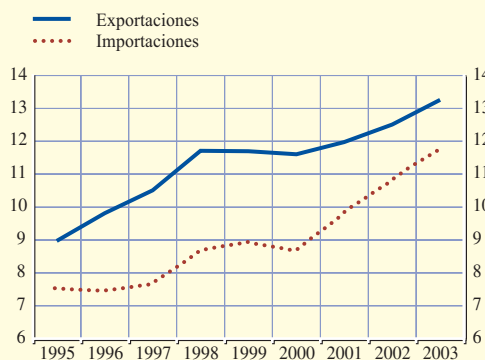
Los estudios realizados sugieren, en general, que los efectos de la integración tras la ampliación generarán, con toda probabilidad, beneficios económicos tanto para la UE 15 como para los nuevos Estados miembros, siempre que se apliquen políticas económicas adecuadas en los distintos países. Las estimaciones de los beneficios que pueden derivarse de la ampliación, en términos de aumentos acumulados del PIB, son generalmente positivas, aunque bastante reducidas, para el conjunto de la UE 15, y mucho más favorables para los nuevos Estados miembros, debido al tamaño relativamente pequeño de éstos<sup>1</sup>. Además, los avances realizados por los nuevos Estados miembros en el proceso de convergencia nominal (incluido un descenso de la inflación) pueden ayudar a acelerar este proceso en términos reales, tal y como demostró la experiencia observada en algunos países de la UE durante la década de los noventa. Los beneficios de la ampliación no se distribuirán de manera uniforme entre países, regiones y sectores. Por ejemplo, algunos sectores económicos podrían beneficiarse más que otros, debido a una mayor demanda de sus productos por parte de los nuevos Estados miembros, mientras que otros podrían tener que hacer frente a una mayor competencia por parte de los proveedores de estos nuevos países.

## COMERCIO Y COMPETENCIA

Según la teoría tradicional relativa al comercio internacional, la integración económica tiene dos

**Gráfico | Comercio de la UE 15 con los nuevos Estados miembros**

(en porcentaje del comercio total fuera de la UE 15)



Fuente: Eurostat.

efectos generales sobre la estructura del comercio. La creación de intercambios comerciales se produce cuando la integración económica conduce al desplazamiento del comercio desde un productor de alto coste a otro de bajo coste, lo que incrementa el volumen de intercambios entre los países. La desviación del comercio tiene lugar cuando se favorece el comercio entre países pertenecientes a una zona de libre cambio, a costa de productores de bajo coste radicados fuera de dicha zona.

La aplicación de los denominados Acuerdos Europeos ha supuesto un aumento significativo del comercio. Estos acuerdos bilaterales entre la UE 15 y los actuales nuevos Estados miembros, celebrados a comienzos y mediados de la década de los noventa, establecieron una zona de libre cambio para numerosos productos industriales, mediante la eliminación de los aranceles y de las restricciones cuantitativas. Como consecuencia de estos acuerdos y de los profundos cambios estructurales que tuvieron lugar en los nuevos Estados miembros, el comercio de la UE con este grupo de países creció con relativo vigor durante la década de los noventa, con lo que los nuevos Estados miembros, como grupo, se convirtieron en el prin-

<sup>1</sup> Se trata de estimaciones muy imprecisas que sólo dan una idea de la magnitud de los posibles efectos. Para más información sobre las economías de los nuevos Estados miembros, véase el artículo titulado «Las economías de los países adherentes en el umbral de la UE» en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2004.



cial socio comercial de los países de la UE 15 (véase gráfico 1). Aunque los Acuerdos Europeos supusieron la abolición de las barreras formales (aranceles y restricciones cuantitativas) al comercio de productos industriales, siguieron existiendo hasta la ampliación restricciones sobre los productos agrícolas y sobre otros productos considerados sensibles (sustancias químicas, textiles y artículos de vestir, calzado, productos siderúrgicos y muebles). La adhesión a la UE ha liberalizado también, de forma definitiva e irreversible, el comercio de estos productos entre los antiguos y los nuevos Estados miembros.

Además de los efectos de la integración descritos anteriormente, la ampliación del mercado único ha incrementado la competencia y favorecido las economías de escala. La competencia aumentará, probablemente, como resultado del mayor número de proveedores que la adhesión de los nuevos Estados miembros ha introducido en el mercado único, cuya ampliación podrá favorecer las economías de escala, al ofrecer un mercado de mayor tamaño a los proveedores. Un incremento de la competencia y de las economías de escala debería rebajar los precios y elevar la productividad, contribuyendo así al alza de la tasa de crecimiento potencial. Además, la ampliación del mercado único debería proporcionar una gama más extensa y variada de productos, tanto a los consumidores como a los productores.

El alcance del aumento de la competencia y de las economías de escala se ve reforzado por la reducción de las llamadas barreras técnicas al comercio existentes antes de la ampliación. Estas barreras pueden surgir como consecuencia de diferencias en las regulaciones en materia de sanidad, seguridad, medio ambiente y protección del consumidor a las que están sometidos los productos en cada país. El mercado único tiene por objeto la abolición de estas barreras técnicas entre los Estados miembros, a través del principio de armonización y reconocimiento mutuo de la normativa de cada uno de estos Estados. Aunque algunas barreras técnicas se eliminaron en el momento en que los países adoptaron el acervo comunitario durante el período previo a la adhesión a la UE, la abolición de las barreras restantes tras la ampliación ha teni-

do, probablemente, un efecto positivo adicional sobre los flujos comerciales. La magnitud de este efecto dependerá de la implantación efectiva del mercado único, incluida la plena transposición de las Directivas de la UE a la legislación nacional de los antiguos y de los nuevos Estados miembros.

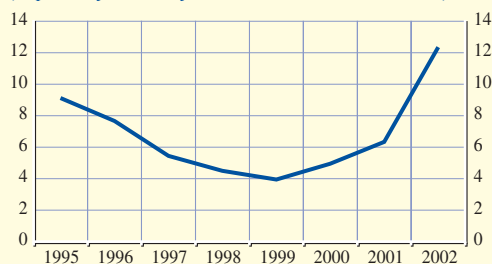
### **FLUJOS DE CAPITALES Y TRABAJADORES**

Según la teoría económica, la libre circulación de capitales entre los antiguos y los nuevos Estados miembros debería propiciar un flujo de capitales desde los países de la UE 15, en los que el volumen de capital es relativamente abundante hacia los nuevos Estados miembros, donde existe una menor disponibilidad de capital y el rendimiento marginal del capital es mayor. Por el contrario, los flujos de trabajadores se producirán, probablemente, desde los nuevos Estados miembros hacia los países de la UE 15, en los que el rendimiento marginal del trabajo (es decir, los ingresos) es más elevado. De acuerdo con este planteamiento teórico, la libre circulación de capitales y de trabajadores debería contribuir a potenciar el crecimiento de la UE en su conjunto, como resultado del desplazamiento de los factores de producción hacia los centros de mayor productividad. Sin embargo, se trata de un planteamiento muy simplificado, ya que, por ejemplo, los flujos migratorios se ven también influidos por otros factores como la tasa de ocupación en el país de origen y en el país de destino, la distancia geográfica y las diferencias culturales y de idiomas entre los distintos países.

Los nuevos Estados miembros liberalizaron, en gran medida, los movimientos de capitales a comienzos del proceso de transición, anticipándose a las obligaciones que se derivarían de su adhesión a la UE. La inversión directa extranjera (IDE) representa la mayor parte del total de los flujos netos de capital privado recibidos por los nuevos miembros, lo que refleja el papel de la IDE como fuente de financiación en el proceso de privatización. Los flujos de IDE desde los países de la UE 15 hacia los nuevos Estados miembros ha aumentado en los últimos años como consecuencia de la perspectiva de integración de estos Estados en la UE (véase gráfico 2). Más concretamente, algunas empresas de los antiguos Estados miembros han tendido a desplazar las partes in-

**Gráfico 2** Flujos de IDE desde la UE 15  
a los nuevos Estados miembros

(en porcentaje de los flujos totales de IDE fuera de la UE 15)



Fuente: Eurostat.

tensivas en trabajo de sus cadenas de producción hacia los nuevos países miembros. Las perspectivas de flujos de IDE dependerán de varios elementos, como los precios de los factores, los costes de transporte y la regulación de los mercados de trabajo y de productos en las economías en cuestión. Por un lado, se espera que la disminución de los riesgos asociados a la incorporación a la UE contribuya a fomentar los flujos de IDE hacia los nuevos Estados miembros. Por otro, la terminación del proceso de privatización en la mayor parte de los nuevos países miembros podría reducir la importancia de la IDE.

A diferencia de lo que ocurre con la circulación de bienes, servicios y capitales, persisten limitaciones en la movilidad de los trabajadores entre los nuevos y los antiguos Estados miembros, ya que éstos disponen de un período de transición durante el cual pueden posponer la libre circulación de trabajadores, y la mayoría de los antiguos países miembros de la UE han mantenido restricciones tras la ampliación. Sin embargo, varios Estados miembros de la UE 15 conceden el derecho de inmigración temporal a los ciudadanos de los nuevos países miembros. Así pues, los flujos de entrada de trabajadores de estos últimos países se han concentrado en los sectores que se caracterizan por un alto grado de trabajo estacional, como la agricultura y el turismo.

Numerosos estudios sugieren que, con toda probabilidad, los futuros flujos migratorios hacia los antiguos Estados miembros de la UE serán reduci-

dos en relación con la población activa de la UE. Sin embargo, el abanico de estimaciones es bastante amplio, lo que refleja una elevada incertidumbre. Los estudios sobre las implicaciones de la ampliación para la migración se basan en metodologías muy distintas, tales como las encuestas de opinión, las extrapolaciones de anteriores migraciones del sur al norte y los análisis de pasados episodios de migración en los modelos econométricos. La mayor parte de los estudios predicen una migración potencial a largo plazo del orden del 1% al 4% de la población actual de los nuevos Estados miembros. Es importante tener en cuenta que estas proyecciones se basan, frecuentemente, en supuestos *ad hoc* relativos a los determinantes de los flujos migratorios, como los diferenciales futuros de desempleo y de ingresos entre los nuevos y los antiguos Estados miembros. Además, hay que señalar que se trata de cifras medias y que la distribución de los flujos migratorios hacia los antiguos Estados miembros será, probablemente, desigual en los distintos países y regiones.

#### 4 CONCLUSIONES

El 1 de mayo de 2004, la Unión Europea experimentó la mayor ampliación desde su creación, pasando de 15 a 25 Estados miembros y de 381 millones a 455 millones de habitantes. Dado que el peso económico de los nuevos Estados miembros es relativamente reducido, en términos estadísticos, las características macroeconómicas de la economía de la UE ampliada no han variado de forma significativa. De hecho, los cambios más notables son un aumento del 20% de la población total y del 5% del PIB. Por otro lado, dado que los nuevos Estados miembros tienen una población numerosa en relación con su nivel de actividad económica, su adhesión supone un descenso en el nivel medio del PIB per cápita de la UE.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la ampliación contribuirá, probablemente, de forma positiva al crecimiento económico y al bienestar de la UE en su conjunto, aunque es posible que no se produzca una distribución uniforme de los beneficios de la ampliación entre países, regiones y sectores. Al extender el alcance de la libertad de circu-

lación de bienes, servicios, capitales y trabajadores, la ampliación del mercado único debería fomentar la competencia y favorecer las economías de escala. Ello debería rebajar los precios y aumentar la productividad, contribuyendo así a la elevación de la tasa de crecimiento sostenible de la UE. El grado y la velocidad con los que estos efectos se materializarán dependerán, entre otras cosas, de las políticas económicas que se apliquen en los antiguos y los nuevos Estados miembros. En concreto, serán

necesarias políticas macroeconómicas orientadas hacia la estabilidad y reformas estructurales encaminadas a incrementar la flexibilidad de los mercados. En lo que se refiere a este aspecto, habrá de completarse con rapidez y decisión la implantación del mercado único ampliado, cuyo potencial deberá explotarse plenamente eliminando las barreras que existen todavía para la libre circulación de bienes, servicios, capitales y trabajadores, así como los impedimentos para la libre competencia.

## LA TASA NATURAL DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

*En la literatura económica, la tasa «natural» o «neutral» de interés suele definirse como el tipo de interés a corto plazo, en términos reales, compatible con un producto en su nivel potencial y una tasa de inflación estable. En el corto plazo, sin embargo, los tipos de interés se desviarán de la tasa neutral de interés cuando la economía se vea afectada por perturbaciones económicas que puedan representar un riesgo para la estabilidad de precios. Un banco central que siga una política orientada hacia la estabilidad fijaría, entonces, su instrumento de tipo de interés de manera que los tipos de interés a corto plazo se desplazaran hasta situarse en un nivel por encima o por debajo de su nivel natural, para contrarrestar los efectos de estas perturbaciones que afectan a la evolución de los precios.*

*Desde un punto de vista conceptual, la tasa natural de interés constituye una valiosa referencia para la política monetaria y, potencialmente, en teoría, un importante indicador de la orientación de la política monetaria. En la práctica, sin embargo, la tasa natural de interés no es observable y sólo puede estimarse sobre la base de supuestos específicos y con un amplio grado de incertidumbre. Por ello resulta difícil depender de este indicador en la instrumentación diaria de la política monetaria.*

*Desde un punto de vista empírico, en este artículo se analizan una serie de cuestiones relacionadas con la evolución de la tasa natural de interés de la zona del euro, estimada a partir de supuestos específicos. La conclusión principal es que, en general, se observa que esta tasa ha descendido a lo largo de la década anterior, como consecuencia de diversos factores tales como la desaceleración de la productividad y del crecimiento de la población en la zona del euro, la reducción de las primas por riesgo de inflación, la desaparición de las primas por riesgo cambiario dentro de la zona del euro desde la introducción del euro, así como el proceso de saneamiento presupuestario llevado a cabo en los países de la zona antes del inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM).*

### I INTRODUCCIÓN

El tipo de interés real equivale al rendimiento que un prestamista obtiene de su inversión, es decir, el rendimiento deflactado por la variación esperada del índice de precios desde el período en que se prestan los fondos hasta el período en el que se devuelven. Cuando el tipo de interés es relativamente bajo comparado con su nivel de equilibrio, tomar prestado es relativamente barato en términos reales, y, *ceteris paribus*, el consumo y la inversión se financian con mayor facilidad. Por el contrario, cuando la tasa natural de interés es comparativamente elevada, los prestatarios han de hacer frente a costes relativamente altos, en términos reales, al financiar su consumo y sus planes de inversión.

En el largo plazo, los tipos de interés reales están determinados principalmente por factores reales, entre otros por la tasa de crecimiento de la productividad y por las preferencias intertemporales de los individuos respecto al consumo. En el corto plazo, sin embargo, los tipos reales pueden verse influidos por la política monetaria. El banco cen-

tral puede controlar el tipo de interés real modificando el tipo de interés nominal a corto plazo, pues los precios son rígidos a este plazo.

En este contexto, los economistas han desarrollado el concepto de tasa «natural» o «neutral» de interés, que suele definirse como el tipo de interés a corto plazo, en términos reales, compatible en el largo plazo —es decir, cuando se espera que los precios se ajusten de forma flexible a cualquier perturbación que pudiera afectar ocasionalmente a la economía— con un producto en su nivel potencial (sostenible) y con una tasa de inflación constante. Por lo tanto, la tasa «natural» o «neutral» de interés es un concepto potencialmente importante para los responsables de la política monetaria. No obstante, al igual que el nivel potencial del producto, la tasa natural de interés no es directamente observable. Sólo puede estimarse en función de supuestos específicos, y las estimaciones resultantes dependen crucialmente de estos supuestos.

En este artículo se analizan una serie de cuestiones relacionadas con la tasa natural de interés de la

zona del euro. En la sección 2 se pasa revista a los principales determinantes de esta tasa desde un punto de vista conceptual. En la sección 3 se examina la evolución de esos determinantes en la zona del euro en las últimas décadas y se presentan los resultados de algunos ejercicios empíricos que tratan de estimar la evolución reciente de la tasa natural de interés en la zona del euro. En la sección 4 se explican las implicaciones de la tasa natural de interés para la política monetaria. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

## 2 LOS DETERMINANTES DE LA TASA NATURAL DE INTERÉS

La literatura económica identifica varios determinantes de la tasa natural de interés. Los más importantes se analizan de forma explícita en este artículo: la preferencia temporal de los consumidores; la productividad y el crecimiento de la población; la política fiscal y las primas de riesgo; y la estructura institucional de los mercados financieros. En general, el primer factor hace referencia a las preferencias; el segundo, a la tecnología y la demografía; y los otros, sobre todo al marco institucional y de política macroeconómica.

Los determinantes más intuitivos y directos de la tasa natural de interés son aquellos que se basan en las decisiones de los individuos relativas a las pautas de consumo y de ahorro a lo largo del tiempo.

Por ejemplo, un descenso en el valor que los individuos atribuyen al consumo futuro en relación con el consumo presente —conocido habitualmente como una reducción del «factor de descuento» de los consumidores— los animará, en igualdad de condiciones, a adelantar el consumo y a reducir el ahorro. En esta situación, el tipo de interés real de equilibrio debe incrementarse con el fin de garantizar que, en el agregado, el ahorro sea igual a la inversión. Por lo tanto, una mayor tendencia de los individuos a descontar futuros aumentos del tipo de interés de equilibrio o, dicho de otra manera, las variaciones en las preferencias temporales de los consumidores darán lugar a fluctuaciones en la tasa natural de interés.

Aunque la relación entre el factor de descuento y el tipo de interés real de equilibrio es intuitiva, conviene destacar que este factor es un concepto teórico. En la práctica, las preferencias intertemporales de los consumidores no son observables, de modo que es difícil evaluar su influencia en los factores de descuento y en los tipos de interés reales.

Para las empresas, *el crecimiento más rápido de la productividad* supone mayores rendimientos de la inversión física, lo que estimula la demanda de inversión. Con el fin de generar los ahorros suficientes para hacer frente a esta demanda de inversión, la tasa natural de interés debe aumentar. Además, el crecimiento de la productividad puede afectar también al endeudamiento de los consumidores y a la demanda de préstamos, hasta el punto que puede tener repercusiones en la tasa esperada de crecimiento de la renta de los hogares. Una situación en la que los individuos anticipen rentas reales más elevadas puede incentivarlos a consumir más ahora que en el futuro, en relación con su renta. Este hecho, ejerce, de nuevo, presiones al alza sobre la tasa natural de interés de equilibrio.

Una *tasa de crecimiento de la población en edad de trabajar más elevada* suele traducirse en el crecimiento de la población activa. Ya que se ha de dotar a los nuevos trabajadores con capital, puede que sea necesario efectuar una inversión más elevada por parte de las empresas. Si las mayores inversiones necesarias para equipar a una creciente población en edad de trabajar no coinciden con un incremento del ahorro, la tasa natural de interés real podría tener que aumentar para mantener el equilibrio.

Además de estos determinantes fundamentales, existen también una serie de factores, como la política fiscal, las primas de riesgo y el marco institucional de los mercados financieros, que pueden tener también una influencia significativa sobre la tasa natural de interés.

Comenzando por la *política fiscal*, los Gobiernos son tradicionalmente prestatarios o prestamistas netos muy importantes, y sus actuaciones pueden tener un impacto considerable en el tipo de interés real al tratar de igualar el endeudamiento con la

demanda de préstamos. Un déficit presupuestario amplio y sostenido que se tenga que financiar mediante la emisión de deuda necesitará generar una demanda de ahorro correspondiente por parte del sector privado. Si los agentes privados deciden ahorrar más para contrarrestar un probable incremento futuro de los impuestos, esta circunstancia no afectará a la tasa natural de interés, pues el ahorro se incrementará entonces a la par que las necesidades de financiación de los Gobiernos, sin que tenga ninguna implicación para el tipo de interés real que iguala la oferta y la demanda de financiación en los mercados. Sin embargo, si los agentes no ajustan plenamente su ahorro en respuesta a un aumento del déficit presupuestario, la tasa natural de interés deberá aumentar con el fin de mantener el equilibrio. Un destacado ejemplo de esta «no neutralidad» de las decisiones presupuestarias puede encontrarse en el ámbito de la Seguridad Social. Se ha observado que los aumentos de las transferencias a la Seguridad Social hacen descender habitualmente el ahorro privado, pues se estimula a los individuos a reducir su ahorro para cuando sean mayores. En consecuencia, se requiere un tipo de interés real más elevado para financiar los déficit más abultados de la Seguridad Social.

Además de los factores mencionados anteriormente, las primas de riesgo también pueden ser importantes. Por ejemplo, las *primas por riesgo cambiario*, así como las *primas por riesgo de inflación* afectan al nivel de la tasa natural de interés. Estas primas suelen estar relacionadas, ya que la credibilidad de una moneda está ligada habitualmente al régimen de política monetaria y al nivel de inflación, es decir, las primas por riesgo cambiario pueden ser más considerables en países en los que la tasa de inflación es elevada y variable y donde la credibilidad de la política monetaria es reducida.

Las incertidumbres relacionadas con la inflación y con la credibilidad de una moneda, que se reflejan en las primas por riesgo cambiario y por riesgo de inflación, pueden aumentar el coste del endeudamiento. Este hecho introduce ciertas distorsiones en el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales. Por lo tanto, el mantenimiento de la estabilidad de precios y de la credibilidad de la moneda contribuye de forma crucial a la capacidad de los

mercados financieros de asignar recursos de manera eficiente a lo largo del tiempo, y mejora, por tanto, el potencial de crecimiento de la economía.

Por último, en todas las economías actuales el ahorro y la inversión se canalizan a través de los mercados financieros. Por ende, la *estructura institucional de los mercados financieros* puede representar otro factor relevante en la determinación de la tasa natural de interés. La eficiencia de los mercados financieros realiza una importante contribución a la asignación óptima del ahorro a lo largo del tiempo y de los proyectos de inversión. Por ejemplo, las mejoras en la estructura de los mercados financieros pueden ampliar la gama de activos disponibles a los ahorradores en términos de rendimiento, riesgo y liquidez, cuyo efecto global puede ser el de estimular el ahorro de los individuos, provocando, así, una reducción del nivel del tipo de interés de equilibrio.

Estas consideraciones sugieren que un nivel elevado o reducido de la tasa natural no puede interpretarse necesariamente como un factor favorable o desfavorable para la economía. Dependiendo de los factores que causen un elevado nivel de la tasa natural de interés, por ejemplo, éste podría ser sintomático de una economía sólida y en crecimiento o podría, por el contrario, ser sintomático de una economía sujeta a numerosas ineficiencias y distorsiones. Por lo tanto, resulta siempre crucial entender los factores que determinan el nivel de la tasa natural de interés para evaluar sus implicaciones en el bienestar económico.

### 3 LA TASA NATURAL DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

Como se ha señalado anteriormente, la tasa natural de interés es el valor de equilibrio en torno al cual el tipo de interés a corto plazo de la zona del euro fluctuaría en un entorno de estabilidad de precios de medio a largo plazo. Con el fin de obtener información relativa a la evolución de la tasa natural de interés de la zona del euro en las últimas décadas, puede ser de utilidad iniciar esta sección con un análisis de la trayectoria de los tipos de interés reales observados. Luego, en la segunda parte de la sección, se

presentan algunas estimaciones de la tasa natural de interés de la zona del euro y se tratan los factores que podrían ser determinantes de su evolución.

### EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS REALES DE LA ZONA DEL EURO

La medición de los tipos de interés reales resulta difícil al no ser directamente observables. Los responsables de formular la política monetaria sólo pueden observar los tipos de interés nominales (que son aquellos a los que se remuneran los instrumentos financieros con distintos vencimientos y características de riesgo) y las tasas de inflación (para las que existen diversas formas de medición). De estos datos se ha de inferir el tipo de interés real utilizado por los individuos y las empresas en sus decisiones de ahorro y de inversión.

En este momento, se ha de efectuar una distinción entre una definición *ex-post* y una definición *ex-ante* de los tipos de interés reales. Mientras que la primera representa el rendimiento, en términos reales, que obtiene un inversor de su inversión, la segunda se refiere al rendimiento real que se espera obtener de la inversión. La definición *ex-ante* del tipo de interés real debería ser más relevante para entender las decisiones de ahorro y de inversión

Se plantean tres problemas de medición al estimar los tipos de interés *ex-ante*. En primer lugar, ¿qué tipo de interés nominal debería elegirse? En segundo, ¿qué índice de precios habría que utilizar para deflactar los rendimientos nominales? Y, en tercer lugar, ¿cómo habría que construir las expectativas de inflación?

Con respecto a la elección del tipo de interés nominal, resultaría aconsejable utilizar el tipo de interés de un instrumento financiero a corto plazo emitido por una institución cuyo riesgo de impago sea bastante estable, con el fin de minimizar los efectos de las variaciones en las primas por riesgo de impago/de crédito. En cuanto a la selección de un índice de precios, conviene observar que en la literatura empírica se han propuesto distintos deflatores y que el tipo de interés real estimado es bastante sensible al índice utilizado. Una elección aparentemente natural es un índice general de precios de consumo, que recogiera el incremento del coste de la vida al

que han de hacer frente los agentes económicos. Sin embargo, se argumenta en ocasiones que, en este contexto, sería preferible utilizar índices de precios industriales, pues estas medidas son más relevantes para las decisiones de inversión, ya que recogen el precio de producción de las empresas

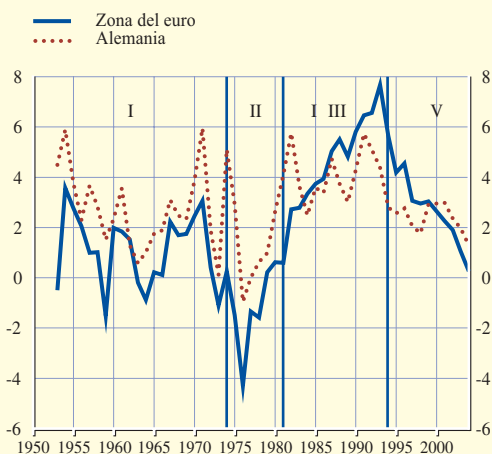
En lo que se refiere a la construcción de expectativas de inflación, el enfoque más sencillo es suponer que las expectativas reflejan simplemente la evolución pasada de la inflación, de modo que la mejor previsión de la inflación futura es su nivel más reciente. No obstante, esta hipótesis es problemática y puede justificarse, como mucho, al estimar el tipo de interés real al que se remuneran los instrumentos financieros con vencimientos muy cortos, mientras que la diferencia entre la inflación observada y la inflación futura puede no ser insignificante para horizontes que van más allá de unos meses (véase el recuadro titulado «Principales consideraciones en el análisis de los tipos de interés reales en el área del euro», en la página 16 del *Boletín Mensual* de marzo de 1999).

Hechas estas salvedades, en el gráfico 1 se muestra la evolución de una posible medida del tipo de interés real a corto plazo de la zona del euro desde 1952. También figura en ella una serie temporal para Alemania, pues este país cuenta con el mejor historial, entre los países europeos, en lo que se refiere al logro de tasas de inflación bajas a lo largo del período analizado, y, puede, por lo tanto, ser más comparable con la evolución de los tipos de interés de la zona del euro desde el inicio del tercera fase de la UEM que las medias de la zona del euro pasadas. La medida mostrada en ambos casos consiste en la diferencia entre la media anual de los tipos de interés interbancarios a tres meses, en términos nominales, y la media anual contemporánea del incremento interanual de los precios de consumo, que es, tal vez, la medida más simple y menos controvertida del tipo de interés real a corto plazo disponible para la zona del euro en un período tan amplio, aunque, obviamente, se encuentra sujeta a las cautelas apuntadas anteriormente.

En el gráfico 1 pueden identificarse cuatro períodos distintos. El primer período abarca desde el comienzo de los años cincuenta hasta 1973, cuando

**Gráfico 1** Medidas de los tipos de interés reales a corto plazo en la zona del euro y en Alemania

(en porcentaje; datos anuales)

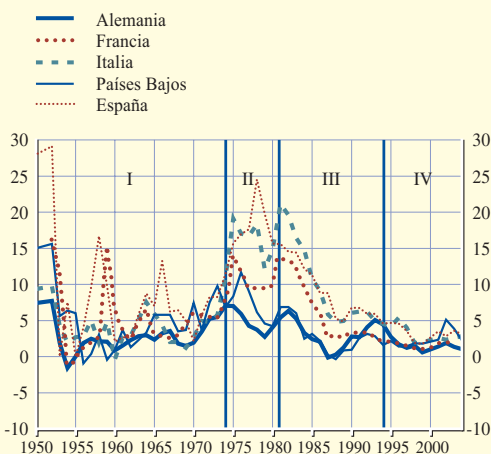


Fuentes: BCN, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Tipos de interés interbancarios a tres meses o sustitutos con vencimiento más próximo de que se disponga, deflactados por la inflación anual medida por los precios de consumo, hasta 1990, y por la inflación medida por el IAPC a partir de entonces.

**Gráfico 2** Evolución de la inflación en los cinco países de la zona del euro de mayor tamaño

(en porcentaje; datos anuales)



Fuentes: BCN, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Inflación medida por los precios de consumo hasta 1991 e inflación medida por el IAPC a partir de entonces. Para Alemania, se utilizó la inflación medida por los precios de consumo hasta 1996 y la inflación medida por el IAPC a partir de entonces.

el régimen monetario internacional de la posguerra, basado en tipos de cambio fijos, pero ajustables, se abandonó finalmente. Durante este período, el tipo de interés real a corto plazo de la zona del euro osciló entre el -2% y el 4%. Con el fin de interpretar estas cifras correctamente, conviene mencionar que el entorno institucional prevalente durante buena parte del período presenta importantes diferencias con respecto al existente actualmente en la zona del euro. En concreto, los controles de capitales que se aplicaron en Europa durante la Segunda Guerra Mundial y después de su conclusión impusieron considerables restricciones a las decisiones de los individuos relativas a la asignación de sus ahorros a usos más productivos a escala internacional. Además, los años cincuenta se caracterizaron por oscilaciones de la inflación de relativa envergadura en varios países, lo que afectó a las medidas de los tipos de interés a corto plazo (gráfico 2). Mientras que la política monetaria en Alemania y, en cierta medida, en otros países europeos favoreció un entorno de alto crecimiento económico y con una inflación relativamente constante tras la estabilización de los primeros años cincuenta, la inflación en algunos otros países fue más variable y menos predecible, sobre todo en los

años sesenta. Esta situación, junto con las restricciones a la movilidad internacional de capitales, puede, pues, explicar que se registraran tipos de interés reales negativos incluso con tasas de expansión elevadas en la producción y en la renta.

El comienzo del segundo período viene marcado por el abandono del régimen de tipos de cambio fijos y el alza de los precios del petróleo en 1973. La década de los setenta se inició con unas economías recalentadas, en las que la inflación y los salarios iban en aumento, en un entorno de desaceleración del crecimiento potencial y de menor flexibilidad en los mercados de trabajo. En este contexto, la subida de los precios del crudo y la eliminación de las restricciones externas de los tipos de cambio fijos crearon las condiciones necesarias para una relajación de las políticas monetaria y fiscal en la mayoría de los países. En este período, las tasas de inflación aumentaron con rapidez, mientras que los tipos de interés nominales se elevaron a un ritmo relativamente menor, y, en consecuencia, las medidas del tipo de interés real cayeron sustancialmente por debajo de cero, alcanzando un mínimo de -5% en 1975. Y lo que es más importante, las tasas de inflación relativamente altas registradas en la década



da siguiente parecen indicar que el tipo de interés real observado se situó por debajo de la tasa natural de interés, es decir, la política monetaria fue, en promedio, «demasiado expansiva» durante este período para que fuera compatible con una inflación constante (véase recuadro titulado «Los actuales tipos de interés de la zona del euro desde una perspectiva histórica», en las páginas 26 a 28 del *Boletín Mensual* de septiembre de 2003.

El tercer período, comprendido entre 1981 y 1993, se caracterizó por un incremento considerable del tipo de interés real, que culminó en los máximos históricos alcanzados a comienzos de los noventa. El aumento de los déficit públicos en muchos países del G-7 y el aumento de las primas por riesgo de inflación tras los acontecimientos económicos de los años setenta pueden haber sido factores que empujaron al alza los tipos de interés reales. Además, después de las elevadas tasas de inflación que caracterizaron la década anterior, la mayor parte de las autoridades monetarias europeas siguieron políticas monetarias orientadas hacia la desinflación, que contribuyeron al descenso de la inflación medida por los precios de consumo en toda la década de los ochenta, así como en años posteriores. Así pues, probablemente el tipo de interés real se situó, en promedio, por encima de la tasa natural de interés de ese período, es decir, la política monetaria fue relativamente restrictiva. En general, la necesidad de frenar las expectativas de inflación y de reestablecer la estabilidad de precios tras la experiencia de los años setenta tuvo sus costes en términos de crecimiento y de empleo. Los abultados costes económicos de la lucha contra la inflación, que había alcanzado niveles elevados durante un largo período, dieron fuerza

a la determinación de las autoridades monetarias de comprometerse con políticas más orientadas hacia la estabilidad en períodos posteriores.

Por último, desde mediados de la década de los noventa, el tipo de interés real ha caído constantemente, debido principalmente a dos factores: en primer lugar, la estabilización de las tasas de inflación de la zona del euro en niveles reducidos y el descenso de los tipos de interés nominales, posibilitado por el establecimiento de las condiciones necesarias para la estabilidad monetaria; y, en segundo lugar, el proceso de saneamiento presupuestario registrado en la mayoría de las economías antes del inicio de la tercera fase de la UEM. En este contexto, en las próximas subsecciones se pretenden extraer algunas conclusiones sobre la trayectoria probable de la tasa natural de interés de la zona del euro en las últimas décadas.

#### EVOLUCIÓN DE LA TASA NATURAL DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

La tasa natural de interés es también una variable no observable. Además, como se explica en la sección 2, depende de una diversidad de factores fundamentales que no son fáciles de medir. Por lo tanto, esta tasa es incluso más difícil de estimar que los tipos de interés reales observados.

Buena parte de las estimaciones de las tasas naturales de interés se basa en técnicas que suavizan la evolución de los tipos de interés reales observados. Un enfoque sencillo para suavizar esta evolución consiste simplemente en tomar las medias de los datos relativos a los tipos de interés reales durante períodos relativamente dilatados, en los que las

**Cuadro Tipos de interés reales a corto plazo e inflación en la zona del euro**

(en porcentaje; basados en datos mensuales)

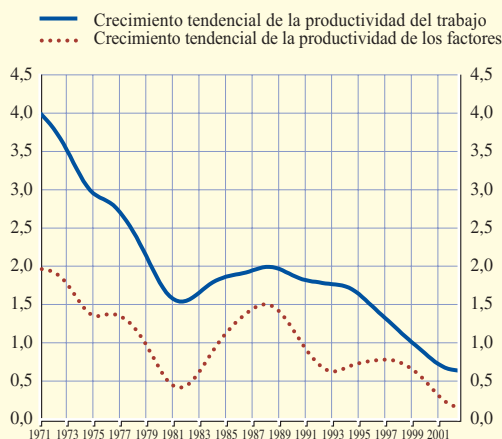
Período	Tipo de interés real a corto plazo			Inflación media
	Media	Mínimo absoluto	Máximo absoluto	
1973-1980	-0,7	-5,2	2,1	10,3
1981-1993	5,2	1,5	9,1	5,5
1994 - marzo 2004	2,4	0,6	5,1	2,0
1999 - marzo 2004	1,4	0,0	2,9	2,0

Fuentes: BCN, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Véanse gráficos 1 y 2 para más detalles sobre el cálculo de los tipos de interés a corto plazo y de la inflación.

**Gráfico 3** Medidas de crecimiento tendencial de la productividad en la zona del euro

(en porcentaje; datos trimestrales)



Fuente: Modelo Area Wide del BCE. La productividad del trabajo es el PIB real por trabajador; la productividad total de los factores es el residuo de Solow de la función de producción agregada.

Nota: Véase también G. Fagan, J. Henry y R. Mestre (2001) «An Area-Wide Model (AWM) for the euro area», Documento de trabajo del BCE n.º 42.

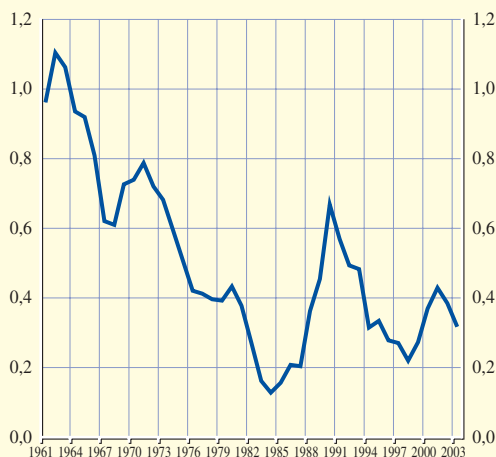
fluctuaciones a corto plazo imprevistas del tipo de interés se cancelan entre sí. No obstante, la simple toma de medias históricas de los tipos de interés reales observados puede no ser un método fiable para calcular la tasa natural de interés, pues una serie de factores, incluida la orientación de la política monetaria, puede contaminar el contenido informativo de estas medias. En concreto, en tanto en que haya ciertos periodos en los que la inflación no sea estable, la media de los tipos reales observados puede llevar a conclusiones erróneas

Teniendo en cuenta todo lo anterior, en el cuadro 1 se recogen las medias históricas de los tipos de interés reales a corto plazo observados en la zona del euro en cada década desde la de los años setenta.

Las estimaciones estadísticas del cuadro 1 apuntan a un tipo de interés, en los periodos más recientes, que es sensiblemente inferior al que parece haber prevalecido en las décadas de los ochenta y los noventa. Este hecho sugiere que la tasa natural de interés de la zona del euro puede haber descendido a lo largo del tiempo. Tal evidencia tiende a verse confirmada por los resultados generados mediante métodos de estimación alternativos basados en fil-

**Gráfico 4** Crecimiento total de la población en la zona del euro

(tasa de variación interanual; datos anuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a los países que pertenecen actualmente a la zona del euro (excluidos Alemania Oriental y Luxemburgo de 1961 a 1991).

tros estadísticos de series temporales más depurados y en enfoques más estructurales, utilizando modelos macroeconómicos (véase recuadro).

Varios factores pueden ayudar a explicar el aparente descenso de la tasa natural de interés de la zona del euro en la última década.

En primer lugar, el *crecimiento de la productividad* de la zona del euro se redujo en la década pasada. De hecho, el gráfico 3 sugiere que el crecimiento de la productividad en la zona del euro (independientemente de si se mide como producto por asalariado o como productividad total de los factores) parece haber seguido una tendencia a la baja desde comienzos de la década de los setenta.

En segundo lugar, el *crecimiento de la población* en la zona del euro ha disminuido en la última década y puede haber contribuido también, aunque sólo de forma lenta y gradual, a reducir el nivel de la tasa natural de interés. A este respecto, el gráfico 4 muestra el descenso de la tasa de crecimiento de la población total en la zona del euro, desde el entorno del 1% en los años sesenta a, aproximadamente, el 0,3% en el año 2003.

Cabría pensar que estos dos factores, el crecimiento de la productividad y el crecimiento de la población, tienen un efecto a la baja sobre el tipo de interés real a corto plazo sin riesgo. No obstante, la mayor parte de las estimaciones de la tasa natural de interés se basan en técnicas que suavizan la evolución de los tipos de interés reales *observados*, que no están totalmente libres de riesgo. Por lo tanto, la existencia de primas de riesgo en los tipos de interés a corto plazo pueden distorsionar, en la práctica, las estimaciones de la tasa natural de interés. En los siguientes párrafos se tratan tres tipos diferentes de primas de riesgo que pueden haber constituido también un factor de descenso de la tasa natural estimada en las últimas décadas: *primas por riesgo cambiario*, *primas por riesgo de impago* y *primas por riesgo de inflación*.

La introducción del euro en enero de 1999 se tradujo en la desaparición de las primas por riesgo cambiario dentro de la zona. Efectivamente, el euro ha contribuido a reducir la incertidumbre que han de afrontar los inversores al realizar operaciones y tomar decisiones de índole económica en los países de la zona del euro. Ello ha provocado que el coste del endeudamiento en términos reales, es decir, el tipo de interés real, haya caído en esta zona. Cabe observar que cuanto menos incertidumbre exista acerca del tipo de cambio, mayor será la cuantía de los recursos que pueda desplazarse de actividades de cobertura (improductivas) a actividades productivas. Este es uno de los mecanismos por el que la moneda única puede haber favorecido la creación de un entorno más favorable a la asunción de riesgos y a la actividad económica, fomentando posiblemente, con ello, el crecimiento de la economía y del empleo en el medio plazo.

Un factor que puede haber contribuido, asimismo, a la reducción de las primas de riesgo en la zona del euro es el proceso de *saneamiento presupuestario* que se registró en las economías de la zona del euro desde los primeros años de la década de los noventa hasta el inicio de la tercera fase de la UEM en 1999. Este proceso tuvo su origen en los esfuerzos realizados por los países para cumplir los requerimientos impuestos por el

Tratado de Maastricht. A este respecto, los considerables esfuerzos desplegados en los países de la zona del euro durante los años noventa para reducir sus déficit presupuestarios o su deuda en relación con el PIB se vieron recompensados con un aumento de la confianza de los inversores y unas menores primas de riesgo del rendimiento de la deuda pública a medio y largo plazo, que también afectó a los tipos de interés reales a corto plazo<sup>1</sup>. Sin embargo, la confianza de los inversores podría empeorar y las primas de riesgo del rendimiento de la deuda pública a medio y largo plazo podría aumentar de nuevo si no se invirtiera la tendencia reciente hacia el incremento de los déficit presupuestarios en los países de la zona del euro.

Por último, los bancos centrales de los países de la zona del euro y, posteriormente, el BCE han tenido éxito en sus intentos por estabilizar la inflación en niveles reducidos durante la última década. Como se comentó en la sección anterior, consumidores, inversores e interlocutores sociales pueden predecir fácilmente una tasa de inflación más estable, que se traduce en una reducción de las primas por riesgo de inflación. Por consiguiente, el banco central puede mantener sus tipos de interés en unos niveles más reducidos de lo que hubiera sido requerido para lograr su objetivo de estabilidad de precios, pues ya cuenta con una credibilidad más elevada; en otras palabras, las menores primas por riesgo de inflación también permiten que caiga la tasa natural de interés.

En resumen, es probable que la tasa natural de interés haya descendido en la última década, debido a la combinación de los factores mencionados anteriormente. Como se muestra en el recuadro 1, la mayoría de las técnicas utilizadas, aunque no todas, sugieren que los valores estimados se han situado en los últimos años en un rango comprendido entre el 2% y el 3%. Sin embargo, estas estimaciones están sometidas a un alto grado de incertidumbre, no sólo respecto a la estimación (es decir, al intervalo de confianza de los valores esti-

<sup>1</sup> Para una descripción de los efectos de la política fiscal sobre el ahorro y los tipos de interés, véase el artículo titulado «Política fiscal y crecimiento económico», en el Boletín Mensual de agosto del 2001.

mados), sino también a la manera de construir las series temporales de los tipos de interés reales, al período muestral que se ha de elegir, a la metodología más adecuada y a los detalles de los modelos económicos y estadísticos específicos empleados. Por lo tanto, generalmente, las estimaciones difieren de un estudio a otro y es preciso interpretarlas con gran cautela.

## Recuadro

### ESTIMACIONES DE LA TASA NATURAL DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se presentan algunos detalles técnicos de los distintos métodos utilizados en la literatura para estimar la tasa natural de interés de la zona del euro

#### 1. Medias de los tipos de interés reales observados

Este método se basa en la ley de los grandes números y propone que la media de los tipos reales observados a lo largo de un período de tiempo suficientemente dilatado debería promediarse a partir de las desviaciones a corto plazo entre la tasa natural y los tipos de interés reales observados. En el texto principal se presenta un análisis de este enfoque especialmente intuitivo de la estimación de la tasa natural de interés.

#### 2. Media de los tipos de interés reales observados corregidos por los efectos de perturbaciones económicas específicas

La técnica de estimación basada en las medias simples de los tipos de interés reales observados puede mejorarse, con el fin de tomar en consideración las perturbaciones específicas que puedan haber generado asimetrías durante períodos más largos en el comportamiento del crecimiento y de la inflación. En la literatura económica, la comparación suele llevarse a cabo derivando los tipos de las estimaciones de la *regla de Taylor*. Esta regla, propuesta originalmente por Taylor (1993)<sup>1</sup>, toma la forma,

$$r_t = r^* + \beta(\pi_t - \pi^*) + \gamma x_t$$

donde  $r_t$  corresponde al tipo de interés a corto plazo,  $r^*$  representa la tasa natural de interés,  $\pi^*$  simboliza el objetivo de inflación del banco central,  $\pi_t$  denota la variación porcentual del nivel de precios desde el período t-1 al período t, y  $x_t$  es la brecha de producto en el período t. La regla afirma que el banco central permite habitualmente desviaciones del tipo de interés real observado con respecto a la tasa natural de interés si la inflación no es compatible con el objetivo del banco central o si la brecha de producto es distinta de cero. En la estimación de la tasa natural de interés  $r^*$ , la media de los tipos de interés reales observados se corrige por aquellas fluctuaciones de los tipos de interés reales observados que se deben a que la inflación es distinta de su objetivo o a que la brecha de producto sea positiva o negativa.

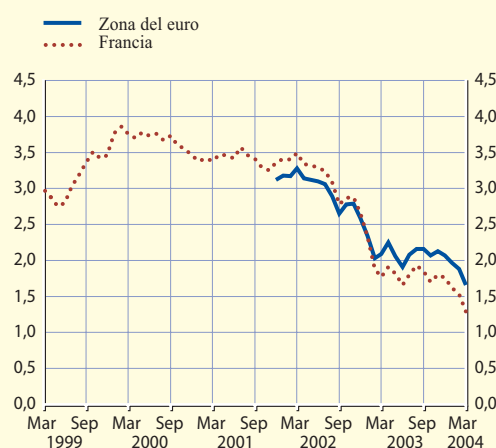
Aplicando lo anterior, un documento de trabajo del BCE (2003)<sup>2</sup> presenta una estimación del tipo de interés real de equilibrio. Utilizando los datos de la zona del euro para el período que abarca de 1985 a 2002 para estimar un gran número de diferentes especificaciones de la regla de Taylor, la gran mayoría de las tasas naturales de interés estimadas se encuentra entre 2,1% y 3,2%. Sin embargo, en el período

1 J. B. Taylor (1993), «Discretion versus policy rules in practice», Carnegie-Rochester Series on Public Policy 39, pp. 195-214. Sobre las cautelas a la hora de utilizar las reglas de Taylor en el análisis de las decisiones de política monetaria, véase el artículo titulado «Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria», en el Boletín del BCE de octubre del 2001.

2 D. Gerdesmeier y B. Roffia (2003), «Empirical estimates of reaction functions for the euro area», Documento de Trabajo del BCE n.º 206.

### Rendimiento real de los bonos en la zona del euro y Francia derivado de los bonos franceses indicados con la inflación

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuentes: Tesoro francés, Reuters y BCE.

Nota: El bono francés indicado con el IPC francés vence en el año 2009. El bono francés indicado con el IAPC de la zona del euro vence en el año 2012.

así como por su simplicidad y su disponibilidad diaria, también tiene importantes desventajas. En primer lugar, el rendimiento de los bonos indicados con la inflación puede estar distorsionado por unas primas significativas, debido, por ejemplo, a factores de liquidez o a factores impositivos, que pueden también variar en el tiempo. En segundo lugar, el rendimiento de los bonos indicados con la inflación no puede medir la tasa natural de interés *per se*, sino sólo la percepción del mercado, que podría estar distorsionada en momentos de optimismo o de pesimismo excepcionales.

Otra limitación adicional para la zona del euro es que no se dispone de series largas sobre bonos indicados con la inflación. Los bonos indicados con el IAPC de la zona del euro sólo existen desde noviembre del 2001. Las series de bonos indicados con el IPC francés están disponibles desde hace algo más de tiempo. En el gráfico se muestran las series temporales de que se dispone. Mientras que ambas series temporales muestran una caída de los bonos indicados con la inflación en el año 2003, el período disponible parece ser demasiado corto para valorar el contenido informativo de esta medida de la tasa natural de interés de la zona del euro.

#### 4. Modelos de series temporales

Para tomar en consideración la posibilidad de que se produzcan variaciones temporales de la tasa natural de interés persistentes, un número reducido, pero creciente, de artículos ha construido modelos sencillos de series temporales que permiten explícitamente una tasa natural que varía en el tiempo, utilizando sobre todo datos de Estados Unidos. En general, esta literatura se basa en las técnicas denominadas de «componentes no observables», que ayudan a separar los movimientos tendenciales de la tasa natural de interés de las fluctuaciones transitorias de alta frecuencia de los tipos de interés reales a corto plazo<sup>3</sup>.

3 Una contribución importante a este respecto es T. Laubach y J.C. Williams (2001), «Measuring the natural rate of interest», FEDS Working Paper n.º 2001-56, quienes proponen un modelo macroeconómico sencillo para estimar de manera simultánea la tasa de crecimiento tendencial del producto y la tasa natural de interés en Estados Unidos, utilizando el filtro de Kalman sobre un período muestral comprendido entre los años 1960 y 2000.

muestral que comienza en 1993 se estimaron unos niveles más bajos, entre 1,8% y 2,9%, del tipo de interés de equilibrio.

#### 3. Rendimiento de los bonos indicados con la inflación

Este método consiste en calcular el nivel del rendimiento real del bono indicado con la inflación. Tal enfoque se apoya en la opinión de que las expectativas calculadas por los participantes en el mercado son la mejor medida disponible de la tasa que se registrará en un futuro distante. En promedio, a horizontes suficientemente largos, por ejemplo de diez años, es razonable suponer que el rendimiento real de los bonos a largo plazo debería ser una medida válida de la tasa natural de interés, al menos tal y como la perciben los participantes en el mercado. Si bien este enfoque muestra ventajas considerables sobre las medias históricas *ex post*, por tener en cuenta la evolución futura,

Tales técnicas hacen posible el cálculo del tipo de interés de equilibrio de la zona del euro<sup>4</sup>, utilizando un modelo econométrico multivariante con datos mensuales de producción industrial, el tipo de interés real y la inflación desde 1991 a 2002 con el filtro de Kalman. Se observa que la tasa natural de interés correspondiente a componentes no estacionarios de las series de tipos de interés reales ha descendido a niveles situados en torno a 2%, o ligeramente por debajo de este valor, en los últimos años.

Como se ha comentado anteriormente, una ventaja del enfoque de los filtros estadísticos es que tiene en cuenta las variaciones temporales de la tasa natural de interés. Además, por lo general, las estimaciones muestran una dependencia relativamente escasa de la especificación precisa del modelo utilizado. No obstante, esta metodología no ofrece una interpretación estructural de los movimientos del tipo de equilibrio, es decir, el enfoque silencia las posibles razones estructurales de las variaciones temporales.

## 5. Modelos estructurales

El problema que se acaba de describir de falta de fundamentos estructurales puede abordarse utilizando modelos estructurales de la economía totalmente especificados. Un tipo de marco estructural que ha recibido cada vez más atención presenta modelos de equilibrio general contruidos sobre la base de un comportamiento explícitamente «optimizado» por parte de los individuos y las empresas y de fricciones nominales, donde los precios son rígidos y, por lo tanto, no se ajustan instantáneamente a las perturbaciones económicas. Este enfoque es capaz de tratar los problemas del cálculo de la tasa natural de interés con variaciones temporales y, al mismo tiempo, ofrecer una explicación estructural de los cambios estimados en la tasa natural de interés. En concreto, este tipo de modelos puede utilizarse para generar una senda temporal de la tasa natural durante un determinado período mediante la construcción de un «escenario de precios flexibles», caracterizado por la ausencia de rigideces nominales en la economía. La senda de la tasa natural de interés queda identificada, pues, con la senda del tipo de interés real observado que el modelo genera en respuesta a las perturbaciones estimadas en un escenario contrafactual. Un ejemplo de este enfoque proporciona una estimación de una medida del tipo de interés de equilibrio de la zona del euro que varía en el tiempo<sup>5</sup>.

En este sentido, conviene destacar dos características. La primera es que el mismo concepto de «tasa natural de interés» en que se basan estos ejercicios difiere sustancialmente en algunos aspectos del que se emplea en este artículo. Más que medir el nivel en torno al cual se esperaría que fluctuaran de medio a largo plazo los tipos de interés reales a corto plazo —impulsados por determinantes que se mueven lentamente—, la tasa natural de interés implícita en esta estimación pretende ofrecer una referencia para la fijación de un tipo de interés a corto plazo a horizontes muy cortos. A consecuencia de ello, se suele considerar que esta medida es bastante volátil, al indicar la manera en la que el tipo de interés real a corto plazo debería reaccionar en respuesta a perturbaciones económicas en una economía sin fricciones.

La segunda característica en la que conviene hacer hincapié es que la posibilidad de identificar las perturbaciones estructurales que impulsan la tasa natural de interés en el tiempo se produce, por lo general, a costa de generar explicaciones y estimaciones que dependen de la especificación del modelo utilizado, es decir, distintos supuestos darán lugar, a distintos resultados, porque los canales a

4 J. C. Cuaresma, E. Gnan y D. Ritzberger-Gruenwald (2003), «Searching for the natural rate of interest: a euro-area perspective», Oesterreichische Nationalbank Working Paper n.º 84.

5 F. Smets y R. Wouters (2002), «An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area», ECB Working Paper n.º 171.

través de los cuales tienen efecto las perturbaciones pueden diferir sustancialmente entre unos modelos y otros. Además, hay que subrayar que estos modelos suelen atribuir gran importancia a las perturbaciones en las preferencias y en la productividad, mientras que los factores mencionados en la sección 2 (relacionados con el riesgo, la política fiscal y consideraciones institucionales) se suelen dejar fuera del análisis, aunque no siempre.

#### 4 POLÍTICA MONETARIA Y TASA NATURAL DE INTERÉS

Como se menciona en la sección 2, la tasa natural es el nivel del tipo de interés real al que la inflación es estable y el producto es igual a su nivel potencial. Del medio al largo plazo se puede suponer que, si la inflación se sitúa en niveles próximos a los objetivos del banco central, dicho banco fijará, en promedio, el tipo de interés real cercano a la tasa natural, y que el producto se aproximará a su nivel potencial. Sin embargo, en el corto plazo, la economía puede verse afectada por perturbaciones que podrían representar un riesgo para la estabilidad de precios en el medio plazo, en caso de no ser contrarrestadas por la autoridad monetaria. Un banco central que persiga a una política orientada a la estabilidad modificará, por lo tanto, el tipo de interés que controla para contrarrestar (o, al menos, suavizar) el efecto de estas perturbaciones sobre la evolución de los precios. En consecuencia, los tipos de interés reales observados suelen diferir considerablemente de las medidas de los tasas naturales de interés.

De acuerdo con numerosas opiniones expresadas en la literatura económica, estas desviaciones entre los tipos de interés observados y las tasas naturales de interés pueden considerarse una medida de la orientación de la política monetaria. De hecho, una desviación al alza del tipo de interés real con respecto a su nivel natural impulsada por la autoridad monetaria tiende a tener un efecto contractivo a corto plazo sobre la actividad económica, y presiona a la baja la inflación. Por el contrario, una desviación a la baja tiende a estimular la actividad económica y, por ende, aumenta la presión que ha de soportar la inflación. Este es uno de los canales por los que se transmiten los impulsos de política monetaria a la economía. Claramente, el nivel apropiado y la duración de las desviaciones del tipo de interés a corto plazo con respecto a

la tasa natural dependerá de la magnitud y de la naturaleza de la amenaza para la estabilidad de precios a medio plazo y, por lo tanto, del tipo de perturbación que afecte a la economía.

Así pues, el nivel de la tasa natural de interés es, en teoría, una referencia importante para la política monetaria. Si fuera posible estimar el nivel de la tasa natural de interés con precisión en tiempo real, los bancos centrales podrían entender mejor el impacto de la política monetaria en la actividad económica y en los precios. Por lo tanto, la tasa natural de interés es, en principio, un concepto útil.

No obstante, los bancos centrales tienen un conocimiento imperfecto de esta variable. Si bien resulta ya difícil evaluar el nivel de la tasa natural *ex-post*, las dificultades se exacerban aún más en tiempo real. Así pues, los bancos centrales se enfrentan siempre a estimaciones que están sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Sólo en situaciones específicas es posible valorar que un determinado nivel del tipo de interés real se encuentra por encima o por debajo de una estimación plausible de la tasa natural. En la mayoría de los casos, es difícil de determinar el signo —por no hablar de la magnitud— de la desviación del tipo real con respecto a la tasa natural. De hecho, la investigación más reciente ha mostrado que las recomendaciones de política monetaria basadas en estimaciones en tiempo real pueden diferir considerablemente de aquellas basadas en datos *ex-post* (revisados)<sup>2</sup>. Esta circunstancia muestra que se ha de ser cauto al hacer depender las decisiones de política en indicadores que sólo pueden estimarse de una manera vaga en tiempo real.

Teniendo en cuentas estas dificultades, la tasa natural de interés suele ser, en la práctica, un concepto

2 Véase, por ejemplo, A. Orphanides (2003): «Monetary policy rules based on real-time data», *American Economic Review*, 91(4), pp. 964-85.

que no añade demasiado valor a la toma de decisiones de política monetaria desde una perspectiva operativa. Estas dificultades estructurales podrían explicar por qué el concepto de tasa natural se emplea rara vez en las comunicaciones de los bancos centrales relativas a sus decisiones de política monetaria. Aunque siempre resulta de utilidad evaluar el nivel del tipo de interés real a corto plazo desde una perspectiva histórica, otros indicadores, como la evolución monetaria y crediticia y las medidas del exceso de liquidez, pueden proporcionar información igualmente útil sobre la orientación de la política monetaria. Además, el banco central tiene que tener en cuenta también otras informaciones para evaluar la adecuación del tono de la política monetaria. Todo esto supone que es difícil en la práctica disponer de una medida sencilla de la orientación de la política monetaria. Al final, el banco central debería evaluar siempre la adecuación del tono de política monetaria, comparándolo con las perspectivas de lograr su objetivo en el medio plazo. Tal evaluación debería basarse siempre en el conjunto completo de información y de indicadores disponibles para el análisis económico y monetario.

## 5 CONCLUSIÓN

Este artículo ha puesto de manifiesto la posible utilidad del concepto de tasa natural de interés. También ha apuntado, sin embargo, las enormes dificultades de emplear este concepto en la práctica, debido a los importantes problemas de estimación. Pese a ello, la evidencia examinada en el artículo muestra que la tasa natural de interés podría haber descendido en la zona del euro en la década de los noventa. Varios factores podrían explicar este descenso. En primer lugar, la desaceleración de la productividad y del crecimiento de la pobla-

ción en la zona del euro puede haber contribuido, aunque sólo lenta y gradualmente, a reducir el nivel de la tasa natural de interés. En segundo lugar, la desaparición de las primas por riesgo cambiario dentro de la zona del euro también podría haber influido en el descenso de la tasa natural de interés de la zona del euro en la década pasada. En tercer lugar, es posible que el proceso de saneamiento presupuestario que ha tenido lugar en los países de la zona del euro antes del inicio de la tercera fase de la UEM haya sido un factor reductor de la tasa natural de interés. Por último, una caída de las primas por riesgo de inflación de la zona del euro puede haber constituido otro factor de reducción de la tasa natural de interés.

En este contexto, la mayoría de las estimaciones apuntan a un rango comprendido entre el 2% y el 3% para la tasa natural de interés de la zona del euro en la actualidad. Al mismo tiempo, hay que tener en cuenta que estas estimaciones están sujetas a un grado considerable de incertidumbre y deberían, por lo tanto, interpretarse con gran cautela. Además, los datos, las técnicas y la definición de tasa natural de interés siguen estando sometidos a un intenso debate, que aún no se ha resuelto.

En la práctica, el importante nivel de incertidumbre que rodea las estimaciones de la tasa natural de interés indica que éstas no pueden utilizarse fácilmente (y hacerlo podría suponer un riesgo elevado) en el proceso de toma de decisiones de política monetaria. A este respecto, es necesario adoptar una perspectiva más amplia, como refleja la estrategia de política monetaria del BCE, y tomar en consideración toda la información proporcionada por los diferentes indicadores, con el fin de estar tan bien equipados como sea posible para evaluar las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo.





## MÉTODOS DE MITIGACIÓN DE RIESGOS EN LAS OPERACIONES DE CRÉDITO DEL EUROSISTEMA

*El artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC permite al BCE y a los BCN operar en los mercados financieros comprando y vendiendo directamente activos o mediante cesiones temporales, y exige que todas las operaciones de crédito del Eurosistema (es decir, las operaciones de financiación y las operaciones de crédito intradía) se basen en garantías adecuadas. En consecuencia, todas las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se basan en activos de garantía aportados por las entidades de contrapartida mediante la transferencia de la propiedad de los activos (en el caso de las operaciones simples o de las cesiones temporales) o su pignoración (en el caso de los préstamos garantizados). La exigencia de aportar activos en garantía y la aplicación de un sistema complementario de control de riesgos tienen por objeto proteger al Eurosistema del riesgo financiero. En este artículo se describen los riesgos que surgen en las operaciones temporales (cesiones temporales y préstamos garantizados), y se explica la forma en que el sistema de activos de garantía y el de control de riesgos abordan estos riesgos.*

### I INTRODUCCIÓN: DESCRIPCIÓN DE LAS OPERACIONES DE CRÉDITO DEL EUROSISTEMA

El Eurosistema dispone de varios instrumentos para ejecutar la política monetaria, entre los que se encuentran las operaciones temporales, las operaciones simples, la emisión de certificados de deuda, los *swaps* de divisas y la captación de depósitos a plazo fijo. Hasta ahora, las operaciones temporales han sido el más importante de los citados instrumentos. En estas operaciones, el Eurosistema compra determinados tipos de activos mediante cesiones temporales o realiza operaciones de crédito garantizadas por dichos activos<sup>1</sup>.

En promedio, en el 2003, el Eurosistema aportó liquidez al mercado por importe de 243 mm de euros mediante operaciones temporales de política monetaria. De esta cantidad, 198 mm de euros se proporcionaron en las operaciones principales de financiación, generalmente con un vencimiento de dos semanas, 45 mm de euros en las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses, y 0,3 mm de euros concedidos a las entidades de contrapartida que recurrieron a la facilidad marginal de crédito a un día. También proporcionó liquidez intradía, garantizada con activos en TARGET.

Por su misma naturaleza, las operaciones temporales tienen carácter transitorio y sólo facilitan fondos por un plazo limitado y especificado previamente. En estas operaciones, el Eurosistema incurre en un riesgo de contraparte, ya que es posible que la entidad de contrapartida no pueda hacer frente a sus obligaciones. Este tipo de riesgo

de crédito queda mitigado por la exigencia de aportar un activo adecuado en garantía del crédito facilitado. Esta exigencia, de carácter fundamental, está recogida en el artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC, que establece que «...el BCE y los bancos centrales nacionales... podrán realizar operaciones de crédito con entidades de crédito y demás participantes en el mercado, basando los préstamos en garantías adecuadas».

El sistema de activos de garantía del Eurosistema tiene por objeto plasmar esta exigencia estatutaria de garantías adecuadas en instrumentos y procedimientos concretos que aseguren una mitigación suficiente de los riesgos financieros en una operación temporal. Para lograr este objetivo, la calidad y la cantidad de los activos de garantía aceptados en la operación deben ser tales que, en caso de que la entidad de contrapartida incumpla sus obligaciones, la liquidación posterior de los activos de garantía en el mercado permita recuperar al Eurosistema, con una alta probabilidad, el importe total de la liquidez otorgada.

Por consiguiente, para mitigar con éxito el riesgo de contraparte en una operación temporal, el sistema de activos de garantía debe establecer límites adecuados a tres clases de riesgo que únicamente se generan si la entidad de contrapartida incurre en incumplimiento: (1) el riesgo de crédito vinculado a los activos de garantía admitidos, (2) el riesgo de

1 Para conocer más detalles, véase «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», BCE, febrero del 2004, también denominada «Documentación General».

mercado de un cambio adverso en el precio de un activo admitido en garantía debido a factores exógenos que surjan entre la fecha en que se efectuó la última valoración de los activos de garantía y la fecha de liquidación de dichos activos, y (3) el riesgo de liquidez de un cambio adverso en el precio de un activo causado por el intento del Eurosistema de liquidar una posición potencialmente grande en el citado activo.

En la sección 2 se describen los riesgos implícitos en una operación temporal de inyección de liquidez entre un BCN del Eurosistema y una entidad de contrapartida, destacando los distintos tipos de riesgo que un sistema solvente de gestión de riesgos debe tomar en consideración. Los sistemas de activos de garantías y de control de riesgos, que aplican diversos métodos para contener los riesgos identificados, se describen con mayor detalle en las secciones 3 a 5. En la sección 6 se recogen las conclusiones.

## 2 RIESGOS IMPLÍCITOS EN LAS OPERACIONES TEMPORALES

Por la naturaleza de la operación de préstamo, todo prestamista asume un riesgo de crédito, concretamente, el riesgo de que el prestatario no cumpla su obligación de devolver el dinero prestado o de proporcionar la compensación exigida (esto es, los intereses) en la fecha de vencimiento de la operación. El prestamista dispone de diversos instrumentos para mitigar este riesgo.

En primer lugar, el riesgo de contraparte puede reducirse realizando operaciones únicamente con entidades de contrapartida de elevada solvencia crediticia, de forma que la probabilidad de incumplimiento sea reducida. No obstante, con el fin de aplicar un trato equitativo a las entidades de la zona del euro, el Eurosistema ha optado por facilitar el acceso a sus operaciones de política monetaria a una amplia variedad de entidades, al tiempo que se asegura de que cumplen determinados requisitos operativos y prudenciales.

En segundo lugar, y en consonancia con la misma idea, el riesgo de contraparte también puede

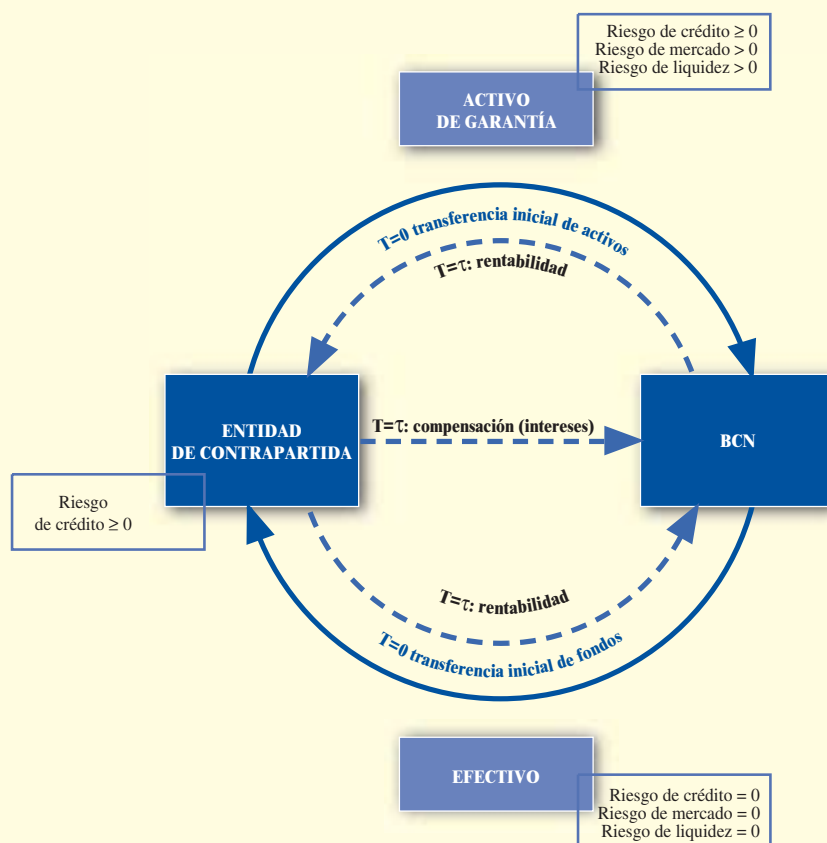
reducirse implantando un sistema de límites que vincule la exposición que se asume con cada entidad de contrapartida a su solvencia crediticia, de forma que la pérdida potencial se mantenga en niveles reducidos. Sin embargo, en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema, este sistema sería incompatible con un procedimiento de subasta eficaz y transparente para adjudicar liquidez.

Por último, el riesgo de contraparte puede mitigarse exigiendo al prestatario que proporcione garantías adecuadas. Este enfoque reduce los riesgos financieros sin limitar el número de entidades de contrapartida y sin interferir en el procedimiento de adjudicación y, en consecuencia, es el enfoque por el que ha optado el Eurosistema. La toma de garantías puede reducir el riesgo general hasta niveles insignificantes si va unida a la utilización de instrumentos apropiados de gestión de riesgos.

Aún así, el prestamista en una operación temporal garantizada puede incurrir en una pérdida financiera. No obstante, para que esto suceda tendría que producirse más de un acontecimiento adverso a la vez, y ocurriría de la siguiente forma: en primer lugar, el prestatario incumpliría su obligación con el prestamista, lo que haría que los activos de garantía pasaran a manos de éste último. Suponiendo que en el momento en que se produjo el citado incumplimiento, el valor de los activos de garantía cubría el valor de la liquidez proporcionada mediante la operación temporal, podría surgir un riesgo financiero de las dos fuentes posibles que se indican a continuación:

- *Riesgo de crédito asociado a los activos de garantía.* El emisor del valor o el deudor del activo aceptado en garantía también podrían incumplir sus obligaciones, lo que daría lugar a un «doble incumplimiento». La probabilidad de que se produzca tal combinación de incumplimientos puede considerarse insignificante si los activos de garantía cumplen criterios de elevada calidad crediticia y el prestamista no acepta activos emitidos por el prestatario o por entidades que tengan vínculos financieros estrechos con aquél. El siste-

Gráfico 1 Riesgos implícitos en las operaciones de crédito del Eurosistema



Nota: T es un indicador temporal que es igual a 0 en la fecha de comienzo e igual a  $\tau$  en la fecha de vencimiento de la operación de crédito.

ma de valoración de la calidad crediticia de los activos de garantía del Eurosistema asegura el cumplimiento de estos criterios, tal y como se explica en la sección 3.

- *Riesgo de mercado y de liquidez.* Este riesgo surgiría si el valor de los activos de garantía se redujera entre la fecha de incumplimiento por parte de la entidad de contrapartida y la de liquidación de los activos de garantía. En el tiempo transcurrido entre la última valoración de los activos de garantía y su liquidación en el mercado, el precio de dichos activos podría disminuir hasta el punto de que el prestatario únicamente recuperaría una parte de los activos. En este contexto, el *riesgo de mercado* puede definirse como el riesgo de que se produzca una pérdida

financiera como consecuencia de una disminución del valor de mercado de los activos de garantía provocada por factores exógenos. El *riesgo de liquidez* puede definirse como el riesgo de que se incurra en una pérdida financiera como consecuencia de las dificultades para liquidar una posición con rapidez sin que produzca un impacto negativo en el precio del activo. El riesgo de mercado y de liquidez también puede reducirse considerablemente siguiendo las mejores prácticas en la valoración de activos y en las medidas de control de riesgos aplicadas. Las secciones 4 y 5 se ocupan del sistema de control de riesgos del Eurosistema.

El gráfico 1 presenta un resumen de una operación temporal y de los riesgos asociados.

En consecuencia, los activos de garantía no pueden, por sí mismos, eliminar o siquiera reducir suficientemente los riesgos financieros. Para garantizar que la calidad y la cantidad de los activos de garantía proporcionan una protección adecuada al prestamista, es necesario disponer de tres instrumentos diferentes, pero muy interdependientes, de mitigación de riesgos: la evaluación de la calidad crediticia de los activos de garantía, su correcta valoración y la aplicación de medidas de control de riesgos a dichos activos. En las siguientes secciones figura una descripción de cada uno de estos tres instrumentos.

### 3 EVALUACIÓN DE LA CALIDAD CREDITICIA DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

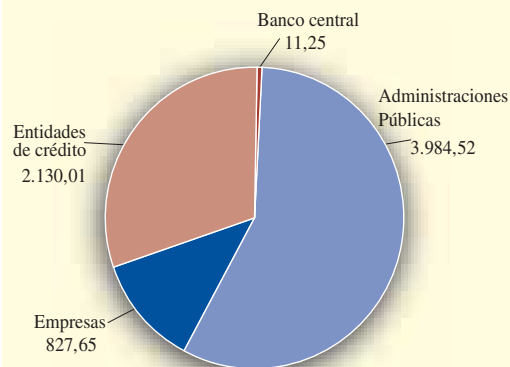
Todos los activos utilizados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema han de cumplir determinados criterios comunes. Un criterio relevante para la admisión de activos es que tengan una elevada calidad crediticia.

Tradicionalmente, los bancos centrales han mostrado preferencia por la deuda pública por su reducido riesgo de crédito y alta liquidez, permitiendo la aplicación de medidas de control de riesgos relativamente sencillas centradas, principalmente, en el riesgo de mercado. No obstante, dado que el sistema de activos de garantía del Eurosistema también debe tomar en consideración el artículo 102 (antiguo artículo 104a) del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, que prohíbe el acceso privilegiado del sector público a las entidades financieras, no se puede discriminar entre activos públicos y privados. En el gráfico 2 figura información estadística sobre la importancia relativa, en términos de saldo vivo total, de los principales grupos de emisores en el conjunto de activos de garantía de la lista «uno»<sup>2</sup> al final del 2003, y aunque pone de manifiesto la preponderancia de la deuda pública, los valores de renta fija emitidos por entidades de crédito y por empresas representan una proporción considerable, el 43 %, del saldo vivo total.

La evaluación de la calidad crediticia de los valores de renta fija privada es más importante que la de la deuda pública, no sólo por el mayor riesgo

**Gráfico 2 Activos de garantía de la lista «uno» para las operaciones de crédito del Eurosistema, por grupo emisor**

(mm de euros, datos de fin de diciembre del 2003)



Fuente: BCE.

de incumplimiento, sino también porque los valores privados pueden estar sujetos a una mayor volatilidad de precios y a una menor liquidez, lo que podría provocar pérdidas si se tienen que liquidar los activos. Al valorar el riesgo de crédito de los instrumentos de deuda, el BCE toma en consideración, entre otras cosas, las calificaciones crediticias disponibles y los propios sistemas de evaluación del crédito de los BCN, así como determinados criterios institucionales, incluyendo garantías, que aseguran una protección especialmente elevada a los tenedores. El Eurosistema no acepta como activos de garantía instrumentos de deuda emitidos o garantizados por la entidad de contrapartida, o por cualquier otra entidad con la que aquélla tenga vínculos estrechos. La calidad crediticia de los activos admitidos en garantía se revisa constantemente con el fin de verificar que, por lo menos, es equivalente al nivel mínimo de solvencia financiera especificada por el Eurosistema.

2 Debido a las diferencias existentes en la estructura financiera de los países de la zona del euro, y a efectos internos del Eurosistema, se distingue entre dos categorías de activos admitidos en garantía de las operaciones de crédito del Eurosistema. Estas dos categorías se conocen como «lista uno» y «lista dos». La lista «uno» está integrada por instrumentos de deuda negociables que cumplen los criterios de admisión uniformes para la zona del euro especificados por el BCE. La lista «dos» está formada por activos adicionales (negociables y no negociables) que son de especial importancia para los mercados financieros y sistemas bancarios nacionales.

Recientemente se han realizado trabajos con el objeto de mejorar la comparabilidad de los distintos métodos de evaluación del crédito y el análisis de nuevos métodos<sup>3</sup>. Estos trabajos toman en consideración, entre otras cosas, las propuestas del Comité de Basilea para el nuevo Acuerdo de Capital de Basilea. Concretamente, el Eurosistema ha tenido en cuenta los enfoques propuestos por el Comité en lo que respecta al riesgo de crédito en la medida en que guardan relación con el proceso de reconocimiento y los criterios de selección de las instituciones externas de evaluación del crédito, y con el enfoque basado en calificaciones internas.

#### 4 VALORACIÓN DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

Los activos de garantía deben valorarse periódicamente con el fin de asegurar que el Eurosistema puede determinar si se necesitan activos adicionales o si se debe devolver el exceso de activos de garantía a la entidad de contrapartida. Los BCN del Eurosistema calculan diariamente el valor de los activos de garantía teniendo en cuenta los principios de valoración establecidos por el Eurosistema. En los mercados de valores relativamente eficientes y líquidos, el precio de mercado tiende a ser el mejor indicador del valor de un activo. En caso de no existir estos mercados, la valoración de estos activos de garantía puede realizarse mediante modelos de valoración teórica<sup>4</sup>.

En lo que respecta a los activos negociables de las listas «uno» y «dos», el precio más representativo en un solo mercado de referencia se selecciona como precio de referencia. Este precio de referencia se utiliza para valorar los activos de garantía aplicando un enfoque de ajuste a mercado. Si en el mercado de referencia cotiza más de un precio, se utiliza el más bajo. En cuanto a los activos no negociables de la lista «dos» o a los activos negociables que no se negocian habitualmente (de manera que no es posible efectuar el ajuste a mercado), el Eurosistema está trabajando en la implantación de un enfoque de ajuste al valor teórico basado en el descuento del valor actual de los flujos financieros futuros. El descuento se basa en

una curva cupón cero adecuada, y las diferencias en el riesgo de crédito entre emisores se toman explícitamente en consideración mediante los diferenciales de crédito. Actualmente se está tratando de perfeccionar los métodos de valoración con el fin de cubrir la necesidad de valoración diaria de todos los activos de garantía, dedicando especial atención a la mejora de los métodos teóricos de valoración para incluir activos de mayor complejidad.

La utilización de un modelo teórico debería proporcionar un valor justo (es decir, ni demasiado conservador ni demasiado elevado) para los activos aportados en garantía. Aunque el sistema de control de riesgos está diseñado para proteger al Eurosistema del riesgo de mercado y de liquidez en sus operaciones garantizadas, también tiene por objeto permitir a las entidades de contrapartida el uso eficiente de los activos de garantía admitidos.

#### 5 MEDIDAS DE CONTROL DE RIESGOS

Las medidas de control de riesgos se aplican a los activos de garantía durante la vida de una operación de crédito con el fin de proteger al Eurosistema de pérdidas financieras. Estas medidas están pensadas para reducir al mínimo la probabilidad de que, en caso de que un activo aceptado en garantía deba liquidarse, las ganancias obtenidas de su venta en el mercado no sean suficientes para recuperar la liquidez proporcionada originalmente por el Eurosistema. De este modo, las medidas de control de riesgos se centran en el riesgo de mercado y de liquidez. En el recuadro 1 se recogen las medidas de control de riesgos del Eurosistema según se definen en la Documentación General<sup>5</sup>.

- 3 Para conocer más detalles sobre futuras mejoras en el sistema de activos de garantía, véase la consulta pública presentada el 11 de junio de 2003, titulada «Medidas para mejorar el sistema de activos de garantía del Eurosistema» y el correspondiente «Resumen de comentarios recibidos», publicado el 15 de enero de 2004.
- 4 El ajuste al valor teórico se define como cualquier valoración que ha de referenciarse, extrapolarse o calcularse de alguna otra manera a partir de datos de mercado.
- 5 Véase la nota a pie de página 1.

**MEDIDAS DE CONTROL DE RIESGOS**

Actualmente, el Eurosistema aplica las siguientes medidas de control de riesgos en sus operaciones temporales de inyección de liquidez:

**Recortes de valoración**

El Eurosistema aplica recortes de valoración, lo que significa que el valor del activo de garantía se calcula como el valor de mercado del activo menos cierto porcentaje (recorte). En un sistema de valoración diaria de los activos de garantía, los recortes deben cubrir las fluctuaciones diarias habituales de los precios (es decir, las fluctuaciones que, en términos estadísticos y a un determinado nivel de confianza, quedan dentro de ciertos límites), como consecuencia de factores tanto de mercado como de liquidez.

**Márgenes de variación (ajuste a mercado)**

El Eurosistema exige que se mantenga en el tiempo el valor de mercado, ajustado por el recorte de valoración, de los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales de inyección de liquidez. Esto supone que si el valor de los activos de garantía, calculado periódicamente, cae por debajo de un cierto nivel, el BCN exigirá a la entidad de contrapartida que ajuste los márgenes, es decir, que proporcione activos adicionales o efectivo. De igual modo, si el valor de los activos de garantía excede cierto nivel, la entidad de contrapartida podrá recuperar el exceso de activos o el correspondiente efectivo.

Además, el Eurosistema dispone de las siguientes medidas de control de riesgos, aunque no las aplica actualmente:

**Márgenes iniciales**

El Eurosistema puede aplicar márgenes iniciales, lo que supone que, en la fecha de liquidación de una operación temporal, las entidades de contrapartida tendrían que aportar activos de garantía cuyo valor sea, como mínimo, igual a la liquidez proporcionada por el Eurosistema más el valor del margen inicial. Los márgenes iniciales se podrían utilizar para proporcionar un incentivo de partida frente al riesgo de incumplimiento de la entidad de contrapartida como consecuencia de cambios repentinos de la situación del mercado. Hasta su eliminación por parte del Eurosistema, en marzo del 2004, los niveles de estos márgenes se definían de forma que dependían de la fecha de vencimiento de la operación temporal (el 1% para las operaciones intradía y a un día y el 2% para los vencimientos superiores).

**Límites en relación con los emisores/deudores o avalistas**

El Eurosistema puede aplicar límites al riesgo frente a emisores/deudores o avalistas.

**Garantías adicionales**

Para aceptar ciertos activos, el Eurosistema puede exigir garantías adicionales de entidades financieramente solventes.

**Exclusión**

El Eurosistema puede excluir determinados activos de su utilización en las operaciones de política monetaria.

Las dos medidas de control de riesgos aplicadas actualmente en el sistema de activos de garantía son los recortes de valoración y los márgenes de variación.

### RECORTES DE VALORACIÓN

No siempre resulta sencillo diferenciar los dos riesgos en los que se centran los recortes de valoración, el riesgo de mercado y el de liquidez. En general, el riesgo de mercado se considera para medir la sensibilidad de los precios a factores exógenos (como el nivel general de los tipos de interés) que, normalmente, no resultarían afectados si el Eurosistema intenta deshacer una posición grande en activos de garantía. En cambio, el riesgo de liquidez se refiere al posible efecto en los precios causado por un intento, por parte del Eurosistema, de deshacer con rapidez una posición grande en un activo. A efectos de definir los recortes de valoración adecuados, el riesgo de mercado se calcula en función de la volatilidad del precio de los activos, al tiempo que el riesgo de liquidez se expresa en términos del tiempo necesario para una liquidación correcta del activo.

Hasta el mes de marzo del 2004, únicamente los recortes de valoración aplicados a los activos de la lista «dos» tenían en cuenta el riesgo de liquidez, mientras que los aplicados a los activos de la lista «uno» sólo se centraban en el riesgo de mercado. No obstante, la evaluación periódica del sistema de control de riesgos ha llevado a una revisión de los esquemas de recortes de valoración de los activos de las listas «uno» y «dos», y a la eliminación de la aplicación de márgenes iniciales a partir de marzo del 2004. Esta suspensión fue posible no solo gracias al mejor tratamiento dado al riesgo de liquidez en los esquemas de recortes de valoración, sino también por la mayor disponibilidad de precios de activos que cumplían los principios de valoración definidos por el Eurosistema. El esquema de recortes de valoración aplicable a los activos de la lista «uno» se ha revisado con el fin de tomar específicamente en consideración las diferencias en las características de liquidez de los diversos tipos de activos de garantía admitidos. Se han definido cuatro nuevas categorías de liquidez basadas tanto en los aspectos institucionales de los activos como en medidas cuantitativas de la liquidez:

– *Categoría I:* instrumentos de renta fija emitidos por las administraciones centrales, instrumentos de renta fija emitidos por bancos centrales.

– *Categoría II:* instrumentos de renta fija emitidos por las administraciones regionales y locales, grandes emisiones de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief, instrumentos de renta fija emitidos por institutos públicos de financiación, instrumentos de renta fija emitidos por organismos supranacionales.

– *Categoría III:* emisiones de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief, instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito, instrumentos de renta fija emitidos por empresas y otros emisores.

– *Categoría IV:* bonos de titulización.

El nuevo esquema de recortes de valoración se basa en las opiniones relativas al riesgo de mercado (volatilidad) y al tiempo total necesario para una liquidación ordenada de una posición grande en activos. Las estimaciones de la volatilidad se basan en escenarios históricos y simulados de las variaciones del rendimiento de la deuda pública, e incluyen un escenario básico de estrés (basado en la volatilidad del mercado registrada con posterioridad a los atentados del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos y en una simulación del peor escenario posible con elevada volatilidad). Cuanto más elevados sean los niveles de volatilidad, comunes a todas las categorías de liquidez, mayores serán los recortes de valoración. El tiempo total de liquidación se basa en tres componentes: un período de valoración, un período de gracia y un tiempo de liquidación. El período de valoración, de un día de duración (como consecuencia de la valoración diaria), y el período de gracia, que se asume que es de tres a cuatro días, son también comunes a todas las categorías de liquidez. En cambio, se supone que el tiempo de liquidación necesario para la venta ordenada de los activos es función creciente de la categoría de liquidez. Dado que el Eurosistema nunca ha tenido necesidad de liquidar un activo por incumplimiento de una entidad de contrapartida, el tiempo de liquidación estimado se basa



en la información recopilada en los mercados financieros.

En el recuadro 2 se presenta información técnica más detallada sobre los dos métodos aplicados para calcular los recortes de valoración.

### MÁRGENES DE VARIACIÓN

La segunda medida de control de riesgos aplicada son los márgenes de variación. El Eurosistema exige que el valor de mercado de los activos de garantía utilizados en sus operaciones temporales cubra la liquidez facilitada durante la vida de la operación. De este modo, si dicho valor, calculado diariamente, cae por debajo de determinado nivel, los BCN pedirán a las entidades de contrapartida que aporten activos adicionales o efectivo, es decir, exigirán un ajuste de los márgenes. De igual modo, si el valor de los activos de garantía supera cierto nivel, la entidad de contrapartida podrá recuperar el exceso de activos o efectivo. La frecuencia de las exigencias de ajuste de los márgenes depende no sólo de la volatilidad de los precios de los activos, sino también del sistema de activos de garantía aplicado en el BCN en cuestión. En función del régimen jurídico y de los sistemas operativos nacionales, los BCN pueden permitir que los activos de garantía se agrupen en un fondo común o exigir que se identifiquen individualmente los que se utilicen en cada operación. Algunos BCN aplican ambos métodos. En un sistema de fondo común, cada entidad de contrapartida tiene una cuenta conjunta en la que depositar los activos aportados en garantía de sus operaciones con el banco central. En la práctica, las entidades de contrapartida suelen proporcionar a los BCN que utilizan un sistema de fondo común más activos de garantía de los necesarios, de forma que los ajustes de los márgenes son excepcionales.

La combinación de la valoración diaria de los activos y la posibilidad de efectuar ajustes de los

márgenes garantizan que el valor de los activos de garantía cubre en todo momento la liquidez proporcionada en una operación temporal. En consecuencia, los recortes de valoración están pensados para cubrir los movimientos del mercado durante el tiempo necesario para liquidar el activo, y no durante la vida de la operación. Este rasgo simplifica considerablemente el sistema de control de riesgos, ya que significa que al aplicar los recortes de valoración no es necesario diferenciar entre distintos tipos de operaciones temporales y sus diferentes vencimientos (que, en el caso del Eurosistema, van del mismo día a tres meses).

## 6 CONCLUSIONES

La mitigación de riesgos en el marco de las operaciones temporales de inyección de liquidez del Eurosistema se basa en tres elementos:

- El Eurosistema utiliza *activos de elevada calidad crediticia* para garantizar sus operaciones. A tal efecto, usa fuentes de mercado y aplica las mejores prácticas para valorar la calidad crediticia del conjunto heterogéneo de activos de garantía admitidos.
- Los activos de garantía deben *valorarse diariamente y con precisión* con el fin de garantizar que el Eurosistema está debidamente protegido frente al riesgo de crédito.
- Se aplican *medidas de control* de riesgos a los activos de garantía correctamente valorados con el fin de hacer frente al riesgo de mercado y de liquidez. Al tiempo que protegen al Eurosistema frente a riesgos financieros en sus operaciones, estas medidas intentan no perjudicar a las entidades de contrapartida y permitirles utilizar eficientemente los activos de garantía admitidos.

## Recuadro 2

**MÉTODOS APLICADOS PARA CALCULAR LOS RECORTES DE VALORACIÓN**

En este recuadro figura una descripción técnica de los dos métodos aplicados para calcular los recortes de valoración. El primer método se aplica a los valores negociables, y el segundo a los activos no negociables.

**1. El enfoque basado en el riesgo de movimientos adversos en el mercado (activos negociables)**

La metodología general utiliza el concepto de valor en riesgo (VaR, en sus siglas en inglés)<sup>1</sup> con un nivel de confianza determinado durante el período de liquidación. El nivel del recorte de valoración que proporciona una protección adecuada frente a movimientos de carácter adverso en el mercado puede formularse en términos de la probabilidad de que se produzca una variación considerable del valor de los activos de garantía. El valor del activo  $V_i$  el día  $t$  se define como  $V_{i,t}$ . La ganancia o pérdida de valor de los activos de garantía entre los días  $t$  y  $t+\tau$  (siendo  $\tau$  el tiempo total de liquidación) es  $V_{i,t+\tau} - V_{i,t}$ .

Los activos de garantía totales recibidos tras la aplicación del recorte de valoración  $h_i$  el día  $t$  ( $h_i V_{i,t}$ ) serían tales que

$$P(V_{i,t+\tau} - V_{i,t} < -h_i V_{i,t}) = \xi.$$

El símbolo  $\xi$  representa un valor de probabilidad reducido (v.g., 1%), que es la probabilidad de que la pérdida de valor de los activos de garantía no exceda la aportación adicional de tales activos recibida gracias al recorte de valoración. Dividiendo por  $V_{i,t}$  resulta

$$P(v_{i,t+\tau} < -h_i) = \xi$$

donde  $v_{i,t+\tau}$  señala la variación porcentual del valor de los activos de garantía (esto es,  $\{(V_{i,t+\tau} - V_{i,t})/V_{i,t}\}$ ).

Las expresiones que figuran anteriormente son el valor en riesgo de una cartera constituida únicamente por el activo  $i$ , calculado a un nivel de confianza igual a  $\xi$ . Este valor en riesgo debería ser igual al valor  $h_i$ .

**2. El enfoque basado en el riesgo del coste de oportunidad (activos no negociables)**

Los recortes de valoración aplicados a los activos no negociables deben reflejar el riesgo asociado al coste de oportunidad de tener que mantener un activo hasta su vencimiento, que corresponde a la diferencia entre el rendimiento de los activos de garantía hasta el vencimiento y el rendimiento que se habría obtenido de la renovación de las operaciones de política monetaria hasta la fecha de vencimiento de los activos de garantía. Este es el riesgo de desaprovechar la oportunidad de invertir a un tipo de interés potencialmente más elevado en el futuro como consecuencia de tener que mantener un instrumento con un rendimiento fijo hasta el vencimiento.

<sup>1</sup> El valor en riesgo de una posición en un activo o en una cartera de activos para un horizonte temporal  $T$  y a un determinado nivel de confianza  $p$  (generalmente, entre el 90% y el 99%) es el valor  $q$ , para el que la probabilidad  $P(\Delta V < -q) = 1-p$ , donde  $\Delta V$  es la variación del valor de la posición dentro del horizonte temporal  $T$ .



# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**





# ÍNDICE<sup>1</sup>

	<b>PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO</b>	
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
<b>I</b>	<b>ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA</b>	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9
<b>2</b>	<b>DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN</b>	
2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S14
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Revaloración de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S22
2.9	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	S24
2.10	Activos de los fondos de inversión de la zona del euro; detalle por política de inversión y tipo de inversor	S25
<b>3</b>	<b>CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS</b>	
3.1	Principales activos financieros de los sectores no financieros	S26
3.2	Principales pasivos de los sectores no financieros	S27
3.3	Principales activos financieros y pasivos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones	S28
3.4	Ahorro, inversión y financiación anuales	S29
<b>4</b>	<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S31
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por plazo a la emisión y sector emisor	S32
4.3	Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S34
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S36
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S38
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S40
4.7	Rendimientos de la deuda pública	S41
4.8	Índices bursátiles	S42
<b>5</b>	<b>PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO</b>	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S43
5.2	Producto y demanda	S46
5.3	Mercado de trabajo	S50

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

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

#### **NOVEDADES**

Tras la ampliación de la UE el 1 de mayo de 2004, el cuadro 7.3.2 (Comercio exterior de bienes, Detalle por área geográfica) y el cuadro 9.1.1 (Evolución fuera de la zona del euro, Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE ) se han modificado.

---

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

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

# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,6	6,6	7,2	-	5,3	21,4	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	11,4	8,5	8,3	-	4,9	22,1	2,14	4,16
IV	11,1	7,9	7,6	-	5,3	21,6	2,15	4,36
2004 I	11,1	7,2	6,5	-	5,5	.	2,06	4,15
2003 Nov	10,5	7,6	7,4	7,5	5,6	21,7	2,16	4,44
Dic	10,5	7,6	7,0	7,0	5,5	19,2	2,15	4,36
2004 Ene	11,3	7,4	6,5	6,6	5,5	16,9	2,09	4,26
Feb	11,1	7,0	6,3	6,4	5,5	15,8	2,07	4,18
Mar	11,4	6,8	6,3	.	5,5	.	2,03	4,02
Abr	.	.	.	.	.	.	2,05	4,24

### 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	-0,9	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	2,6	0,6	1,5	80,9	0,2	8,8
2004 I	1,7	0,2	.	.	.	80,5	.	8,8
2003 Nov	2,2	1,4	-	-	0,9	-	-	8,8
Dic	2,0	1,0	-	-	2,1	-	-	8,8
2004 Ene	1,9	0,3	-	-	0,6	80,6	-	8,8
Feb	1,6	0,0	-	-	0,6	-	-	8,8
Mar	1,7	0,4	-	-	.	-	-	8,8
Abr	2,0	.	-	-	.	80,4	-	.

	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	
1	2	3	4	5	6	7	8	
2002	65,4	133,6	-4,7	114,6	366,1	89,7	92,3	0,9456
2003	39,3	107,7	-9,9	25,3	306,5	99,9	103,6	1,1312
2003 II	-5,0	24,2	2,7	62,0	326,1	101,0	104,7	1,1372
III	14,3	36,8	-19,1	-59,1	332,9	100,2	103,9	1,1248
IV	25,8	29,9	-6,4	18,2	306,5	101,8	105,9	1,1890
2004 I	.	.	.	.	308,4	103,9	108,2	1,2497
2003 Nov	5,0	8,5	4,6	4,6	321,9	100,9	104,9	1,1702
Dic	11,5	8,3	-0,9	-24,9	306,5	103,7	108,1	1,2286
2004 Ene	-4,1	4,2	-11,9	-14,9	309,7	104,7	108,9	1,2613
Feb	7,8	9,5	7,8	4,4	298,5	104,4	108,6	1,2646
Mar	.	.	.	.	308,4	102,8	107,1	1,2262
Abr	.	.	.	.	.	100,9	105,2	1,1985

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

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

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

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





## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

### I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

#### 1. Activo

	2004 9 Abr	2004 16 Abr	2004 23 Abr	2004 30 Abr
<b>Oro y derechos en oro</b>	136.529	136.529	136.529	136.529
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	171.428	171.190	171.723	173.580
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	16.791	16.995	17.511	17.691
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	8.321	7.991	7.361	7.407
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	293.528	280.507	286.034	295.059
Operaciones principales de financiación	218.499	205.500	211.000	220.002
Operaciones de financiación a plazo más largo	75.000	75.000	75.000	75.001
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	19	3	33	44
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	10	4	1	12
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	1.010	999	925	1.000
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	69.862	70.036	71.189	71.043
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	42.589	42.589	42.546	42.547
<b>Otros activos</b>	108.055	108.420	108.900	108.682
<b>Total activo</b>	848.113	835.256	842.718	853.538

#### 2. Pasivo

	2004 9 Abr	2004 16 Abr	2004 23 Abr	2004 30 Abr
<b>Billetes en circulación</b>	441.418	435.813	432.009	435.421
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	135.074	135.225	131.071	133.564
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	135.008	135.165	131.026	133.513
Facilidad de depósito	65	49	44	48
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	1	11	1	3
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	302	301	302	301
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	1.054	1.054	1.054	1.054
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	51.605	44.294	59.028	62.077
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	8.551	8.475	8.384	8.563
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	297	298	300	301
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	8.973	8.385	8.797	10.289
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el IFM</b>	5.924	5.924	5.924	5.924
<b>Otros pasivos</b>	55.035	55.607	55.968	56.162
<b>Cuentas de revalorización</b>	80.604	80.604	80.604	80.604
<b>Capital y reservas</b>	59.276	59.276	59.277	59.278
<b>Total pasivo</b>	848.113	835.256	842.718	853.538

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	
<b>Operaciones principales de financiación</b>							
2004 6 Jan.	118.344	229	80.000	2,00	2,02	2,04	15
14	166.033	314	144.000	2,00	2,00	2,02	14
21	101.083	291	85.000	2,00	2,00	2,01	14
28	165.044	315	139.000	2,00	2,01	2,02	14
4 Feb.	112.763	276	76.000	2,00	2,01	2,02	14
11	147.492	313	137.000	2,00	2,00	2,01	12
18	104.015	285	83.000	2,00	2,00	2,01	14
23	135.659	268	135.659	2,00	2,00	2,00	16
3 Mar.	100.586	253	85.000	2,00	2,00	2,01	14
10	147.204	267	127.500	2,00	2,00	2,01	7
17	224.149	330	216.500	2,00	2,00	2,01	7
24	224.531	333	224.531	2,00	2,00	2,00	7
31	257.167	335	218.000	2,00	2,00	2,01	7
7 Apr.	255.399	317	218.500	2,00	2,00	2,01	7
14	265.103	341	205.500	2,00	2,00	2,01	7
21	267.511	371	211.000	2,00	2,00	2,01	7
28	270.499	366	220.000	2,00	2,00	2,01	7
5 May	267.916	349	211.000	2,00	2,00	2,01	7
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>							
2003 30 Apr.	35.096	164	15.000	-	2,50	2,51	92
29 May	30.218	120	15.000	-	2,25	2,27	91
26 June	28.694	124	15.000	-	2,11	2,12	91
31 July	25.416	134	15.000	-	2,08	2,10	91
28 Aug.	35.940	143	15.000	-	2,12	2,13	91
25 Sep.	28.436	106	15.000	-	2,10	2,12	84
30 Oct.	32.384	150	15.000	-	2,13	2,14	91
27 Nov.	25.402	128	15.000	-	2,12	2,13	91
18 Dec.	24.988	114	15.000	-	2,12	2,14	105
2004 29 Jan.	47.117	145	25.000	-	2,03	2,04	91
26 Feb.	34.597	139	25.000	-	2,01	2,03	91
1 Apr.	44.153	141	25.000	-	1,85	1,90	91
29	54.243	180	25.000	-	2,01	2,03	91

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2000 5 Ene <sup>5)</sup>	Captación de depósitos a plazo fijo	14,420	43	14,420	-	-	3,00	3,00	7
21 Jun	Operaciones temporales	18,845	38	7,000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 Abr	Operaciones temporales	105,377	329	73,000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 Sep	Operaciones temporales	69,281	63	69,281	4,25	-	-	-	1
13	Operaciones temporales	40,495	45	40,495	4,25	-	-	-	1
28 Nov	Operaciones temporales	73,096	166	53,000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57,644	61	25,000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operaciones temporales	59,377	63	40,000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 Dic	Operaciones temporales	28,480	50	10,000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3,850	12	3,850	2,50	-	-	-	3

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

**2. Reservas mantenidas**

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

**3. Liquidez**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez			Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria	
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito						Otras operaciones de absorción de liquidez
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	383,7	122,5	60,0	0,5	12,4	0,8	0,0	298,0	43,5	109,3	127,4	426,2
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003 I	352,5	179,5	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	347,8	59,1	40,6	129,6	477,5
II	331,3	194,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,2	373,2	52,6	13,2	131,9	505,3
III	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
IV	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004 23 Ene	309,2	232,6	45,0	0,3	0,0	0,1	0,0	427,6	37,0	-11,2	133,6	561,4
9 Mar	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
6 Abr	301,4	217,9	67,1	0,4	0,0	0,4	0,0	425,3	51,5	-25,7	135,3	561,0

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 <sup>1)</sup>	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
IV	1.085,7	471,3	22,6	0,6	448,0	133,5	121,5	1,2	10,8	-	12,8	318,0	12,4	137,7
2004 Ene	1.090,0	469,7	22,6	0,7	446,4	136,3	123,9	1,3	11,2	-	12,9	321,7	13,0	136,3
Feb	1.091,3	474,4	22,6	0,6	451,1	140,4	127,1	1,3	11,9	-	13,1	309,1	13,9	140,4
Mar <sup>(p)</sup>	1.102,4	467,3	22,6	0,7	444,0	143,3	129,2	1,5	12,7	-	13,1	320,8	14,0	143,9
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	2.544,3	160,8	1.030,1
II	19.528,1	11.879,3	794,2	6.941,9	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	19.565,7	11.948,0	797,6	6.994,6	4.155,7	2.926,5	1.258,5	411,5	1.256,4	69,3	879,4	2.547,2	158,6	1.036,8
IV	19.795,4	12.106,5	819,4	7.093,5	4.193,6	2.947,5	1.246,0	425,7	1.275,9	67,3	895,0	2.567,0	162,1	1.050,1
2004 Ene	20.038,4	12.130,0	816,8	7.108,9	4.204,3	2.992,3	1.271,4	425,0	1.295,9	76,2	909,6	2.694,6	159,3	1.076,4
Feb	20.160,7	12.152,9	808,3	7.140,9	4.203,7	3.040,6	1.293,6	430,7	1.316,4	77,3	908,3	2.723,4	159,6	1.098,6
Mar <sup>(p)</sup>	20.422,4	12.228,7	823,1	7.171,5	4.234,1	3.080,6	1.303,9	431,8	1.344,9	77,8	928,4	2.827,8	160,0	1.119,1

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro			Participac. emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2001	998,6	285,9	391,9	35,1	14,4	342,4	-	4,6	209,8	35,6	70,8
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003 I	1.015,4	365,4	345,8	50,7	16,2	279,0	-	2,7	149,5	28,7	123,3
II	1.074,6	391,4	379,4	52,6	18,9	307,9	-	2,6	143,1	29,8	128,3
III	1.089,1	406,4	362,1	55,0	17,4	289,8	-	2,6	151,2	32,4	134,4
IV	1.085,7	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	1.091,3	433,4	349,4	48,9	16,5	283,9	-	1,6	142,3	24,3	140,2
Mar <sup>(p)</sup>	1.102,4	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,0
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	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.992,6	1.108,7	2.594,2	1.431,7
2003 I	19.184,0	0,0	10.317,2	125,5	5.995,4	4.196,3	617,6	3.045,5	1.115,8	2.665,5	1.422,4
II	19.528,1	0,0	10.540,9	147,6	6.096,4	4.296,9	640,1	3.080,4	1.126,3	2.642,3	1.498,1
III	19.565,7	0,0	10.566,1	128,9	6.128,3	4.308,9	646,2	3.125,6	1.142,5	2.607,2	1.478,2
IV	19.795,4	0,0	10.769,0	132,3	6.274,1	4.362,7	649,1	3.158,8	1.151,1	2.609,6	1.457,8
2004 Ene	20.038,4	0,0	10.764,5	131,3	6.267,7	4.365,5	667,8	3.206,0	1.153,7	2.720,2	1.526,3
Feb	20.160,7	0,0	10.807,0	144,1	6.288,1	4.374,7	676,4	3.236,1	1.154,0	2.742,3	1.545,0
Mar <sup>(p)</sup>	20.422,4	0,0	10.859,6	140,7	6.307,6	4.411,3	678,6	3.302,5	1.160,7	2.835,4	1.585,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

**1. Activo**

	Total 1	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones/ y particip. emitidas por residentes en la zona del euro 8	Activos frente a no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> 9	Activo fijo 10	Resto de activos 11
		Total 2	AAPP 3	Otros residentes en la zona del euro 4	Total 5	AAPP 6	Otros residentes en la zona del euro 7				
<b>Saldos vivos</b>											
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	2.893,6	172,7	1.116,4
II	14.381,3	7.760,4	817,9	6.942,6	1.748,7	1.342,5	406,2	594,1	2.958,5	169,9	1.149,6
III	14.406,6	7.816,6	821,3	6.995,3	1.781,7	1.369,0	412,6	614,8	2.889,0	170,8	1.133,7
IV	14.548,8	7.936,2	842,0	7.094,1	1.794,3	1.367,4	426,9	623,7	2.885,0	174,5	1.135,1
2004 Ene	14.763,8	7.949,0	839,4	7.109,6	1.821,6	1.395,3	426,3	632,9	3.016,3	172,3	1.171,8
Feb	14.863,5	7.972,5	830,9	7.141,6	1.852,7	1.420,7	432,0	633,3	3.032,5	173,5	1.199,0
Mar <sup>(p)</sup>	15.078,7	8.017,9	845,7	7.172,2	1.866,4	1.433,1	433,3	649,2	3.148,5	174,0	1.222,6
<b>Operaciones</b>											
2001	906,4	365,6	-7,6	373,2	71,4	8,5	62,9	29,8	331,1	8,1	100,8
2002	601,2	299,2	-9,4	308,6	75,8	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	91,6	-3,6	-17,5
II	321,2	96,2	-8,6	104,8	52,0	37,9	14,1	21,2	122,9	-2,5	31,5
III	1,7	60,4	3,5	56,9	39,6	32,7	6,9	-4,8	-72,1	0,8	-22,3
IV	250,6	141,8	19,8	122,0	16,3	-0,4	16,7	7,2	82,8	1,9	0,6
2004 Ene	182,2	22,9	-2,7	25,6	15,5	17,5	-1,9	7,4	111,4	-2,4	27,2
Feb	103,1	28,3	-8,5	36,7	27,8	23,0	4,8	1,5	23,0	1,2	21,4
Mar <sup>(p)</sup>	170,5	44,3	16,0	28,3	12,5	11,7	0,8	16,4	76,2	0,5	20,7

**2. Pasivo**

	Total 1	Efectivo en circulación 2	Depósitos de la Administración Central 3	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes 4	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup> 5	Valores distintos de acciones y partici- paciones <sup>3)</sup> 6	Capital y reservas 7	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> 8	Resto de pasivos 9	Discrepancias de pasivos entre IFM 10
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	5.969,9	470,5	1.818,1	1.006,4	2.627,0	1.550,9	10,8
2003 I	14.124,7	327,2	176,2	6.011,6	550,8	1.804,0	1.001,0	2.694,2	1.545,7	14,1
II	14.381,3	351,0	200,3	6.115,3	571,0	1.830,8	997,7	2.672,2	1.626,4	16,5
III	14.406,6	364,8	183,9	6.145,7	576,9	1.861,7	1.016,6	2.639,6	1.612,6	4,8
IV	14.548,8	397,9	153,6	6.290,9	581,8	1.873,6	1.006,9	2.637,1	1.600,1	6,8
2004 Ene	14.763,8	389,1	174,1	6.283,2	591,6	1.900,5	1.004,8	2.749,6	1.668,5	2,5
Feb	14.863,5	393,5	193,1	6.304,6	599,1	1.909,4	1.008,2	2.766,6	1.685,2	3,8
Mar <sup>(p)</sup>	15.078,7	399,5	183,9	6.323,4	600,7	1.946,6	1.023,9	2.859,1	1.730,6	11,0
<b>Operaciones</b>										
2001	906,4	-116,4	-26,9	385,4	91,0	107,7	81,0	338,4	97,0	-50,7
2002	601,2	101,4	-5,8	222,0	70,0	104,5	39,1	75,9	-92,6	86,7
2003 I	220,9	7,7	32,8	50,8	35,8	25,0	2,6	59,6	-18,2	24,9
II	321,2	23,8	24,1	110,8	19,8	34,1	0,5	26,5	61,8	19,8
III	1,7	14,4	-13,7	-1,1	3,5	37,3	23,9	-20,9	-34,1	-7,7
IV	250,6	33,1	-30,3	155,1	-1,3	34,0	4,7	67,1	-33,4	21,6
2004 Ene	182,2	-8,8	20,5	-9,2	9,2	22,7	0,1	86,1	70,0	-8,4
Feb	103,1	4,3	19,0	22,1	7,5	9,8	2,3	16,8	18,0	3,4
Mar <sup>(p)</sup>	170,5	6,0	-9,2	15,3	3,6	28,3	7,1	72,4	45,2	1,8

Fuente: BCE.

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

## 2.3 Estadísticas monetarias

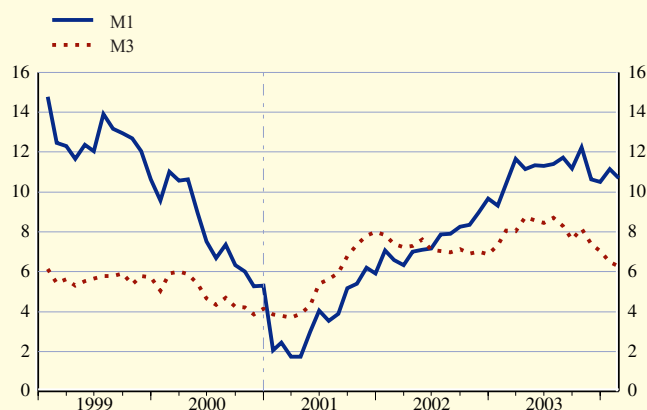
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Préstamos	Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>
	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	2.508,7	2.495,0	5.003,7	857,8	5.861,4	-	4.005,0	2.120,9	7.788,3	6.847,2	223,4
II	2.552,2	2.536,7	5.088,9	887,2	5.976,1	-	4.028,6	2.143,2	7.911,6	6.911,8	278,9
III	2.621,6	2.547,7	5.169,3	888,8	6.058,2	-	4.106,0	2.200,9	8.046,8	7.005,5	237,5
IV	2.673,9	2.554,2	5.228,0	909,4	6.137,4	-	4.141,9	2.228,0	8.149,1	7.095,3	221,1
2004 Ene	2.714,6	2.546,3	5.260,9	898,7	6.159,5	-	4.156,0	2.241,5	8.174,5	7.114,8	265,9
Feb	2.736,6	2.548,3	5.285,0	911,7	6.196,7	-	4.180,7	2.249,2	8.216,4	7.152,1	273,4
Mar <sup>(p)</sup>	2.770,0	2.546,0	5.316,0	890,9	6.206,8	-	4.237,2	2.264,6	8.237,8	7.164,7	313,2
Operaciones											
2001	121,4	158,3	279,7	118,6	398,4	-	178,1	2,4	467,0	377,4	-6,7
2002	214,6	88,4	303,0	68,4	371,4	-	187,7	38,0	346,3	312,6	167,9
2003 I	67,8	48,2	116,0	-7,9	108,1	-	29,5	16,6	81,9	80,9	84,0
II	59,1	45,2	104,3	26,5	130,8	-	38,0	25,2	128,7	81,6	65,0
III	72,4	10,6	82,9	1,3	84,2	-	87,1	63,9	114,0	97,9	-55,6
IV	56,3	10,9	67,3	13,4	80,7	-	74,6	27,5	126,2	113,0	0,9
2004 Ene	40,3	-9,5	30,8	-8,5	22,3	-	10,0	2,8	32,7	29,7	51,3
Feb	23,2	1,5	24,7	13,9	38,6	-	23,7	5,5	46,6	42,1	14,5
Mar <sup>(p)</sup>	31,9	-4,0	27,9	-19,0	8,9	-	38,7	15,7	19,1	10,1	20,0
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	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	167,9
2003 Mar	11,6	4,8	8,1	8,0	8,0	8,3	4,4	1,7	4,8	4,7	229,9
Jun	11,2	5,8	8,4	8,6	8,5	8,6	5,0	3,7	5,1	4,6	247,0
Sep	11,1	5,3	8,2	4,4	7,6	8,0	5,3	5,6	5,5	4,9	165,7
Dic	10,5	4,7	7,6	3,9	7,0	7,0	5,8	6,4	5,8	5,5	94,3
2004 Ene	11,3	3,6	7,4	1,3	6,5	6,6	5,9	6,0	5,8	5,5	109,5
Feb	11,1	3,0	7,0	2,4	6,3	6,4	6,1	5,8	5,9	5,5	105,6
Mar <sup>(p)</sup>	11,4	2,2	6,8	3,2	6,3	.	6,8	6,6	6,0	5,5	96,1

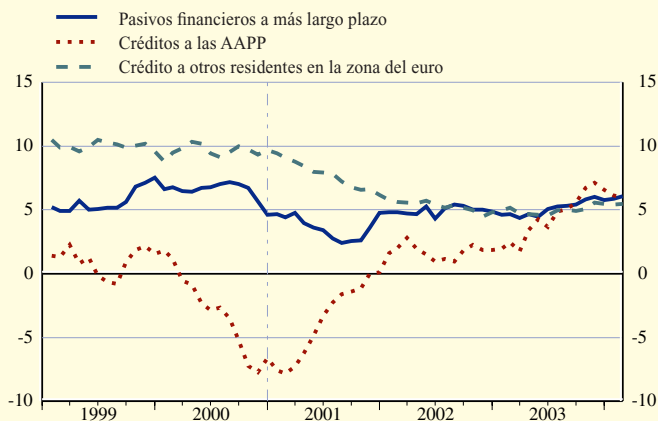
### C1 Agregados monetarios

(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

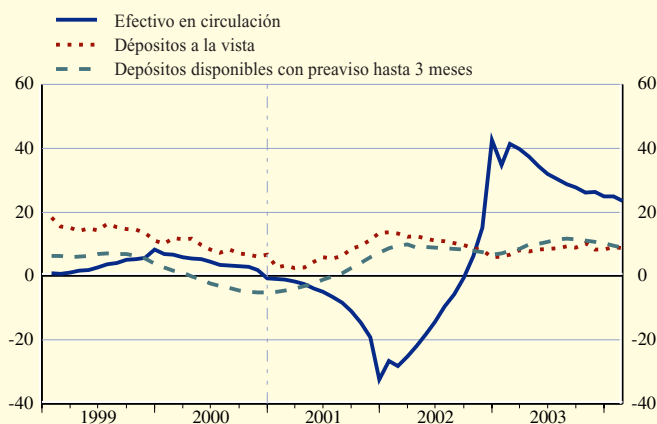
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales a fin de período; operaciones realizadas en el período)

#### 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
<b>Saldos vivos</b>											
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	1.696,9	103,7	1.187,2	1.006,4
2003 I	331,9	2.176,8	1.071,5	1.423,4	209,4	549,1	99,4	1.702,6	100,2	1.203,1	999,2
II	347,1	2.205,0	1.074,1	1.462,7	220,9	569,3	97,0	1.728,5	96,2	1.210,8	993,1
III	366,9	2.254,7	1.051,4	1.496,4	215,6	582,0	91,3	1.770,3	90,9	1.230,8	1.014,0
IV	388,5	2.285,4	1.042,5	1.511,6	219,7	601,9	87,7	1.793,1	90,5	1.251,9	1.006,4
2004 Ene	396,6	2.318,1	1.029,2	1.517,1	212,1	595,5	91,0	1.812,1	90,3	1.256,1	997,4
Feb	400,0	2.336,6	1.012,8	1.535,5	225,0	595,2	91,5	1.816,8	90,2	1.264,8	1.008,9
Mar <sup>(p)</sup>	406,5	2.363,5	1.000,0	1.545,9	202,4	599,2	89,2	1.855,7	90,3	1.269,4	1.021,9
<b>Operaciones</b>											
2001	-112,5	233,9	69,3	88,9	26,8	93,9	-2,1	110,1	-10,6	-2,4	81,1
2002	99,6	115,0	0,0	88,4	9,6	72,1	-13,2	117,6	-10,0	41,2	38,9
2003 I	20,9	46,8	-5,9	54,1	-21,7	17,4	-3,6	20,2	-3,5	11,9	0,9
II	15,2	43,9	5,8	39,4	11,6	19,7	-4,8	35,6	-4,0	8,6	-2,3
III	20,4	52,0	-23,1	33,7	-4,0	10,4	-5,1	47,6	-5,3	19,0	25,8
IV	21,6	34,7	-4,6	15,5	3,2	13,7	-3,4	44,7	-0,4	23,3	6,9
2004 Ene	8,1	32,2	-14,8	5,3	-6,6	-7,0	5,1	13,0	-0,1	3,9	-6,8
Feb	3,4	19,8	-17,0	18,5	12,8	-0,4	1,4	4,7	-0,2	8,7	10,4
Mar <sup>(p)</sup>	6,5	25,4	-14,3	10,3	-22,6	5,9	-2,4	30,0	0,1	4,2	4,3
<b>Tasas de crecimiento</b>											
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	-9,5	7,3	-8,8	3,6	3,9
2003 Mar	39,7	8,1	0,0	8,6	0,9	16,5	-11,4	6,6	-8,2	3,9	2,5
Jun	31,9	8,4	-0,5	10,9	-0,9	19,3	-14,3	7,1	-10,7	3,9	4,5
Sep	27,8	8,7	-2,5	11,6	-6,7	14,2	-16,2	7,8	-15,2	4,7	4,0
Dic	24,9	8,4	-2,6	10,4	-4,8	11,6	-16,8	8,8	-12,7	5,3	3,1
2004 Ene	25,0	9,3	-3,7	9,3	-7,8	8,9	-16,6	9,5	-11,9	5,7	1,9
Feb	23,5	9,2	-5,1	9,2	-1,7	7,8	-15,1	9,4	-11,1	5,8	2,6
Mar <sup>(p)</sup>	22,7	9,6	-6,4	8,6	-2,7	7,7	-8,5	10,4	-9,9	5,6	3,9

#### C3 Componentes de los agregados monetarios

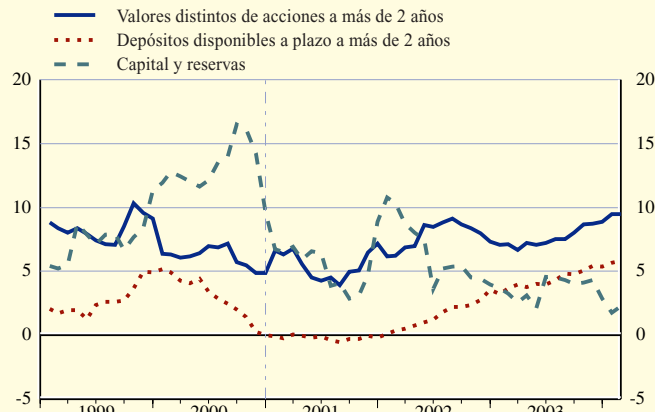
(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



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 IFM<sup>1)</sup>

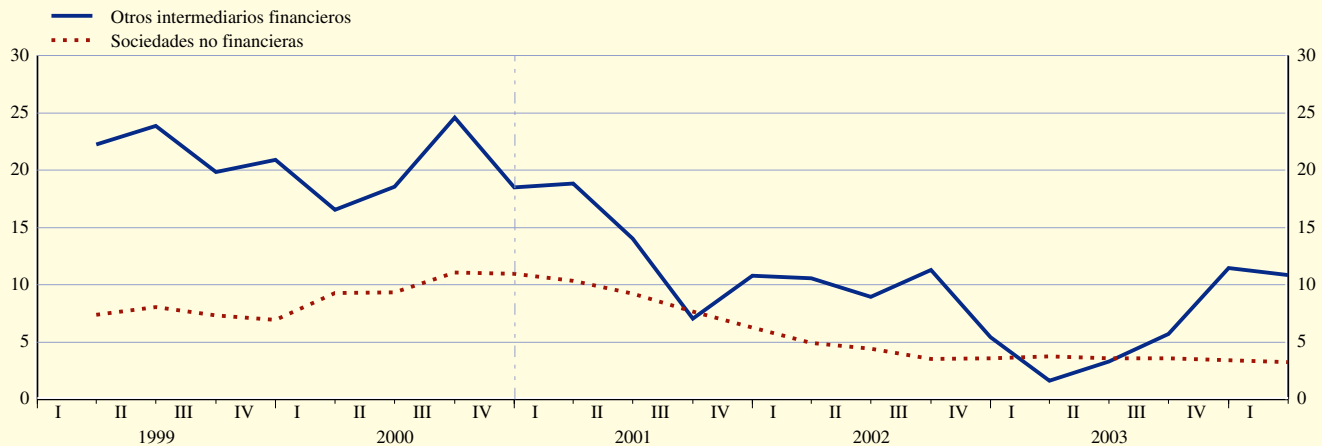
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Saldos vivos</b>								
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	455,2	289,3	2.965,6	980,1	514,8	1.470,6
2003 I	42,4	30,0	472,2	302,7	2.980,9	989,9	512,4	1.478,6
II	44,8	31,3	479,3	305,5	3.006,8	999,1	508,4	1.499,3
III	44,3	28,3	480,1	296,9	3.006,4	971,1	518,8	1.516,5
IV	35,6	22,1	506,6	317,2	3.030,5	959,1	524,6	1.546,7
2004 Ene	47,5	34,2	497,5	306,1	3.038,1	959,8	528,4	1.549,9
Feb	47,0	33,2	514,0	318,7	3.040,2	954,8	529,1	1.556,2
Mar <sup>(p)</sup>	46,3	32,1	509,1	307,1	3.050,4	956,3	523,5	1.570,6
<b>Operaciones</b>								
2001	3,6	3,0	42,7	25,6	170,8	19,9	57,0	94,0
2002	-4,0	-7,3	23,6	16,2	104,0	-24,5	32,0	96,6
2003 I	11,2	10,3	9,6	5,3	28,4	12,5	1,5	14,4
II	2,6	1,4	9,6	4,5	36,1	13,0	-2,7	25,8
III	-0,5	-3,0	2,0	-8,0	1,4	-27,1	10,2	18,3
IV	-8,8	-6,3	32,0	23,6	35,5	-6,2	6,4	35,3
2004 Ene	11,9	12,1	-2,6	-4,2	9,4	1,9	3,8	3,7
Feb	-0,5	-1,0	16,1	13,9	4,9	-4,2	1,0	8,0
Mar <sup>(p)</sup>	-0,7	-1,1	-6,3	-12,2	9,1	1,4	-1,2	9,0
<b>Tasas de crecimiento</b>								
2001 Dic	11,4	13,6	10,8	10,1	6,3	2,1	13,1	7,2
2002 Dic	-10,2	-26,4	5,4	5,9	3,6	-2,4	6,5	6,9
2003 Mar	8,3	-1,6	1,6	-2,7	3,7	-1,0	5,8	6,4
Jun	4,9	-3,9	3,3	-0,7	3,6	0,5	2,4	6,2
Sep	10,4	-5,6	5,7	1,9	3,6	-1,0	4,4	6,4
2003 Dic	12,9	12,7	11,5	8,5	3,4	-0,8	3,1	6,4
2004 Ene	12,6	15,6	12,3	10,6	3,3	-3,0	5,2	7,0
Feb	6,8	5,5	14,8	13,5	3,2	-3,2	4,5	7,1
Mar <sup>(p)</sup>	9,5	7,0	10,8	5,8	3,3	-2,1	3,4	6,8

### C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>1)</sup>

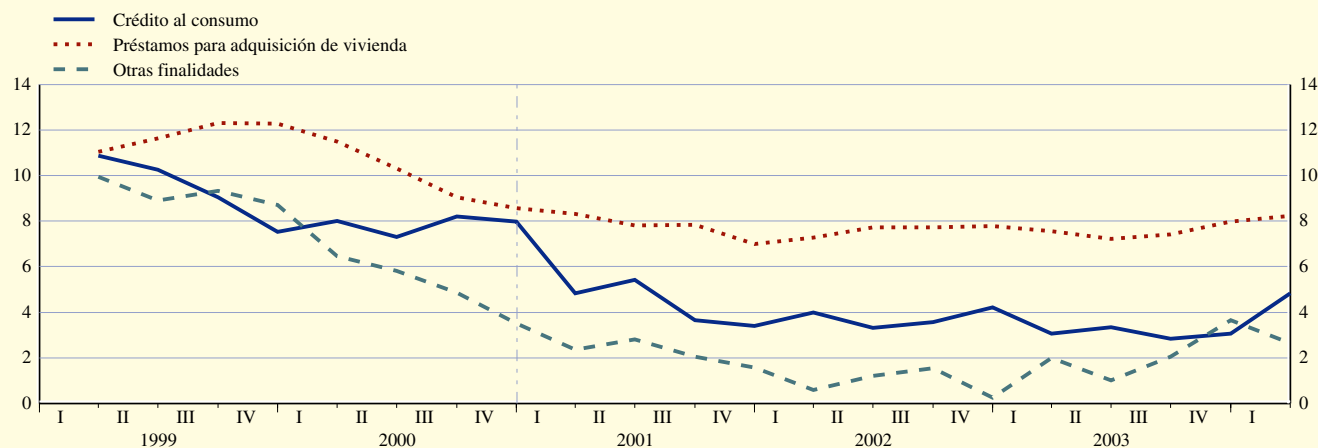
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 2. Préstamos a hogares<sup>2)</sup>

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2001	3.146,1	497,1	102,5	170,4	224,2	2.020,6	22,7	61,0	1.937,0	628,3	152,8	105,3	370,3
2002	3.327,2	518,1	105,1	178,3	234,7	2.191,4	23,1	65,1	2.103,2	617,5	153,9	99,7	363,9
2003 I	3.358,6	492,9	112,2	176,6	204,1	2.227,6	16,3	68,2	2.143,0	638,1	144,2	94,7	399,2
II	3.410,9	501,1	115,7	179,3	206,1	2.265,6	16,6	68,5	2.180,5	644,3	144,8	92,5	406,9
III	3.463,8	477,1	110,4	178,3	188,4	2.313,2	16,9	70,1	2.226,2	673,5	144,0	97,0	432,5
IV	3.520,8	484,4	112,0	181,0	191,5	2.360,4	16,1	67,3	2.277,0	676,0	144,9	95,9	435,2
2004 Ene	3.525,7	481,0	110,3	179,1	191,6	2.372,6	15,8	66,3	2.290,5	672,1	142,4	95,1	434,6
Feb	3.539,8	481,4	109,3	180,1	191,9	2.385,1	15,6	66,3	2.303,2	673,3	140,6	95,2	437,4
Mar <sup>(p)</sup>	3.565,7	484,8	110,2	181,8	192,8	2.400,3	15,9	70,6	2.313,8	680,5	141,6	94,5	444,5
Operaciones													
2001	158,1	16,4	-0,8	4,4	12,8	131,8	0,4	-1,8	133,2	9,9	-2,0	3,0	8,8
2002	179,8	21,1	6,4	5,4	9,4	157,1	0,4	2,5	154,1	1,5	-3,0	2,2	2,2
2003 I	38,3	-6,1	6,8	-3,1	-9,7	36,9	-6,6	3,2	40,3	7,8	-7,4	-2,4	17,5
II	56,5	8,4	1,6	4,6	2,3	41,4	0,3	-0,2	41,3	6,7	3,2	-2,8	6,4
III	54,0	3,0	-1,1	2,1	2,0	48,5	0,5	1,6	46,4	2,6	-4,4	1,3	5,7
IV	63,3	9,2	2,2	2,9	4,1	48,2	-0,7	-2,7	51,6	6,0	1,9	-1,0	5,1
2004 Ene	6,9	-3,0	-1,4	-1,8	0,2	12,6	-0,3	-1,0	13,8	-2,7	-2,1	-0,7	0,1
Feb	16,3	0,9	-0,9	1,2	0,6	13,2	-0,1	0,0	13,3	2,2	-1,4	0,2	3,5
Mar <sup>(p)</sup>	26,0	4,4	0,9	1,9	1,6	19,3	0,3	5,2	13,7	2,3	1,1	-0,1	1,4
Tasas de crecimiento													
2001 Dic	5,3	3,4	-1,0	2,6	6,1	7,0	1,8	-2,8	7,4	1,6	-1,3	2,9	2,4
2002 Dic	5,7	4,2	6,2	3,1	4,2	7,8	1,9	4,2	8,0	0,2	-1,9	2,2	0,6
2003 Mar	5,8	3,1	17,3	0,6	-1,2	7,6	-28,6	9,9	7,9	2,0	-5,6	0,0	5,8
Jun	5,4	3,4	15,8	2,8	-1,6	7,2	-29,3	9,5	7,6	1,0	-7,2	-5,6	6,3
Sep	5,7	2,8	12,6	4,0	-2,3	7,4	-30,0	12,0	7,7	2,1	-6,2	-2,9	6,7
2003 Dic	6,4	3,1	9,1	3,6	-0,2	8,0	-28,5	2,8	8,6	3,6	-4,5	-5,0	9,2
2004 Ene	6,4	3,8	1,5	6,4	3,0	8,2	-1,6	-0,7	8,5	2,4	-2,3	-4,1	5,6
Feb	6,4	4,9	-0,1	7,5	5,6	8,1	-3,3	-1,5	8,5	1,5	-2,2	-5,8	4,6
Mar <sup>(p)</sup>	6,7	4,8	1,3	6,2	5,6	8,2	0,2	4,2	8,4	2,6	-1,3	-3,3	5,4

### C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>1)</sup>

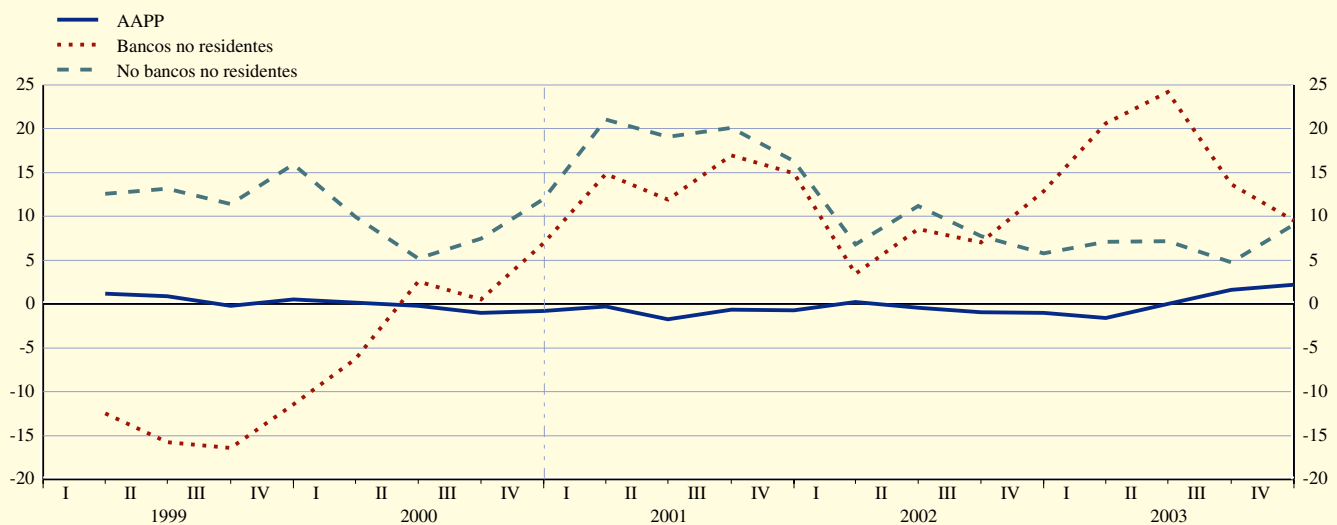
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2001	822,0	145,6	298,3	362,9	15,2	1.704,3	1.095,6	608,7	69,9	538,8
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003 I	804,8	134,7	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	1.833,2	1.242,2	590,9	59,2	531,7
III	797,6	128,4	262,5	376,0	30,6	1.741,1	1.157,4	583,7	59,8	523,9
IV <sup>(p)</sup>	819,4	128,5	265,3	392,5	32,6	1.762,8	1.181,3	579,9	58,9	521,0
<b>Operaciones</b>										
2001	-6,2	-18,7	1,1	9,9	1,7	225,2	140,1	84,6	4,3	80,3
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	134,8	34,5	-1,2	35,7
2003 I	-0,6	0,7	-10,2	4,8	4,1	66,2	43,8	22,9	-5,5	28,5
II	-8,2	-7,3	-3,8	-1,6	4,5	105,3	93,1	12,8	0,3	12,5
III	3,5	1,5	-1,0	0,5	2,2	-86,9	-82,9	-3,9	0,6	-4,4
IV <sup>(p)</sup>	20,9	0,7	2,8	16,5	2,0	74,9	54,2	20,1	-0,6	20,8
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2001 Dic	-0,8	-11,4	0,4	2,8	12,4	15,4	14,9	16,3	6,3	17,8
2002 Dic	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Mar	-1,6	-13,2	-9,2	7,1	56,3	15,6	20,6	7,1	-13,9	9,9
Jun	0,0	-8,5	-6,3	5,3	54,3	18,0	24,1	7,2	-8,3	9,1
Sep	1,6	-3,3	-4,3	5,1	50,1	10,4	13,6	4,8	-10,5	6,7
Dic <sup>(p)</sup>	1,9	-3,3	-4,4	5,4	65,0	9,3	9,5	9,1	-8,2	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 IFM<sup>1)</sup>

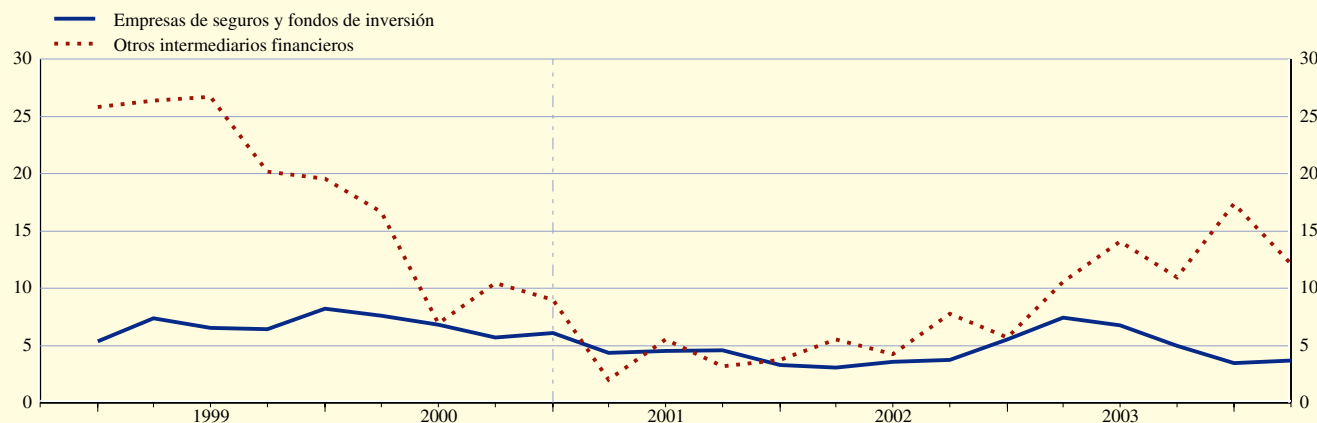
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2001	495,4	48,0	-	-	-	-	16,4	464,5	156,5	-	-	-	-	85,3
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,9	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003 I	535,8	61,7	39,2	415,0	0,9	0,6	18,3	526,4	168,2	133,5	119,6	5,3	0,1	99,6
II	537,8	63,8	38,1	412,4	1,0	0,3	22,3	546,6	180,3	132,6	129,8	5,8	0,1	98,0
III	532,7	57,3	33,0	422,3	1,1	0,3	18,7	540,3	177,2	125,2	129,3	5,0	0,1	103,6
IV	541,9	58,8	41,7	420,5	1,3	0,3	19,1	562,9	180,2	129,6	142,4	6,1	0,1	104,4
2004 Ene	554,1	65,4	43,2	422,2	1,3	0,3	21,7	567,1	178,3	130,7	140,4	6,9	0,1	110,8
Feb	556,3	62,8	42,4	424,3	1,3	0,3	25,1	579,8	184,5	123,1	143,5	8,5	0,1	120,1
Mar <sup>(p)</sup>	556,4	64,5	42,2	426,1	1,3	0,3	22,0	585,6	196,7	119,8	146,7	7,8	0,1	114,6
Operaciones														
2001	15,8	7,6	-	-	-	-	-1,1	16,2	3,6	-	-	-	-	10,3
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003 I	12,6	4,2	-6,8	14,8	-0,1	-0,1	0,5	42,2	12,8	2,0	14,0	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	-8,2	-0,8	-0,8	0,0	5,7
IV	9,6	1,7	9,0	-1,7	0,2	0,0	0,5	26,9	4,5	5,3	15,0	1,2	0,0	0,9
2004 Ene	12,1	6,5	1,4	1,6	0,0	0,0	2,6	5,1	-1,5	0,8	-2,3	0,8	0,0	7,4
Feb	2,1	-2,6	-0,8	2,2	0,0	0,0	3,4	11,9	6,3	-8,5	3,2	1,6	0,0	9,3
Mar <sup>(p)</sup>	0,0	1,6	-0,3	1,8	0,0	0,0	-3,1	4,4	11,7	-3,6	2,5	-0,8	0,0	-5,4
Tasas de crecimiento														
2001 Dic	3,3	18,7	-	-	-	-	-5,1	3,7	2,3	-	-	-	-	14,0
2002 Dic	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Mar	7,5	37,0	-	-	-	-	3,3	10,5	5,2	-	-	-	-	17,7
Jun	6,8	28,7	-	-	-	-	17,4	14,1	9,2	-	-	-	-	16,3
Sep	5,0	11,5	-	-	-	-	28,2	11,0	11,6	-	-	-	-	8,8
2003 Dic	3,4	2,8	-8,4	4,8	40,8	-12,6	6,0	17,4	17,7	-0,9	37,1	70,8	-	17,1
2004 Ene	4,3	15,2	5,5	2,8	50,0	-9,7	-0,3	13,6	11,5	4,0	23,9	58,0	-	15,1
Feb	4,8	15,4	6,1	2,7	57,9	-7,7	15,2	14,9	18,6	-6,9	26,8	78,6	-	20,9
Mar <sup>(p)</sup>	3,7	4,9	8,0	2,4	40,3	1,8	18,6	12,1	18,6	-10,9	23,9	47,7	-	16,3

### C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>1)</sup>

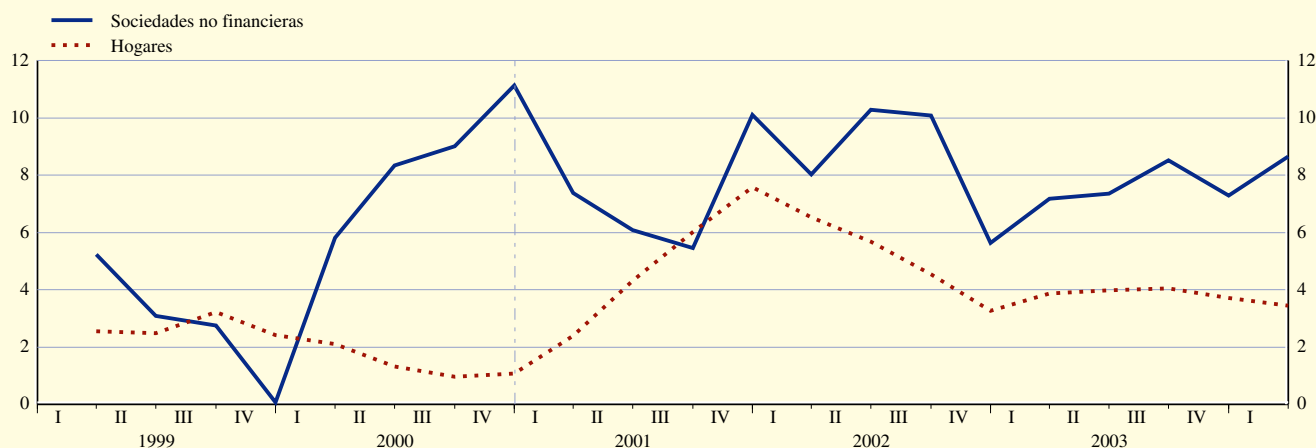
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
<b>Saldos vivos</b>														
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	959,8	565,6	271,0	61,7	28,0	1,1	32,3	3.834,9	1.195,9	580,2	586,4	1.303,2	98,6	70,6
II	1.000,7	599,2	279,1	61,0	30,2	1,4	29,8	3.868,0	1.236,6	562,8	585,0	1.328,7	93,0	61,9
III	1.017,9	608,3	282,1	65,7	30,9	1,5	29,4	3.902,3	1.270,8	555,1	586,2	1.345,3	88,6	56,3
IV	1.051,9	639,3	282,2	66,3	32,6	1,5	30,0	3.978,5	1.311,8	545,0	600,8	1.378,1	89,9	52,9
2004 Ene	1.013,1	613,9	270,8	67,9	33,5	1,5	25,4	3.995,2	1.315,7	539,8	604,7	1.392,1	88,8	54,1
Feb	1.019,1	605,5	277,4	69,2	39,3	1,7	26,0	3.996,2	1.318,0	532,5	607,0	1.396,2	88,4	54,2
Mar <sup>(p)</sup>	1.035,8	624,9	275,5	68,5	39,9	1,7	25,3	3.997,7	1.320,7	526,6	609,2	1.401,2	88,2	51,9
<b>Operaciones</b>														
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	-28,2	-35,7	43,9	-39,6	5,4	0,3	-2,4	26,7	9,9	-42,2	25,7	42,3	-5,0	-4,1
II	43,6	34,7	9,2	-0,1	2,2	0,0	-2,4	34,7	41,0	-16,2	-1,4	25,5	-5,5	-8,7
III	19,4	9,3	3,6	4,7	0,7	0,1	1,1	2,1	2,8	-8,0	0,8	16,6	-4,4	-5,6
IV	36,9	33,0	1,8	0,9	1,7	0,0	-0,5	78,4	41,5	-8,7	14,7	33,0	1,3	-3,4
2004 Ene	-40,2	-26,0	-12,0	1,5	0,8	0,0	-4,6	15,9	3,7	-5,7	3,9	13,9	-1,1	1,2
Feb	7,2	-7,4	6,8	1,3	5,8	0,1	0,6	1,2	2,3	-7,2	2,3	4,1	-0,4	0,1
Mar <sup>(p)</sup>	15,9	18,8	-2,5	-0,3	0,6	0,0	-0,7	0,5	2,5	-6,5	2,2	4,9	-0,3	-2,3
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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	7,8	-	-	-	-	-3,5	3,9	7,3	-	-	-	-	-12,4
Jun	7,4	7,7	-	-	-	-	-18,0	4,0	7,2	-	-	-	-	-19,6
Sep	8,5	8,3	-	-	-	-	-15,0	4,1	8,2	-	-	-	-	-28,2
2003 Dic	7,3	6,8	25,7	-33,7	40,8	44,2	-12,4	3,7	7,9	-12,1	7,1	9,3	-13,2	-29,2
2004 Ene	7,4	10,0	2,7	12,7	32,2	38,3	-27,1	4,1	9,6	-9,0	3,7	8,7	-12,4	-28,5
Feb	8,3	9,5	4,0	14,7	46,9	18,0	-19,3	3,7	8,7	-8,8	3,3	8,1	-11,6	-28,4
Mar <sup>(p)</sup>	8,6	11,0	2,5	13,0	42,7	20,6	-20,4	3,4	7,7	-9,0	3,8	7,5	-10,5	-26,5

### C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>1)</sup>

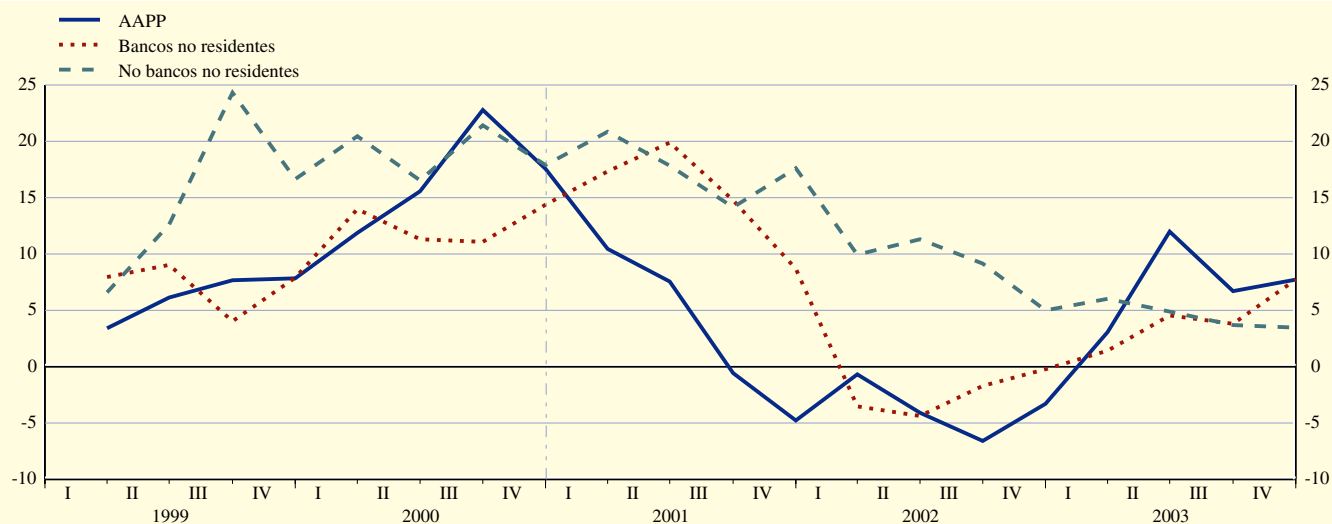
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2001	253,6	103,9	29,9	68,9	50,9	2.400,1	1.696,9	703,2	94,1	609,1
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003 I	264,0	125,5	32,0	65,5	41,0	2.292,0	1.588,0	704,0	97,8	606,2
II	290,9	147,6	34,2	64,5	44,5	2.274,5	1.580,6	693,9	94,5	599,3
III	264,1	128,9	32,3	64,2	38,7	2.256,2	1.562,4	693,7	93,4	600,3
IV <sup>(p)</sup>	271,2	132,3	30,2	67,9	40,8	2.246,3	1.582,2	667,0	95,9	571,0
<b>Operaciones</b>										
2001	-12,5	-14,1	-0,8	-0,2	2,6	234,7	130,6	103,9	10,2	93,6
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003 I	8,7	11,6	0,4	-3,7	0,3	61,6	30,2	31,4	0,5	30,8
II	26,9	22,1	2,2	-0,9	3,5	30,2	27,2	3,0	-3,3	6,3
III	-23,4	-16,0	-1,9	-0,4	-5,0	-6,6	-7,9	1,3	-1,2	2,5
IV <sup>(p)</sup>	7,1	3,4	-2,0	3,7	2,1	54,4	69,0	-11,7	2,6	-14,2
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2001 Dic	-4,8	-12,0	-2,6	-0,3	5,3	11,1	8,7	17,6	12,2	18,5
2002 Dic	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Mar	3,1	13,0	3,7	2,1	-16,9	2,8	1,4	6,0	0,0	6,9
Jun	12,0	29,9	0,4	-1,6	-3,0	4,6	4,5	4,9	-0,5	5,8
Sep	6,7	18,9	-5,7	0,8	-5,3	3,8	3,8	3,7	-7,7	5,6
Dic <sup>(p)</sup>	7,7	19,3	-4,4	-1,9	2,4	6,3	7,7	3,4	-1,4	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.

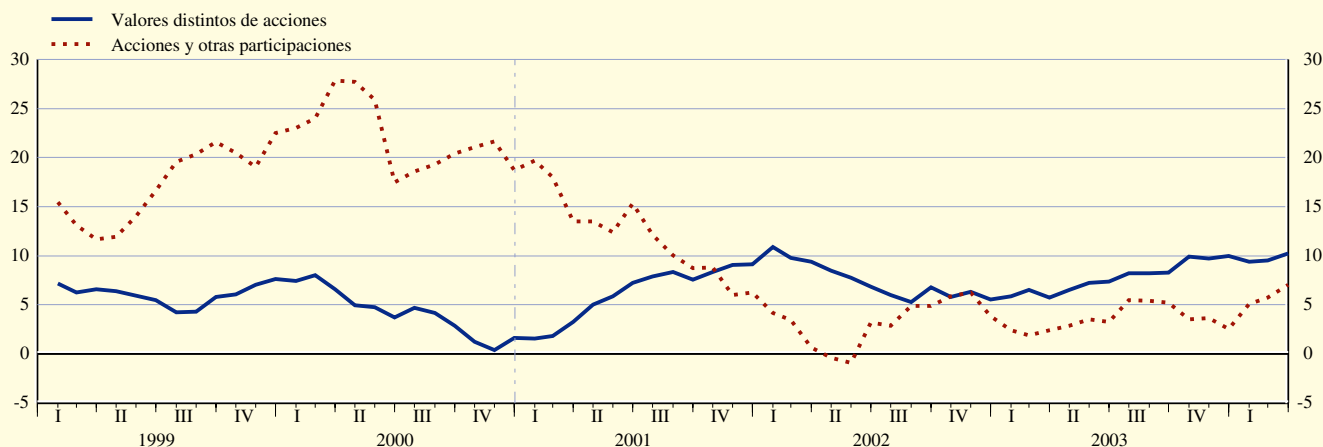
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1)</sup>

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

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos vivos</b>												
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	1.173,7	61,0	1.192,3	17,7	366,9	19,0	595,8	998,7	259,2	559,1	180,3
II	3.501,5	1.183,1	59,1	1.223,2	16,1	386,8	18,3	614,8	1.028,2	267,3	586,1	174,8
III	3.551,7	1.199,1	57,3	1.241,9	16,7	392,4	19,2	625,2	1.059,0	272,6	606,8	179,6
IV	3.576,8	1.218,5	57,4	1.230,4	15,6	407,1	18,6	629,3	1.068,6	279,6	615,4	173,7
2004 Ene	3.661,7	1.235,0	60,9	1.255,3	16,1	407,3	17,7	669,4	1.089,7	285,4	624,3	180,1
Feb	3.714,8	1.258,6	57,8	1.277,6	16,0	412,7	18,0	674,2	1.093,1	283,6	624,6	184,9
Mar <sup>(p)</sup>	3.765,7	1.284,0	60,9	1.286,2	17,7	413,6	18,2	685,0	1.117,6	287,9	640,5	189,2
<b>Operaciones</b>												
2001	258,2	82,4	-4,2	13,1	-4,9	63,0	-0,1	108,9	57,1	10,5	29,6	17,0
2002	171,3	48,0	-0,6	40,9	-0,8	27,3	3,2	53,1	37,2	13,7	4,8	18,7
2003 I	131,1	42,3	3,4	36,1	1,5	16,4	0,2	31,2	0,8	-3,0	0,7	3,1
II	87,7	16,5	-0,4	30,9	-0,7	14,0	0,2	27,2	20,5	6,0	21,0	-6,4
III	55,4	15,1	-1,9	24,1	0,4	5,9	0,9	10,9	0,9	1,9	-4,9	3,9
IV	51,8	19,5	2,3	-12,0	-0,3	15,8	0,7	25,8	3,1	3,2	7,2	-7,3
2004 Ene	61,6	14,0	2,3	15,1	0,1	-0,7	-1,3	32,2	17,9	4,0	7,5	6,4
Feb	50,4	23,1	-3,2	20,4	0,1	4,2	0,5	5,3	6,0	-0,1	1,6	4,5
Mar <sup>(p)</sup>	41,2	25,3	2,1	8,7	1,1	1,1	-0,3	3,3	24,3	4,7	16,4	3,2
<b>Tasas de crecimiento</b>												
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	-2,0	3,9	-4,3	8,5	21,9	10,0	3,8	5,4	0,9	11,6
2003 Mar	5,7	4,3	-3,8	3,2	7,5	9,9	25,4	12,0	2,4	1,0	2,3	5,2
Jun	7,4	4,3	-10,0	4,9	7,2	15,3	15,8	16,3	3,3	0,0	5,8	0,4
Sep	8,3	6,0	-9,1	6,6	8,4	15,3	18,6	13,9	5,2	3,4	6,2	4,9
Dic	10,0	8,3	7,3	6,9	5,9	14,8	10,2	17,1	2,5	3,0	4,2	-3,7
2004 Ene	9,4	7,4	4,1	6,5	1,8	12,9	9,3	18,0	5,1	7,4	5,4	0,7
Feb	9,5	8,4	-0,6	7,0	-4,0	12,0	10,3	16,6	5,7	7,6	6,0	2,2
Mar <sup>(p)</sup>	10,2	9,7	2,3	7,3	5,0	10,9	3,0	18,0	7,1	7,5	8,4	2,3

## CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

## 2.7 Revaloración de algunas partidas del balance de las IFM<sup>1)</sup>

(mm de euros)

### 1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,0	-	-	-	-0,6	-	-	-	-6,7	-	-	-
2002	-0,9	-	-	-	-1,3	-	-	-	-5,3	-	-	-
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
IV	-0,9	-0,4	-0,2	-0,3	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
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	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,9	-0,2	0,0	-0,6
Mar <sup>(p)</sup>	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-0,4

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2001	-9,1	-0,7	-5,4	-2,9	-1,0	-	-
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-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
IV	-5,8	-3,0	-0,4	-2,4	-0,4	0,0	-0,4
2004 Ene	-3,6	-1,8	-0,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2
Feb	-1,6	-0,5	-0,1	-0,9	-0,2	-0,1	-0,1
Mar <sup>(p)</sup>	-1,2	-0,7	-0,1	-0,5	-0,2	0,0	-0,2

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	14,1	-0,6	0,2	9,9	0,1	5,9	0,1	-1,5	7,3	1,1	7,6	-1,3
2002	35,2	9,8	0,6	11,1	-0,1	5,1	0,2	8,4	-6,8	-4,7	0,7	-2,7
2003 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	8,8	2,1	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
IV	-6,2	0,5	-0,2	-4,2	0,1	-0,3	-0,1	-1,9	4,4	1,5	1,5	1,4
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	3,7	0,6	0,0	1,7	0,0	1,1	0,0	0,2	-2,6	-1,7	-1,2	0,3
Mar <sup>(p)</sup>	2,8	0,2	0,1	1,5	0,1	0,1	0,0	0,8	0,2	-0,4	-0,5	1,1

Fuente: BCE.

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



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

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona euro														
2001	3.829,6	87,7	12,3	8,0	0,9	1,8	1,0	5.867,1	96,6	3,4	2,2	0,4	0,2	0,3
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003 I	4.196,3	90,5	9,5	6,1	0,7	1,5	0,8	6.120,9	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	6.244,0	97,0	3,0	1,8	0,3	0,2	0,4
III	4.308,9	91,0	9,0	5,6	0,5	1,5	0,9	6.257,2	97,1	2,9	1,7	0,4	0,1	0,3
IV <sup>(p)</sup>	4.362,7	91,2	8,8	5,5	0,5	1,5	0,9	6.406,4	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	1.588,0	46,1	53,9	36,8	2,1	4,4	7,9	704,0	51,7	48,3	32,0	2,5	1,9	8,9
II	1.580,6	45,9	54,1	37,4	1,7	4,2	8,0	693,9	52,1	47,9	32,3	2,2	1,9	8,8
III	1.562,4	46,4	53,6	35,9	1,7	4,1	8,9	693,7	52,9	47,1	30,3	2,4	2,3	9,2
IV <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2001	3.030,2	85,1	14,9	8,2	2,2	1,4	2,2
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003 I	3.197,1	85,2	14,8	8,1	1,6	1,6	2,3
II	3.226,5	85,6	14,4	8,1	1,4	1,6	2,1
III	3.261,6	85,3	14,7	8,2	1,5	1,7	2,1
IV <sup>(p)</sup>	3.303,2	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 IFM<sup>1)</sup>**

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
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	-	-	-	-	-	7.736,1	96,3	3,7	1,7	0,4	1,1	0,3	
III	4.155,7	-	-	-	-	-	7.792,3	96,4	3,6	1,7	0,4	1,2	0,3	
IV <sup>(p)</sup>	4.193,6	-	-	-	-	-	7.912,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2001	1.095,6	41,3	58,7	37,9	4,0	3,4	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	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	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	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	583,7	38,3	61,7	45,9	2,1	4,4	6,3	
IV <sup>(p)</sup>	1.181,3	50,3	49,7	28,9	5,2	2,3	579,9	38,3	61,7	44,2	2,4	4,6	6,9	

**4. Valores distintos de acciones**

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
2001	1.122,9	95,2	4,8	2,7	0,6	0,1	1.413,0	97,6	2,4	1,3	0,8	0,1	0,2	
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4	
2003 I	1.234,7	95,1	4,9	1,7	0,6	0,2	1.595,9	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	1.644,5	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2	
III	1.256,4	95,4	4,6	1,5	0,5	0,3	1.670,1	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2	
IV <sup>(p)</sup>	1.275,9	95,5	4,5	1,4	0,5	0,3	1.671,6	98,0	2,0	1,1	0,6	0,1	0,2	
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
2001	233,0	34,4	65,6	49,6	1,8	1,2	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	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6	
2003 I	256,7	39,8	60,2	36,3	3,7	3,4	339,1	43,2	56,8	36,5	9,1	0,7	5,9	
II	259,1	42,2	57,8	34,4	3,4	2,5	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	362,9	45,0	55,0	34,7	9,4	0,7	5,7	
IV <sup>(p)</sup>	271,2	44,7	55,3	30,4	3,8	2,0	357,5	46,1	53,9	33,2	9,1	0,7	6,1	

Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación sectorial se basa en el SEC 95.
- 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.
- Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

## 2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 III	2.846,2	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	102,9
IV	2.860,6	242,2	1.335,0	72,0	1.263,1	853,4	203,1	120,5	106,4
2003 I	2.746,9	217,2	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	116,7	108,1
II	2.959,5	232,6	1.382,7	67,1	1.315,6	880,9	224,5	120,7	118,1
III	3.085,6	248,3	1.405,3	65,3	1.340,0	932,3	234,6	126,3	138,8
IV <sup>(p)</sup>	3.174,3	234,9	1.389,0	67,4	1.321,6	1.033,9	243,6	133,9	139,0

### 2. Pasivo

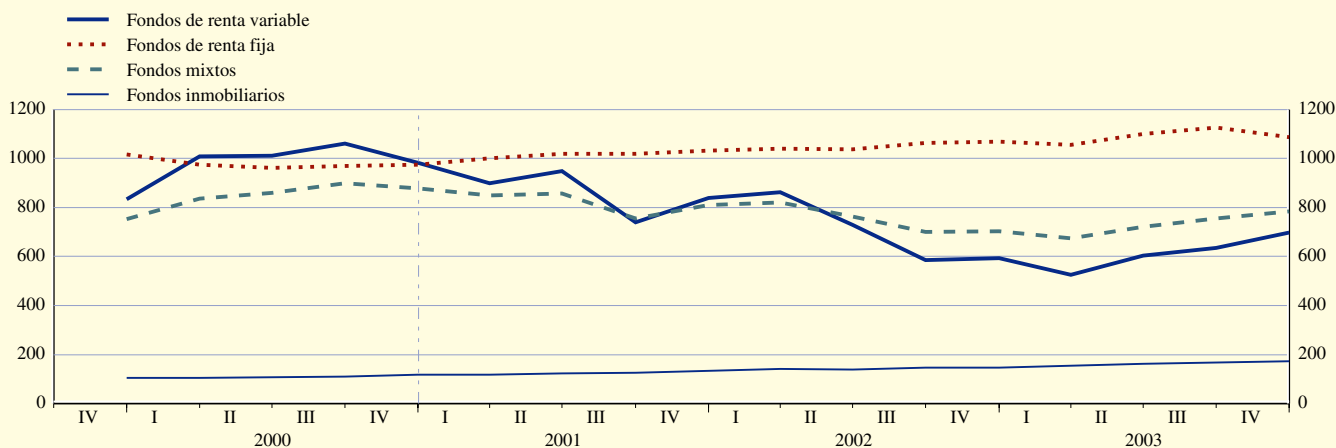
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2002 III	2.846,2	38,9	2.731,9	75,3
IV	2.860,6	39,3	2.744,3	76,9
2003 I	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
IV <sup>(p)</sup>	3.174,3	44,2	3.010,9	119,1

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

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002 III	2.846,2	585,2	1.063,3	699,9	145,6	352,2	2.092,0	754,2
IV	2.860,6	594,1	1.068,2	701,6	147,5	349,2	2.087,7	772,9
2003 I	2.746,9	525,9	1.054,1	675,3	153,9	337,7	1.975,5	771,4
II	2.959,5	603,3	1.099,5	720,8	161,4	374,4	2.140,4	819,1
III	3.085,6	635,4	1.127,0	754,2	167,7	401,4	2.249,0	836,6
IV <sup>(p)</sup>	3.174,3	697,8	1.086,2	783,3	171,9	435,1	2.318,1	856,2

## C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

**1. Fondos según su política de inversión**

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

**2. Fondos según el tipo de inversor**

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

Fuente: BCE.



## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM <sup>1)</sup>		
			Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
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	1.836,2	1.571,9	1.434,1	106,1	176,2	215,4	323,9
II	15.071,3	5.753,8	319,1	5.029,7	1.918,5	1.560,2	1.456,4	94,7	200,3	204,7	329,8
III	15.208,8	5.762,8	332,9	5.071,6	1.956,8	1.556,0	1.469,5	89,3	183,9	174,4	344,6
<b>Operaciones</b>											
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	-29,5	-11,1	43,0	-5,7	32,8	4,8	32,3
II	222,2	136,3	23,8	85,9	83,8	-8,7	22,2	-11,4	24,1	2,5	11,4
III	143,1	16,7	14,4	12,6	7,0	-3,6	13,0	-3,9	-13,7	3,4	16,5
<b>Tasas de crecimiento</b>											
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	7,3	-0,4	7,3	-10,6	5,1	12,1	13,7
II	5,0	6,5	30,4	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	12,1	22,6
III	5,1	6,7	27,5	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	12,8	24,3
<b>Valores distintos de acciones</b>											
			<b>Acciones<sup>2)</sup></b>					<b>Reservas técnicas de seguro</b>			
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
<b>Saldos vivos</b>											
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	
<b>Operaciones</b>											
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	
<b>Tasas de crecimiento</b>											
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 periodo; operaciones realizadas en el periodo)

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario	
		Total			Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>1)</sup>			
			De las IFM de la zona del euro		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo		A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<b>Saldos vivos</b>														
2002 II	15.919,7	7.904,2	7.017,6	874,7	53,4	821,3	3.546,5	1.206,7	2.339,8	3.483,0	287,7	3.195,2	247,3	
III	15.361,6	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	15.591,7	8.060,4	7.130,6	880,4	60,6	819,8	3.587,2	1.171,9	2.415,3	3.592,9	286,3	3.306,6	242,6	
2003 I	15.541,3	8.111,5	7.169,1	872,3	68,3	803,9	3.612,2	1.187,0	2.425,2	3.627,0	276,6	3.350,4	255,9	
II	16.089,4	8.211,6	7.236,3	859,7	69,6	790,1	3.659,8	1.211,5	2.448,3	3.692,2	281,0	3.411,2	253,3	
III	16.176,6	8.299,4	7.292,0	865,4	70,6	794,8	3.668,9	1.186,7	2.482,2	3.765,1	275,4	3.489,7	274,6	
<b>Operaciones</b>														
2002 II	187,2	113,0	82,7	-25,3	0,1	-25,4	64,7	-3,4	68,1	73,6	9,4	64,2	-18,0	
III	111,3	43,1	34,6	-8,0	1,3	-9,2	2,4	-17,7	20,1	48,7	-3,9	52,7	-7,1	
IV	143,6	120,6	94,0	14,0	5,9	8,1	48,6	-10,8	59,3	58,1	3,3	54,8	7,5	
2003 I	246,7	80,6	66,0	-0,3	8,0	-8,2	38,6	14,6	24,0	42,3	-7,5	49,8	5,6	
II	236,8	114,8	84,0	-10,3	3,3	-13,6	56,4	30,1	26,3	68,7	5,0	63,6	2,6	
III	142,9	84,6	58,7	5,7	1,0	4,7	4,8	-21,8	26,6	74,1	-4,8	79,0	22,4	
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2002 II	4,2	5,0	4,4	-0,6	26,7	-2,0	5,3	-3,6	10,7	6,2	0,6	6,8	-9,1	
III	4,1	4,4	4,0	-0,8	20,9	-2,0	3,7	-3,8	8,0	6,5	0,7	7,0	-4,5	
IV	3,9	4,4	4,0	-2,0	21,2	-3,4	3,9	-3,1	7,8	6,5	1,5	7,0	-2,9	
2003 I	4,2	4,6	4,0	-2,2	28,5	-4,1	4,4	-1,4	7,5	6,5	0,4	7,1	-4,3	
II	4,6	4,5	4,0	-0,5	34,5	-2,8	4,1	1,3	5,5	6,3	-1,1	6,9	3,5	
III	5,0	5,0	4,3	1,0	33,1	-1,1	4,2	1,0	5,8	6,9	-1,4	7,6	15,7	

	Valores distintos de acciones emitidos por									Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total			Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo			
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
<b>Saldos vivos</b>												
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		
<b>Operaciones</b>												
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		
<b>Tasas de crecimiento</b>												
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	3.480,8	523,1	55,9	445,9	3,5	17,9	336,9	70,5	266,4	1.356,5	54,1	1.302,4
2003 I	3.496,5	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	341,4	71,7	269,7	1.410,4	63,7	1.346,7
II	3.638,5	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	345,4	73,5	271,9	1.438,3	58,9	1.379,4
III	3.700,8	532,7	57,3	455,3	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	65,8	16,8	5,8	8,0	-0,4	3,5	3,1	1,5	1,6	35,0	2,2	32,7
2003 I	92,5	12,6	4,2	7,8	0,1	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	3,8	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	5,6	16,3	4,3	1,9	8,5	4,1	16,7	1,3	10,6	17,4	10,4
2003 I	6,7	7,5	37,0	4,8	-10,5	3,3	5,4	20,2	2,0	10,2	19,2	9,8
II	7,6	6,8	28,8	3,9	-1,9	17,4	5,7	18,5	2,6	12,0	43,1	11,0
III	7,3	5,0	11,3	3,6	-5,4	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 <sup>1)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
					13	14			15	16			17	18
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	51,4	3,2	3,7	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	-11,4	-9,1	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	11,2	-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	54,1	1,7	-0,5	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	10,0	18,2	13,3	2,3	7,4	7,0	9,8	
III	8,0	6,1	10,2	6,3	21,6	6,8	3,0	6,8	13,0	0,3	7,3	6,9	9,5	
IV	5,5	3,9	7,4	20,7	11,3	6,0	-13,6	-11,5	6,1	0,3	6,7	6,8	6,2	
2003 I	3,6	1,3	6,4	21,0	8,5	6,1	6,7	8,5	3,1	0,2	6,6	6,9	5,0	
II	4,0	1,3	7,0	23,9	8,1	6,4	5,5	5,2	0,9	2,1	6,8	7,1	5,2	
III	4,6	1,4	7,9	18,5	6,8	6,9	12,0	10,1	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 <sup>1)</sup>	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	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	2.397,5	11,0	422,7	357,5	522,9	844,7	215,9	22,9
1999	449,7	1.292,4	-863,7	20,8	0,2	3.062,8	1,3	557,7	427,3	881,5	905,1	261,1	28,8
2000	488,0	1.391,2	-913,1	26,6	-16,7	2.802,0	1,3	349,6	267,7	809,1	1.126,4	252,9	-5,0
2001	464,7	1.443,7	-973,6	-7,4	1,9	2.583,1	-0,5	575,8	430,5	730,3	630,8	243,1	-26,9
2002	404,7	1.430,5	-1.014,4	-12,8	1,4	2.157,6	0,9	581,3	325,3	519,1	485,1	228,6	17,2

	Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.659,8	472,4	383,4	334,9	272,9	196,3
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.809,9	511,6	317,7	378,5	372,2	229,9
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.324,2	648,4	323,0	481,9	649,3	221,5
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.014,5	929,1	502,9	760,5	557,5	264,5
2000	514,9	1.419,4	-913,1	8,6	2.775,1	532,3	416,1	851,4	722,3	253,0
2001	485,4	1.449,4	-973,6	9,6	2.562,5	661,4	492,4	608,0	550,1	250,7
2002	496,3	1.499,1	-1.014,4	11,6	2.066,0	528,9	452,8	466,7	376,4	241,1

#### 2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	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	173,0	758,1	-579,2	368,7	19,2	14,8	46,7	264,7	115,3	634,1	426,4	22,3	204,9	185,4

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

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	168,2	384,6	-216,8	438,4	146,2	25,1	93,0	189,0	445,2	646,9	161,3	160,1	3.789,9	17,1
1997	166,5	377,5	-211,7	426,3	70,4	-19,0	193,7	215,8	424,2	617,3	168,5	167,1	3.818,0	16,2
1998	178,3	389,7	-216,4	442,0	96,3	-118,8	288,0	210,7	408,1	594,6	212,1	210,8	3.925,4	15,1
1999	189,4	418,5	-231,5	472,0	119,2	-24,0	189,7	247,6	392,9	582,0	268,5	266,9	4.088,5	14,2
2000	195,8	440,9	-241,7	422,4	65,6	41,7	114,1	247,0	396,1	598,3	222,1	220,4	4.278,8	14,0
2001	185,4	454,0	-264,1	408,9	175,3	86,8	59,4	223,6	425,3	653,0	169,0	167,2	4.574,4	14,3
2002	180,2	462,3	-275,4	494,6	219,7	63,0	-4,2	215,7	465,2	705,1	209,6	207,5	4.737,9	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

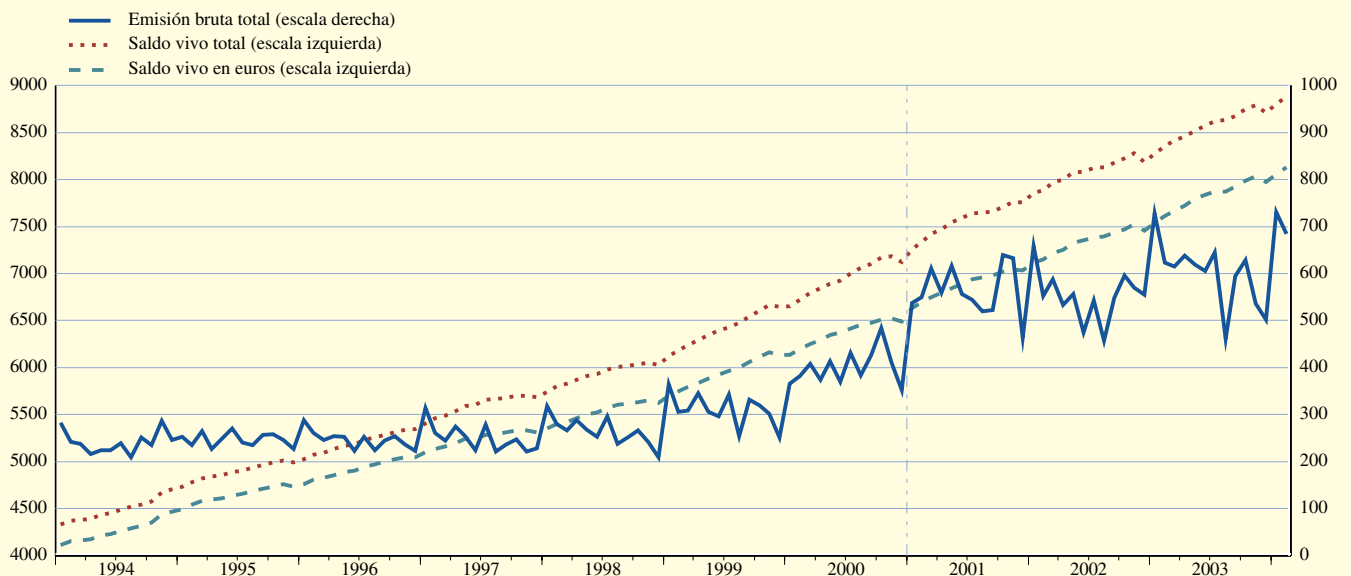
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>				Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros				
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Total</b>													
2003 Feb	8.673,7	627,5	544,5	82,9	8.354,7	622,5	541,7	80,7	91,1	93,3	94,6	68,1	
Mar	8.777,1	641,8	538,6	103,3	8.416,1	614,7	547,5	67,2	91,1	94,3	94,9	60,5	
Abr	8.819,1	635,9	593,7	42,2	8.458,1	637,5	582,2	55,2	91,3	94,4	94,2	53,2	
May	8.914,0	624,7	529,1	95,6	8.517,4	619,0	536,3	82,7	91,6	93,4	93,6	76,0	
Jun	8.994,2	636,3	556,4	79,9	8.570,3	606,0	565,3	40,7	91,4	93,7	93,9	36,9	
Jul	9.027,0	648,6	616,2	32,3	8.618,2	644,9	601,6	43,3	91,3	93,1	94,3	32,9	
Ago	9.032,5	470,2	465,4	4,8	8.631,6	461,5	463,8	-2,3	91,2	93,9	92,6	3,8	
Sep	9.123,5	615,6	523,7	91,9	8.676,9	594,8	530,0	64,8	91,4	93,4	94,2	56,1	
Oct	9.180,7	634,8	578,5	56,3	8.750,1	628,2	560,8	67,4	91,3	93,8	94,8	57,7	
Nov	9.246,4	554,8	491,8	63,1	8.787,1	535,6	490,3	45,3	91,4	93,1	92,4	45,6	
Dic	9.209,9	520,0	552,9	-33,0	8.711,3	502,1	556,6	-54,5	91,6	93,7	94,6	-55,8	
2004 Ene	.	.	.	.	8.803,1	730,5	644,0	86,5	91,5	94,3	94,7	78,4	
Feb	.	.	.	.	8.880,5	684,4	603,5	80,9	91,5	94,5	94,3	77,9	
<b>Largo plazo</b>													
2003 Feb	7.842,2	172,5	120,9	51,6	7.485,9	164,8	112,2	52,6	91,2	88,6	92,0	42,7	
Mar	7.912,6	175,3	105,2	70,1	7.537,8	162,4	106,2	56,2	91,3	90,2	90,1	50,9	
Abr	7.953,3	165,3	125,1	40,3	7.563,2	159,7	125,1	34,6	91,4	91,3	92,5	30,1	
May	8.041,4	186,9	98,7	88,2	7.617,1	174,9	99,7	75,1	91,7	92,2	90,4	71,0	
Jun	8.111,5	185,1	115,7	69,5	7.690,0	170,6	110,0	60,6	91,5	91,0	91,6	54,4	
Jul	8.163,8	197,9	146,3	51,6	7.738,7	185,1	140,6	44,5	91,3	88,2	95,0	29,6	
Ago	8.176,1	86,4	75,7	10,7	7.765,4	79,0	69,9	9,1	91,1	88,0	90,2	6,5	
Sep	8.253,3	179,9	101,9	77,9	7.817,7	173,4	101,9	71,4	91,4	91,7	90,1	67,0	
Oct	8.307,9	178,5	125,2	53,3	7.869,8	167,0	119,7	47,3	91,3	92,0	94,4	40,7	
Nov	8.357,8	142,5	94,0	48,5	7.905,0	135,8	90,5	45,3	91,4	89,4	88,0	41,8	
Dic	8.351,0	118,9	120,7	-1,8	7.880,0	111,8	114,9	-3,1	91,6	90,4	93,0	-5,9	
2004 Ene	.	.	.	.	7.930,8	180,8	138,4	42,5	91,5	91,7	90,9	40,0	
Feb	.	.	.	.	8.014,9	182,8	97,6	85,2	91,6	92,0	88,3	82,0	

### 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)

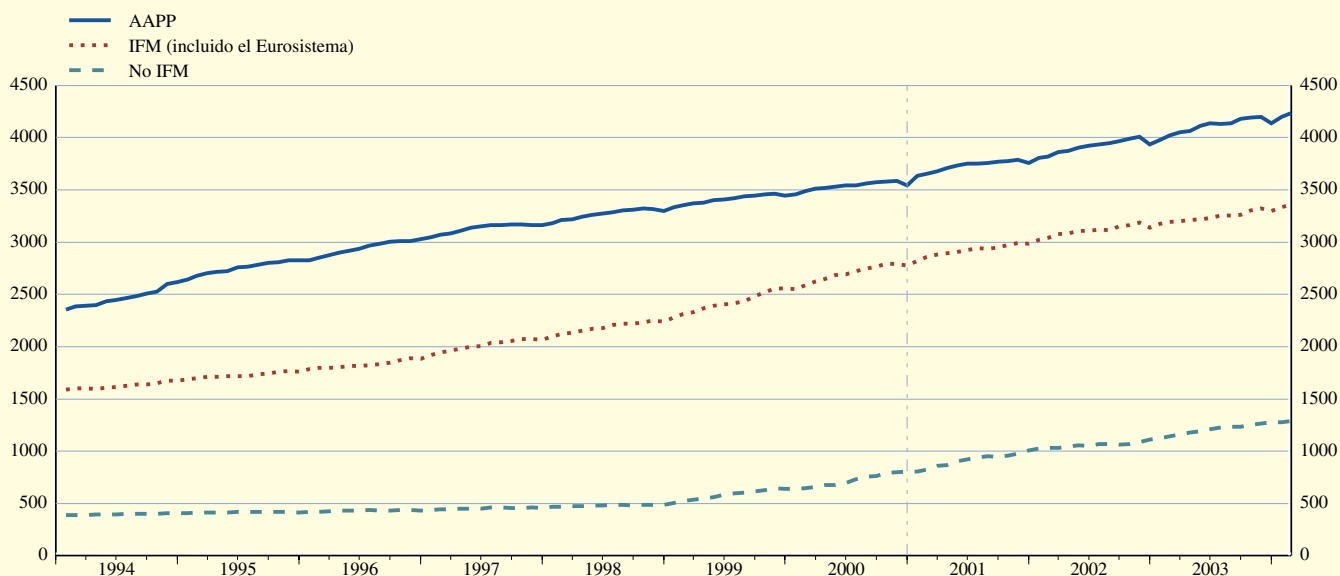
### 1. Saldos vivos

(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 financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2003 Feb	8.354,7	3.192,9	579,2	564,2	3.829,6	188,9	91,1	85,5	83,8	87,0	97,2	95,9
Mar	8.416,1	3.202,6	587,9	572,9	3.860,9	191,7	91,1	85,4	84,3	87,6	97,2	96,0
Abr	8.458,1	3.213,3	600,9	577,5	3.870,8	195,7	91,3	85,6	84,9	87,8	97,3	95,7
May	8.517,4	3.215,9	602,8	585,1	3.914,9	198,6	91,6	85,9	85,6	88,2	97,4	95,7
Jun	8.570,3	3.227,8	620,3	586,9	3.932,1	203,0	91,4	85,6	85,7	88,2	97,3	95,7
Jul	8.618,2	3.255,9	639,1	589,5	3.929,3	204,5	91,3	85,5	85,5	88,0	97,3	95,5
Ago	8.631,6	3.256,6	643,4	592,5	3.934,8	204,3	91,2	85,5	85,3	87,8	97,2	95,4
Sep	8.676,9	3.262,3	651,6	584,9	3.969,1	209,0	91,4	85,4	86,3	88,1	97,4	95,5
Oct	8.750,1	3.303,4	663,0	590,3	3.980,9	212,6	91,3	85,2	86,6	87,9	97,4	95,5
Nov	8.787,1	3.325,3	670,8	590,4	3.983,5	217,1	91,4	85,4	87,0	88,1	97,5	95,6
Dic	8.711,3	3.300,2	685,3	589,3	3.918,4	218,1	91,6	85,4	87,8	88,2	97,7	95,4
2004 Ene	8.803,1	3.332,6	685,9	588,4	3.974,6	221,6	91,5	85,3	87,7	87,9	97,6	95,5
Feb	8.880,5	3.360,9	694,5	591,2	4.006,1	227,8	91,5	85,5	88,0	87,8	97,6	95,6
<b>Largo plazo</b>												
2003 Feb	7.485,9	2.795,3	570,4	462,7	3.472,3	185,2	91,2	86,3	83,6	85,4	97,0	96,0
Mar	7.537,8	2.809,1	578,9	469,4	3.492,4	188,1	91,3	86,2	84,0	86,0	97,0	96,1
Abr	7.563,2	2.817,7	592,2	473,2	3.488,2	192,0	91,4	86,2	84,7	86,2	97,2	95,8
May	7.617,1	2.824,3	594,3	478,5	3.525,4	194,6	91,7	86,6	85,4	86,6	97,3	95,9
Jun	7.690,0	2.848,1	611,6	486,1	3.545,1	199,0	91,5	86,2	85,5	86,8	97,2	95,9
Jul	7.738,7	2.878,6	630,4	488,5	3.541,1	200,0	91,3	86,0	85,3	86,6	97,2	95,7
Ago	7.765,4	2.894,5	634,7	491,4	3.544,4	200,4	91,1	85,7	85,1	86,4	97,1	95,5
Sep	7.817,7	2.905,6	643,6	487,4	3.575,7	205,5	91,4	85,8	86,2	86,8	97,2	95,7
Oct	7.869,8	2.937,7	654,9	490,6	3.577,4	209,2	91,3	85,6	86,5	86,6	97,3	95,6
Nov	7.905,0	2.951,8	662,5	493,6	3.583,4	213,7	91,4	85,7	86,9	86,9	97,4	95,8
Dic	7.880,0	2.940,2	676,3	497,4	3.551,5	214,6	91,6	85,8	87,7	87,2	97,5	95,5
2004 Ene	7.930,8	2.957,7	677,3	492,4	3.585,9	217,6	91,5	85,7	87,6	86,6	97,5	95,6
Feb	8.014,9	2.993,9	686,4	494,9	3.616,4	223,3	91,6	85,8	87,9	86,6	97,5	95,7

## C14 Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

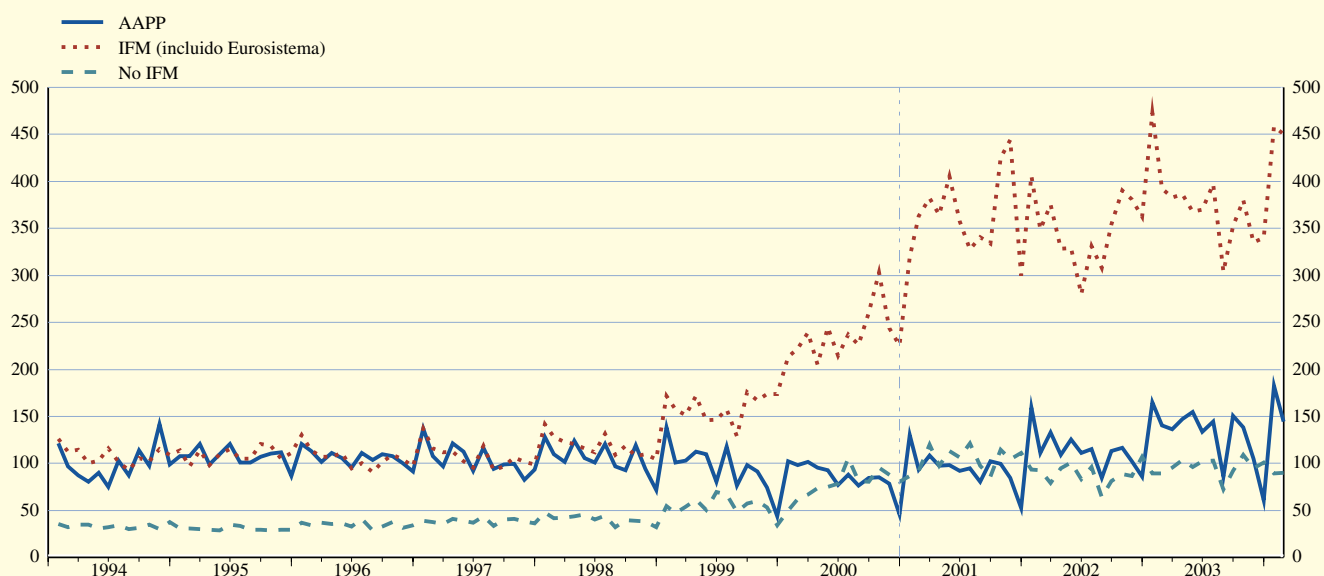
### 2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2003 Feb	622,5	392,3	20,9	68,7	131,8	8,8	93,3	92,6	81,5	95,5	95,9	95,4
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	81,5	149,2	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	644,9	397,3	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	63,6	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	628,2	380,2	21,4	87,9	130,7	8,0	93,8	91,6	95,8	96,3	98,1	94,0
Nov	535,6	335,3	20,5	74,5	97,4	7,8	93,1	92,0	85,7	95,8	96,2	98,2
Dic	502,1	339,7	28,3	73,0	55,5	5,6	93,7	92,6	97,1	94,6	99,3	79,8
2004 Ene	730,5	458,5	8,5	80,7	173,6	9,2	94,3	92,9	90,8	95,8	97,1	97,5
Feb	684,4	450,0	17,3	72,5	136,1	8,5	94,5	93,2	95,6	96,1	97,5	97,8
<b>Largo plazo</b>												
2003 Feb	164,8	65,7	17,5	9,3	65,7	6,6	88,6	84,3	77,9	93,1	94,2	96,5
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	12,4	85,6	3,5	92,2	87,8	80,3	84,0	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	185,1	74,4	24,1	9,9	73,5	3,2	88,2	82,6	81,5	80,1	97,0	87,5
Ago	79,0	44,8	6,2	3,4	23,0	1,6	88,0	82,3	88,5	98,7	97,2	91,3
Sep	173,4	64,9	19,0	3,6	78,8	7,1	91,7	79,6	98,6	97,8	99,0	98,8
Oct	167,0	74,4	17,6	10,6	58,9	5,5	92,0	84,9	96,1	89,5	100,0	94,5
Nov	135,8	62,6	16,8	9,7	40,9	5,8	89,4	87,0	84,1	90,2	93,5	99,6
Dic	111,8	62,7	25,0	9,5	11,4	3,2	90,4	88,5	97,6	81,3	98,6	68,1
2004 Ene	180,8	75,1	5,0	7,4	86,9	6,3	91,7	84,8	88,7	80,6	98,2	99,4
Feb	182,8	85,9	15,1	5,6	70,2	6,0	92,0	86,0	96,0	87,4	98,2	99,0

### C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones

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



Fuente: BCE.

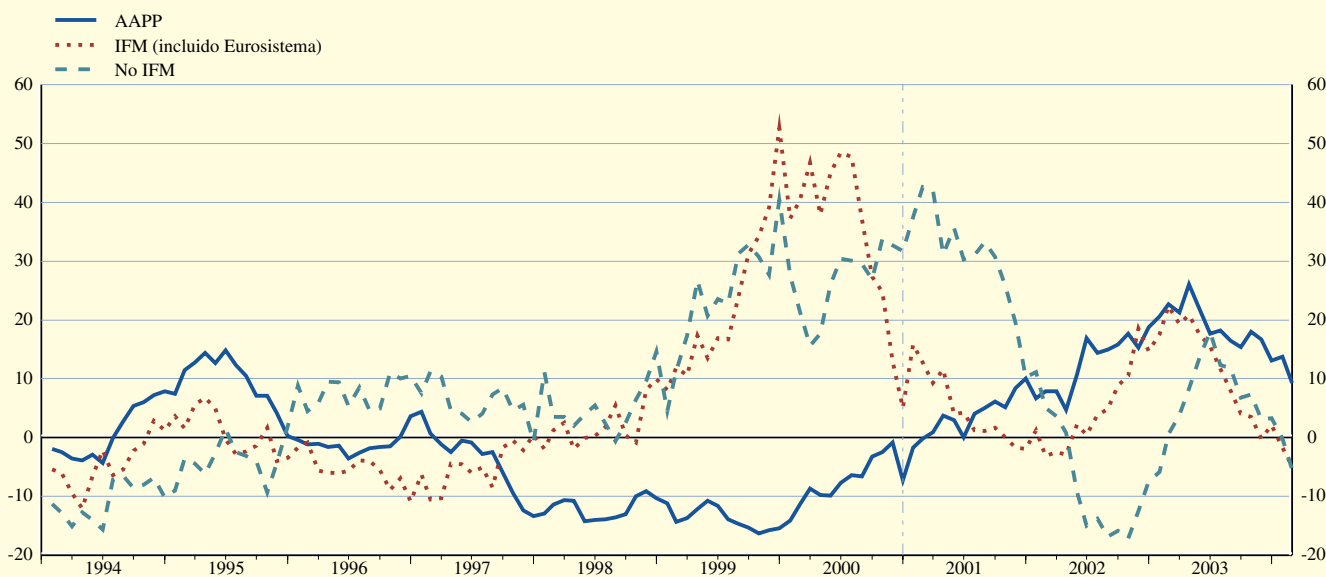
### 4.3 Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

(tasas de variación)

	Total													
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			Total		IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM	
	Total	Índice Dic 01 = 100		Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	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 Feb	7,0	108,7	5,8	15,6	26,4	6,0	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	27,3	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	27,3	9,0	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	24,6	10,0	5,8	4,9	27,6	18,8	130,9	17,4	13,7	31,0
Jun	6,8	111,9	4,3	18,8	27,3	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	28,3	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	19,0	28,0	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	18,3	28,5	8,7	5,7	4,9	23,3	9,4	125,2	4,0	6,8	17,0
Oct	7,2	114,1	5,4	19,1	28,9	9,7	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	27,7	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	16,9	23,5	10,0	5,5	4,7	22,2	6,8	120,7	2,1	3,3	20,8
2004 Ene	7,0	115,2	5,8	15,0	23,0	7,0	5,7	4,9	21,7	4,9	127,1	-1,7	-0,1	16,8
Feb	6,9	116,2	6,1	13,8	21,5	5,9	5,6	4,9	20,9	1,0	126,4	-4,9	-5,4	-7,9
En euros														
2003 Feb	6,5	108,2	4,4	17,6	31,5	6,2	5,4	4,4	33,1	20,0	127,0	25,8	-0,5	28,3
Mar	6,3	109,0	3,5	19,4	32,3	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	32,8	9,8	5,3	4,4	29,3	23,1	132,4	26,1	7,3	18,4
May	6,5	110,9	3,4	19,8	30,2	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	22,2	33,7	12,3	5,5	4,6	27,0	18,1	130,3	18,4	17,5	29,2
Jul	6,7	111,9	3,7	22,0	34,5	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	22,3	34,4	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	35,2	9,7	5,5	4,8	21,7	11,4	128,6	8,4	6,0	16,9
Oct	6,9	113,5	4,1	22,7	36,2	10,6	5,3	4,6	20,8	12,5	131,4	7,6	6,9	14,3
Nov	6,8	114,2	4,1	21,7	34,0	10,4	5,1	4,4	22,3	9,3	132,0	3,0	2,3	9,6
Dic	7,0	113,4	4,9	19,2	27,5	10,8	5,5	4,7	21,2	8,8	123,9	5,5	2,9	19,2
2004 Ene	6,8	114,5	4,8	16,9	26,9	7,1	5,7	5,0	21,0	5,9	130,1	-0,7	-0,9	16,5
Feb	6,9	115,6	5,3	15,8	25,9	5,9	5,8	5,1	20,3	1,9	129,5	-3,9	-5,8	-8,4

### Cl6 Valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

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



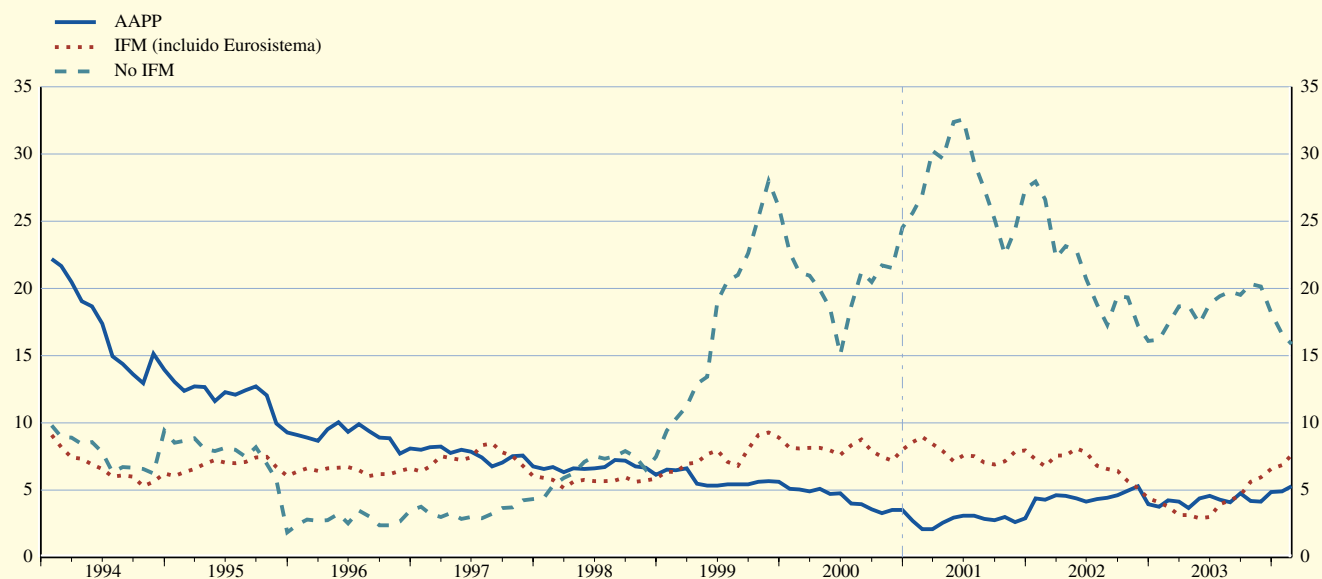
Fuentes: BCE.

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

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

A corto plazo				A largo plazo									
Sociedades no financieras	AAPP			Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			
	Total	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													
-1,3	22,7	23,0	0,6	5,7	107,0	3,8	17,3	26,3	7,7	4,2	3,0	34,6	2003 Feb
2,1	21,2	21,4	5,7	5,6	107,8	3,2	18,7	27,3	9,3	4,1	3,0	32,4	Mar
7,4	26,0	26,1	18,1	5,4	108,3	3,2	18,7	27,4	9,3	3,7	2,5	30,9	Abr
12,5	21,7	21,7	22,5	5,5	109,4	2,9	17,4	24,5	9,5	4,4	3,4	27,7	May
17,1	17,7	17,7	18,7	5,8	110,3	3,0	18,9	27,2	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	28,4	9,6	4,3	3,5	22,0	Jul
11,2	16,5	16,6	2,5	6,2	111,1	4,2	19,8	28,1	10,5	4,1	3,2	21,4	Ago
6,0	15,4	15,4	14,5	6,6	112,1	4,6	19,5	28,7	9,3	4,7	3,8	23,4	Sep
6,8	18,0	18,2	-2,9	6,8	112,8	5,6	20,3	29,1	10,3	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	3,2	23,5	Nov
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,3	113,4	6,6	18,2	23,5	11,7	4,8	3,9	22,8	Dic
-1,4	13,8	13,6	31,0	7,2	114,0	6,8	16,6	23,0	8,8	4,9	4,0	21,5	2004 Ene
-5,2	9,3	9,2	20,9	7,6	115,2	7,6	15,8	22,0	8,3	5,3	4,5	20,9	Feb
En euros													
-2,5	22,3	22,7	-9,0	5,1	106,4	2,1	20,2	31,6	8,6	4,0	2,7	34,2	2003 Feb
0,9	21,0	21,3	-2,7	5,1	107,2	1,5	21,7	32,4	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	33,1	10,6	3,5	2,4	29,7	Abr
12,6	21,8	21,9	17,6	5,1	108,7	1,5	20,6	30,2	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	33,8	11,4	4,3	3,3	27,3	Jun
11,2	18,7	18,7	14,4	5,6	110,0	2,3	23,2	34,7	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	34,7	12,1	3,8	3,0	19,9	Ago
5,1	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,6	23,6	35,5	10,8	4,6	3,7	21,9	Sep
6,3	18,1	18,3	-5,1	6,3	111,8	3,7	24,6	36,5	11,5	4,0	3,2	21,2	Oct
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,5	4,3	24,0	34,4	12,4	4,0	3,1	22,9	Nov
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,8	112,4	4,8	21,0	27,6	12,8	4,7	3,9	21,7	Dic
-2,2	13,9	13,7	40,2	6,9	113,0	5,5	19,0	27,0	9,3	4,9	4,1	20,7	2004 Ene
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,4	114,3	6,4	18,4	26,5	8,6	5,4	4,6	20,2	Feb

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



Fuente: BCE.

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

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

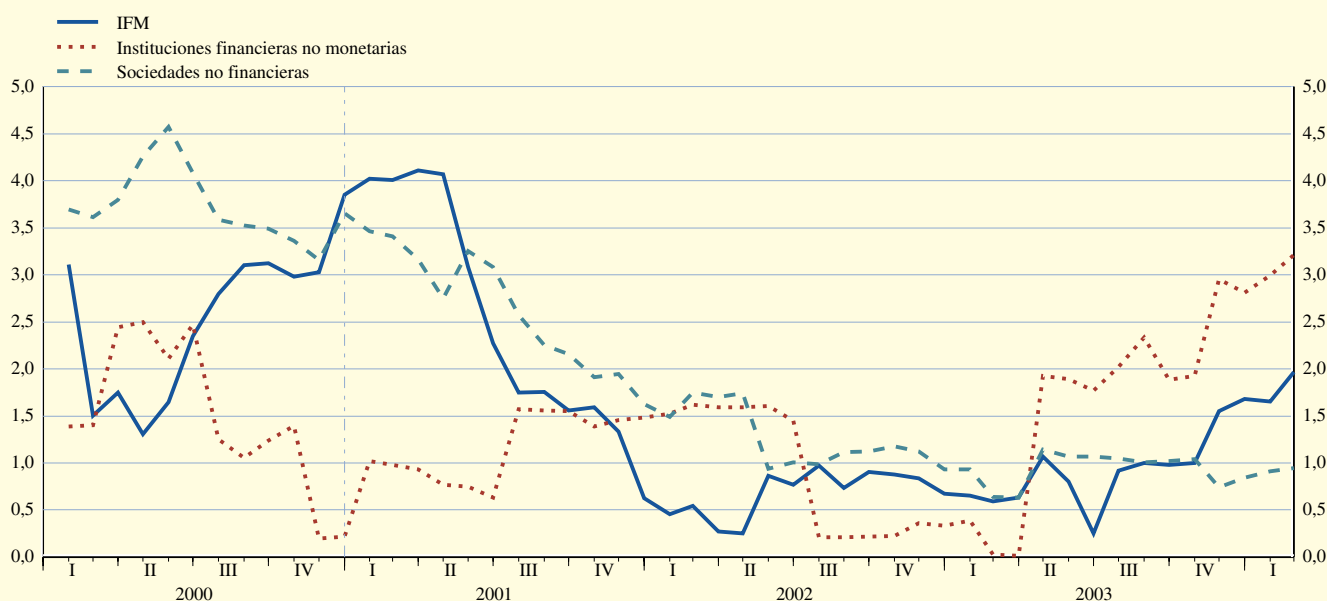
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas crecimiento interanuales (%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales (%)	Total interanuales (%)	Tasas de crecimiento interanuales (%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 Feb	4.545,5	100,2	1,6	622,5	0,5	509,8	1,6	3.413,2	1,7
Mar	4.754,7	100,3	1,5	665,3	0,3	536,6	1,6	3.552,8	1,7
Abr	4.571,1	100,3	1,5	678,1	0,2	517,4	1,6	3.375,5	1,7
May	4.433,2	100,4	1,0	666,3	0,9	484,8	1,6	3.282,1	0,9
Jun	4.119,4	100,5	1,0	614,9	0,8	463,4	1,5	3.041,2	1,0
Jul	3.710,9	100,6	0,9	515,7	1,0	394,6	0,2	2.800,7	1,0
Ago	3.521,3	100,6	1,0	521,7	0,7	371,1	0,2	2.628,6	1,1
Sep	2.982,8	100,7	1,0	412,6	0,9	276,3	0,2	2.293,9	1,1
Oct	3.252,7	100,7	1,0	446,9	0,9	321,2	0,2	2.484,5	1,2
Nov	3.436,6	100,8	1,0	487,4	0,8	345,9	0,4	2.603,3	1,1
Dic	3.118,2	100,8	0,8	450,7	0,7	283,6	0,3	2.383,9	0,9
2003 Ene	2.978,3	100,8	0,8	425,8	0,7	261,1	0,4	2.291,4	0,9
Feb	2.884,9	100,8	0,6	425,3	0,6	270,8	0,0	2.188,8	0,6
Mar	2.763,4	100,8	0,6	413,0	0,6	236,2	0,0	2.114,2	0,6
Abr	3.112,9	101,5	1,2	471,4	1,1	291,8	1,9	2.349,7	1,1
May	3.145,6	101,5	1,1	476,7	0,8	291,3	1,9	2.377,5	1,1
Jun	3.256,1	101,5	1,0	504,2	0,2	300,6	1,8	2.451,3	1,1
Jul	3.366,4	101,7	1,1	528,0	0,9	330,9	2,0	2.507,5	1,0
Ago	3.413,3	101,7	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2.581,3	1,0
Sep	3.276,6	101,8	1,1	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,6	1,0
Oct	3.483,9	101,8	1,1	535,2	1,0	333,2	1,9	2.615,5	1,0
Nov	3.546,8	101,9	1,1	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,5	0,7
Dic	3.647,3	102,0	1,2	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,2	0,8
2004 Ene	3.788,5	102,0	1,2	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,0	0,9
Feb	3.851,7	102,1	1,3	587,9	2,0	371,5	3,2	2.892,3	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

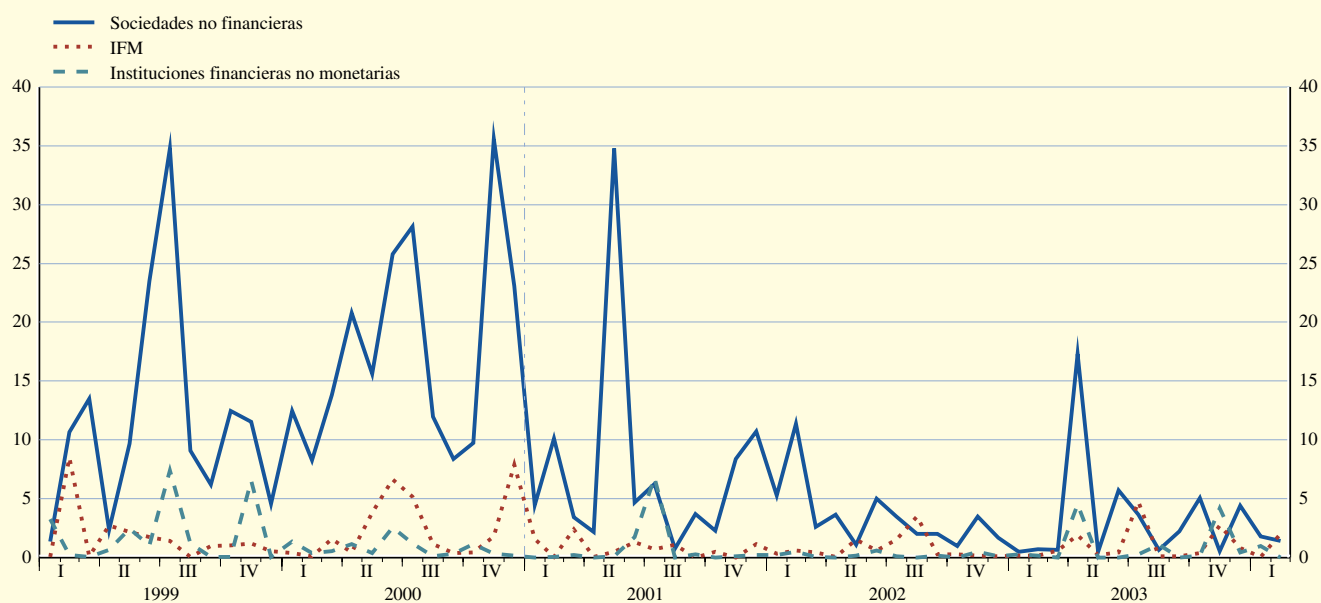
(mm de euros; valores de mercado)

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

#### 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 <sup>1)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 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	2,65	2,24	3,10	1,08	2,43	2,31	2,94	2,46
Jun	0,76	2,00	2,21	2,61	2,23	3,01	1,00	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	0,89	1,98	2,23	3,89	1,99
Nov	0,70	1,87	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,33	2,70	1,97
Dic	0,69	1,89	2,40	2,41	2,01	2,68	0,88	2,00	2,42	3,35	1,99
2004 Ene	0,69	1,91	2,37	2,74	2,02	2,65	0,95	1,99	2,07	3,12	1,95
Feb	0,70	1,87	2,16	2,45	2,02	2,63	0,88	1,98	2,25	3,58	1,98

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 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	7,46	6,99	8,32	8,16	4,07	4,32	5,00	5,03	4,67	4,71	5,30	5,33
May	9,86	7,64	6,98	8,34	8,16	3,93	4,29	4,94	4,91	4,56	4,44	5,35	5,32
Jun	9,89	7,11	6,94	8,28	8,02	3,80	4,16	4,76	4,78	4,42	4,12	4,97	4,91
Jul	9,76	7,25	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	7,70	6,84	8,27	8,04	3,64	3,96	4,69	4,69	4,41	4,13	5,00	4,98
Sep	9,75	7,44	6,89	8,04	8,02	3,63	4,10	4,81	4,75	4,41	3,98	5,00	5,11
Oct	9,72	7,20	6,74	8,07	7,91	3,62	4,02	4,87	4,78	4,40	4,05	5,09	5,21
Nov	9,64	7,57	6,59	7,93	7,84	3,59	4,09	4,92	4,84	4,42	4,15	5,24	5,17
Dic	9,69	7,66	6,43	7,63	7,71	3,62	4,17	5,02	4,95	4,46	3,84	5,00	5,08
2004 Ene	9,87	7,62	7,04	8,49	8,32	3,62	4,28	5,02	4,92	4,49	4,06	5,12	5,16
Feb	9,81	7,50	6,92	8,44	8,17	3,55	4,21	4,97	4,84	4,35	4,10	5,07	5,05

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
		1	2	3	4	5	6	7
2003 Mar		6,05	4,55	5,03	5,11	3,56	3,86	4,46
Abr		5,85	4,57	4,89	5,04	3,50	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	4,16	4,58	4,73	3,08	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	4,86	4,81	3,01	3,37	4,29
Feb		5,62	4,02	4,95	4,78	2,97	3,19	4,30

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 <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	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	
2003 Mar	0,87	2,45	3,54	2,29	3,19	1,14	2,61	4,66	2,52
Abr	0,84	2,39	3,55	2,31	3,14	1,11	2,53	4,61	2,44
May	0,84	2,34	3,47	2,24	3,10	1,08	2,50	4,50	2,42
Jun	0,76	2,18	3,48	2,23	3,01	1,00	2,26	4,45	2,19
Jul	0,68	2,08	3,43	2,14	2,93	0,88	2,24	4,40	2,08
Ago	0,68	2,04	3,43	1,99	2,88	0,88	2,20	4,26	2,05
Sep	0,69	2,01	3,44	2,00	2,85	0,87	2,23	4,32	2,04
Oct	0,69	1,97	3,47	2,05	2,73	0,89	2,12	4,33	2,03
Nov	0,70	1,98	3,44	2,01	2,70	0,87	2,13	4,43	1,98
Dic	0,69	1,97	3,54	2,01	2,68	0,88	2,15	4,25	1,98
2004 Ene	0,69	1,94	3,36	2,02	2,65	0,95	2,09	4,26	1,95
Feb	0,70	1,93	3,42	2,02	2,63	0,88	2,09	4,20	1,97

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

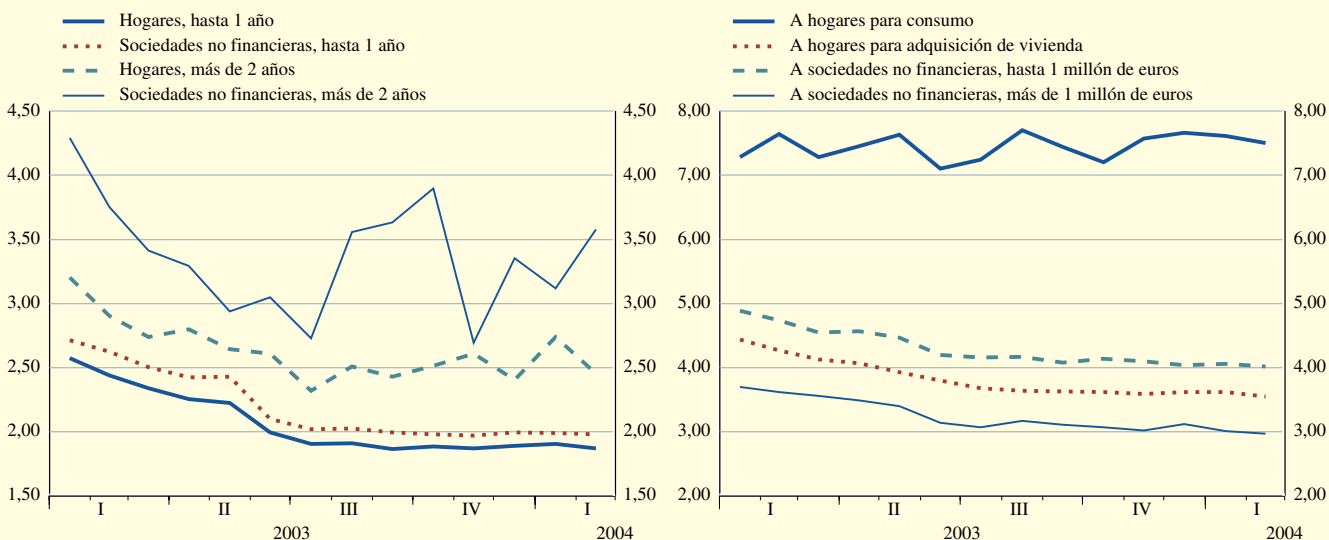
	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
2003 Mar	5,45	5,36	5,55	8,61	7,42	6,17	5,00	4,68	5,11
Abr	5,39	5,26	5,49	8,50	7,45	6,11	4,89	4,61	5,03
May	5,33	5,22	5,44	8,48	7,34	6,09	4,83	4,56	4,94
Jun	5,30	5,13	5,39	8,38	7,37	6,03	4,72	4,47	4,90
Jul	5,21	5,07	5,31	8,31	7,28	5,96	4,60	4,33	4,81
Ago	5,11	4,99	5,25	8,26	7,23	6,07	4,53	4,22	4,75
Sep	5,05	4,95	5,24	8,28	7,26	6,00	4,55	4,20	4,75
Oct	4,97	4,92	5,20	8,11	7,12	5,85	4,55	4,12	4,71
Nov	4,97	4,90	5,17	7,97	7,09	5,82	4,51	4,18	4,67
Dic	4,96	4,88	5,14	8,05	7,05	6,00	4,53	4,23	4,67
2004 Ene	4,90	4,89	5,11	8,15	7,02	5,92	4,55	4,08	4,56
Feb	4,87	4,90	5,11	8,13	7,16	5,95	4,60	4,07	4,58

**C20 Nuevos depósitos a plazo**

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

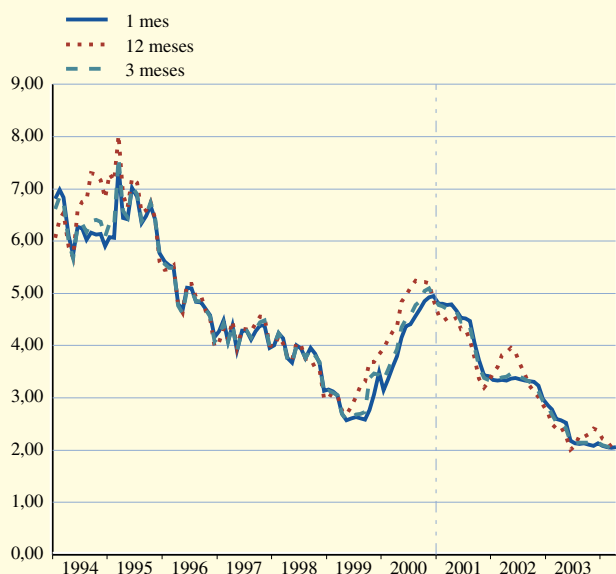
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

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

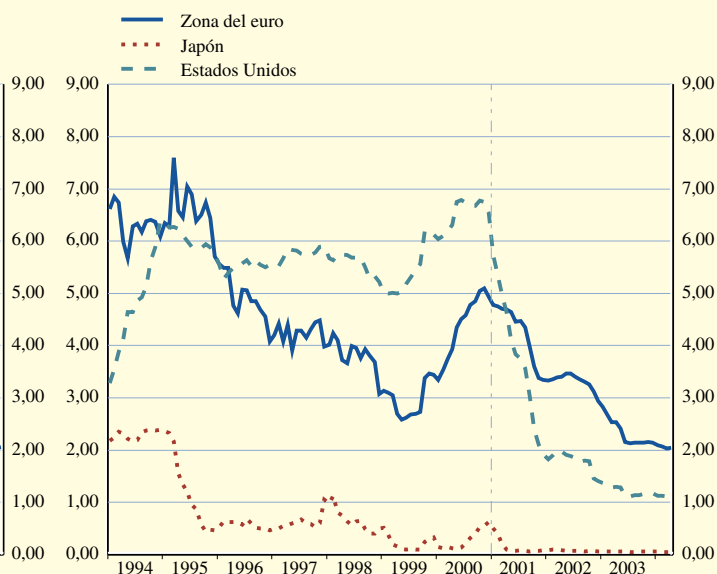
#### C22 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



#### C23 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

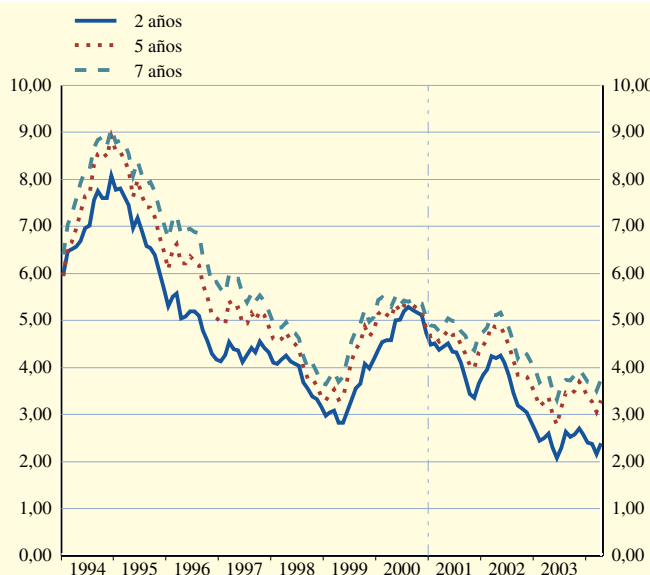
1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las notas generales, para más información.

#### 4.7 Rendimientos de la deuda pública

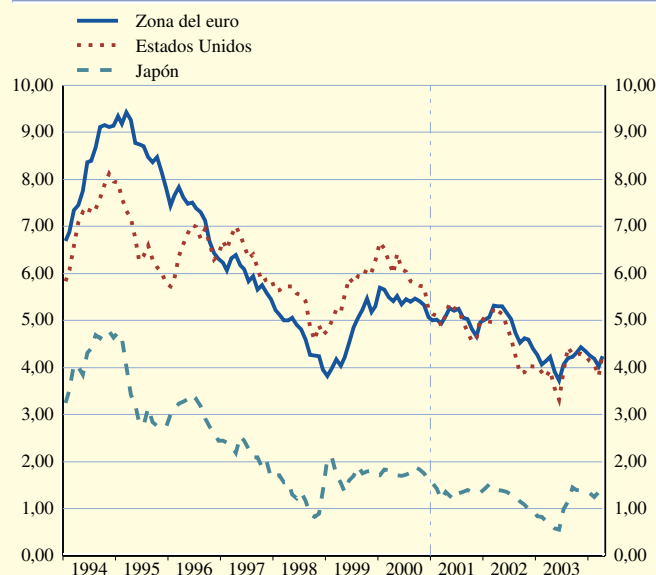
(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2001	4,11	4,23	4,49	4,78	5,03	5,01	1,34
2002	3,67	3,94	4,35	4,70	4,92	4,59	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	1,00
2003 I	2,53	2,71	3,29	3,80	4,16	3,91	0,80
II	2,33	2,54	3,07	3,57	3,96	3,61	0,60
III	2,48	2,77	3,34	3,70	4,16	4,21	1,19
IV	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
2004 I	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
2003 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	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	1,35
Abr	2,39	2,75	3,31	3,75	4,24	4,32	1,51

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



#### C25 Rendimientos de la deuda pública a diez años (mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

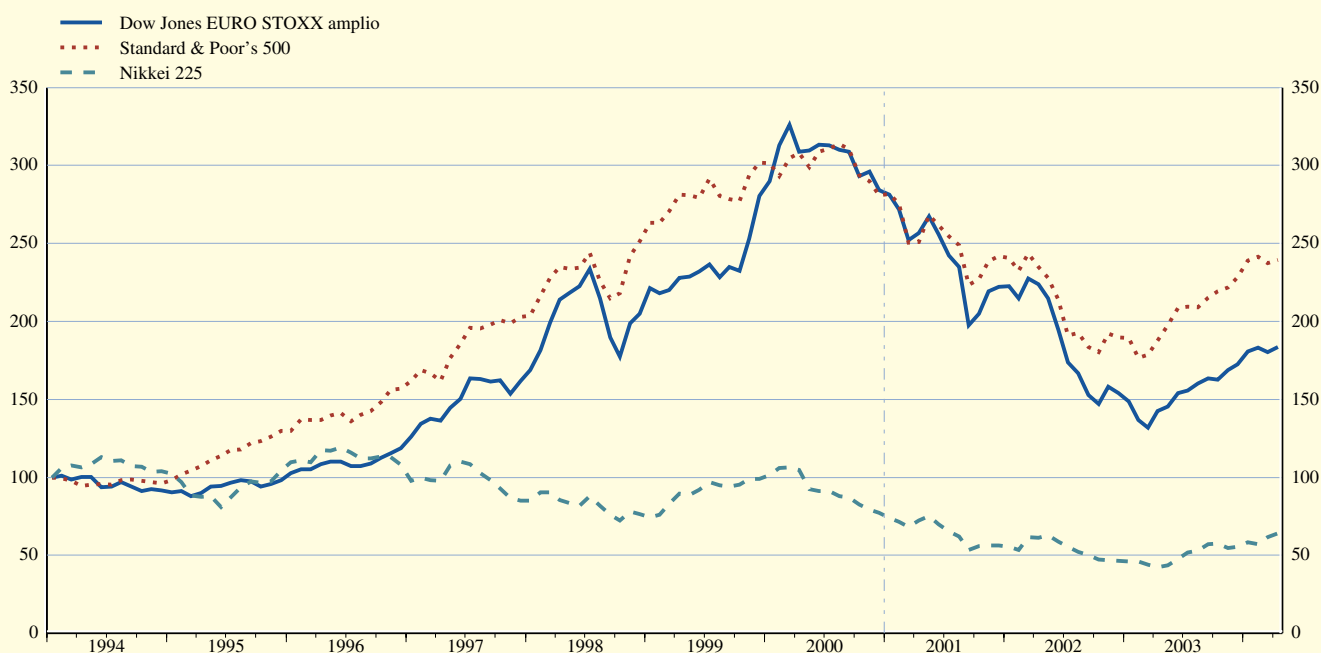
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón		
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos												Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Industrial	Tecnología	Gas, agua electricidad	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	251,6	2.846,5	245,0	163,8	226,8	279,7	240,5	257,1	353,1	248,6	405,4	366,4	1.133,1	10.977,6		
2003 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	250,2	2.825,6	240,0	161,6	228,9	286,2	235,8	253,8	351,0	254,2	398,8	379,0	1.124,0	11.437,8		
Abr	254,9	2.860,2	247,6	167,2	231,0	300,0	241,0	262,5	321,0	264,5	401,8	389,3	1.133,4	11.962,8		

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado precios de consumo<sup>1)</sup>

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

### 2. Precios industriales y de materias primas

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

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

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

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 (HWWA), 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					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividad inmobiliaria de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Costes laborales unitarios<sup>1)</sup></b>								
2000	100,0	1,4	1,3	-0,2	1,9	-0,4	4,6	1,7
2001	102,6	2,6	2,4	2,8	4,1	1,0	2,6	2,8
2002	104,8	2,2	-0,3	1,2	3,4	2,0	3,2	2,2
2003	107,1	2,2	4,2	1,4	3,2	2,0	2,4	2,3
2002 IV	105,5	1,5	3,0	-0,1	3,3	1,1	3,2	1,5
2003 I	106,5	2,0	1,1	0,7	4,0	1,7	2,9	2,2
II	107,2	2,7	6,3	2,6	3,8	2,5	3,0	2,3
III	107,5	2,4	5,4	1,9	2,8	1,4	1,5	3,2
IV	107,4	1,7	4,1	0,4	2,4	2,4	2,1	1,6
<b>Compensación por asalariado</b>								
2000	100,0	2,7	2,6	3,2	2,6	1,6	3,0	2,6
2001	102,8	2,8	1,9	3,0	3,1	2,9	1,6	3,2
2002	105,4	2,5	2,4	2,9	3,1	2,7	2,0	2,4
2003	108,0	2,4	2,2	3,3	3,2	1,9	2,0	2,4
2002 IV	106,3	2,3	2,6	3,3	2,8	2,5	2,1	1,5
2003 I	107,2	2,5	1,0	3,6	2,8	2,4	2,2	2,1
II	107,7	2,6	3,7	3,5	3,8	2,5	2,4	1,9
III	108,4	2,5	1,8	3,2	3,2	1,4	1,5	3,3
IV	108,5	2,1	2,4	2,9	3,0	1,5	1,8	2,1
<b>Productividad del trabajo<sup>2)</sup></b>								
2000	100,0	1,3	1,2	3,4	0,7	2,1	-1,6	0,9
2001	100,2	0,2	-0,5	0,1	-1,0	1,8	-0,9	0,4
2002	100,6	0,3	2,6	1,7	-0,3	0,6	-1,2	0,1
2003	100,8	0,2	-1,9	1,9	0,0	-0,1	-0,4	0,0
2002 IV	100,8	0,8	-0,4	3,4	-0,5	1,4	-1,0	0,0
2003 I	100,7	0,5	-0,1	2,8	-1,1	0,7	-0,7	-0,1
II	100,5	-0,1	-2,4	0,9	0,0	0,0	-0,5	-0,3
III	100,8	0,1	-3,4	1,2	0,4	0,0	-0,1	0,1
IV	101,1	0,3	-1,6	2,5	0,6	-0,9	-0,3	0,5

#### 5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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



## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>2)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>1)</sup>	Total	Exportaciones <sup>2)</sup>	Importaciones <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
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	4.032,7	1.441,1	1.430,5	-12,8	181,7	2.595,4	2.413,7
2003	7.251,9	7.097,0	4.151,8	1.501,0	1.438,4	5,8	154,9	2.582,4	2.427,6
2002 IV	1.785,9	1.743,8	1.021,1	365,4	359,8	-2,4	42,0	654,8	612,8
2003 I	1.794,8	1.762,0	1.032,3	368,8	358,4	2,5	32,8	645,2	612,5
II	1.803,0	1.765,9	1.034,1	373,1	358,7	0,1	37,0	635,9	598,9
III	1.820,6	1.774,4	1.040,1	379,6	359,0	-4,3	46,2	648,7	602,5
IV	1.833,5	1.794,7	1.045,4	379,5	362,3	7,5	38,9	652,6	613,7
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2003	100,0	97,9	57,3	20,7	19,8	0,1	2,1	-	-
Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)									
<i>tasas de variación intertrimestrales</i>									
2002 IV	0,0	0,4	0,3	0,1	0,3	-	-	-0,3	0,9
2003 I	0,0	0,4	0,5	0,5	-0,8	-	-	-1,3	-0,4
II	-0,1	0,0	0,0	0,6	-0,3	-	-	-0,8	-0,5
III	0,4	-0,1	0,1	0,7	-0,2	-	-	2,2	1,1
IV	0,3	0,8	0,0	0,4	0,6	-	-	0,2	1,6
<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	1,1	1,0	2,0	-1,0	-	-	0,1	1,8
2002 IV	1,1	1,1	0,5	2,2	-1,7	-	-	3,4	3,4
2003 I	0,7	1,4	1,4	2,0	-1,8	-	-	1,5	3,7
II	0,1	1,0	1,1	1,8	-0,6	-	-	-1,3	1,0
III	0,3	0,7	0,9	1,9	-1,0	-	-	-0,3	1,0
IV	0,6	1,1	0,6	2,2	-0,7	-	-	0,3	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	0,6	0,4	-0,2	0,3	-0,6	-	-
2002 IV	1,1	1,0	0,3	0,4	-0,4	0,6	0,1	-	-
2003 I	0,7	1,4	0,8	0,4	-0,4	0,6	-0,7	-	-
II	0,1	1,0	0,6	0,4	-0,1	0,1	-0,9	-	-
III	0,3	0,7	0,5	0,4	-0,2	0,0	-0,5	-	-
IV	0,6	1,1	0,4	0,5	-0,2	0,4	-0,5	-	-

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 <sup>1)</sup>	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos	
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera y de alquiler y servicios empresariales			Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<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	6.561,1	149,4	1.425,7	362,7	1.385,9	1.810,2	1.427,2	226,3	738,4
2003	6.722,5	152,5	1.436,0	375,0	1.411,8	1.866,6	1.480,6	231,9	761,2
2002 IV	1.655,1	37,4	357,5	91,7	349,5	457,2	361,8	57,3	188,0
2003 I	1.662,9	37,5	360,0	92,0	348,3	459,8	365,3	57,2	189,1
II	1.671,2	37,5	355,4	93,2	352,5	464,6	368,1	58,1	189,9
III	1.690,3	38,4	359,4	94,1	355,3	469,0	374,1	58,4	188,7
IV	1.698,1	39,1	361,2	95,7	355,8	473,1	373,2	58,1	193,5
<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	-1,1	-0,8	0,3	0,2	0,2	0,3	0,9	0,7
2003 I	0,0	-1,2	0,4	-0,6	-0,3	0,0	0,2	-0,4	-0,5
II	-0,1	-2,2	-0,9	0,3	0,3	0,2	0,2	0,8	0,2
III	0,5	-0,2	0,5	0,1	0,7	0,5	0,3	1,3	-0,3
IV	0,2	1,5	0,5	0,2	-0,5	0,2	0,4	-0,7	0,9
<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	0,0	-0,2
2003	0,5	-3,4	0,0	-0,4	0,5	0,8	1,1	1,9	0,5
2002 IV	1,1	-2,4	1,6	-1,4	1,3	0,9	1,9	0,5	0,5
2003 I	0,7	-2,5	1,0	-1,8	0,7	0,9	1,4	1,5	0,7
II	0,1	-4,4	-1,0	0,0	0,4	0,5	1,0	2,4	1,2
III	0,4	-4,6	-0,7	0,0	0,9	1,0	1,0	2,6	0,1
IV	0,6	-2,1	0,6	0,0	0,2	1,0	1,2	1,1	0,3
<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	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-
2002 IV	1,1	-0,1	0,4	-0,1	0,3	0,2	0,4	-	-
2003 I	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,3	-	-
II	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	-	-
III	0,4	-0,1	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	-	-
IV	0,6	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	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 <sup>1)</sup>	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	4,8	100,1	5,2	5,4	6,2	8,1	1,7	6,1	0,9	1,9	2,4	5,6
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	0,0	-0,8	-5,0	-0,1	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	0,6	100,2	0,8	0,3	1,1	0,8	-1,3	-6,1	-0,4	4,6	-1,9	0,5
II	-0,6	99,7	-0,9	-1,4	-0,6	-1,8	-1,8	-6,9	-0,9	2,1	0,8	-1,3
III	-0,3	100,2	-0,2	-0,6	-0,4	-1,2	-0,2	-4,7	0,6	2,3	0,4	-0,5
IV	1,1	101,1	1,5	1,5	1,8	2,2	0,0	-2,2	0,4	2,6	0,5	1,6
2003 Sep.	-1,0	99,8	-1,1	-1,3	-2,0	-1,6	-1,0	-5,4	-0,2	1,3	-0,6	-1,2
Oct.	0,7	101,1	1,4	1,2	1,6	1,6	-0,3	-2,4	0,1	3,6	-1,2	1,3
Nov.	0,4	101,0	0,9	1,2	1,1	2,2	-0,5	-3,7	0,0	2,5	-2,2	1,2
Dic.	2,2	101,2	2,1	2,1	3,0	3,0	1,0	-0,3	1,2	1,8	5,5	2,4
2004 Ene.	.	100,8	0,6	0,7	1,0	0,0	0,2	0,2	0,3	1,4	.	0,5
Feb.	.	100,9	0,6	1,2	2,0	-0,7	0,6	-0,2	0,8	-0,4	.	1,0
<i>tasas de variación intermensuales (d.)</i>												
2003 Sep.	-0,1	-	-0,4	-0,2	-1,1	0,3	-0,2	1,2	-0,5	-2,6	0,5	-0,3
Oct.	0,9	-	1,4	1,4	1,6	1,9	0,4	1,1	0,3	3,1	-0,4	1,4
Nov.	0,0	-	-0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	-0,5	0,2	-3,4	0,0	0,2
Dic.	0,5	-	0,1	-0,2	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,7	5,1	0,0
2004 Ene.	.	-	-0,4	-0,5	-0,6	-1,4	-0,2	0,7	-0,3	1,3	.	-0,7
Feb.	.	-	0,1	0,3	0,4	-0,4	0,1	-0,6	0,3	1,8	.	0,2

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

	Ventas al por menor (d.)								Matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes		Precios constantes						Total [(d.) miles <sup>2)</sup>	Total
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Total (índice 2000 = 100)	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
						Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	99,9	4,0	100,0	2,1	1,8	2,0	0,9	4,1	977	-1,8
2001	104,0	4,1	101,7	1,7	1,8	1,6	0,8	-0,1	968	-0,8
2002	106,0	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,5	-2,0	-1,9	925	-4,4
2003	107,6	1,5	102,0	0,2	1,2	-0,7	-3,1	-0,3	912	-1,4
2003 I	107,6	2,6	102,2	0,8	2,3	0,2	-1,9	0,0	898	-2,6
II	107,5	1,7	102,1	0,8	1,6	-0,3	-1,8	0,1	899	-1,8
III	107,6	1,0	101,9	-0,4	1,1	-1,8	-4,9	-0,9	927	1,4
IV	107,8	0,9	101,7	-0,4	-0,1	-0,7	-3,6	-0,1	925	-2,4
2004 I	108,6	0,9	102,7	0,5	0,6	-0,2	.	.	910	0,9
2003 Oct.	108,4	1,2	102,9	0,6	0,9	-0,1	-1,6	0,4	926	-0,2
Nov.	107,6	0,9	100,9	-1,7	-1,7	-1,6	-5,4	-1,1	931	0,0
Dic.	107,5	0,7	101,2	0,0	0,6	-0,3	-3,9	0,4	916	-7,4
2004 Ene.	109,1	1,5	103,5	0,6	1,4	-0,3	-1,5	1,2	904	1,1
Feb.	108,2	0,1	102,3	-0,1	-0,6	-0,8	-1,1	1,0	916	2,5
Mar.	108,6	1,1	102,1	1,0	0,9	0,4	.	.	909	-0,6

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

1) En el año 2000.

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

## 5.2 Producto y demanda

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

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

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (índice 2000 = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>3)4)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial					Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2000	100,0	5	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	97,0	-9	-15	14	1	82,9	-5	2	-10	14	2
2002	95,6	-11	-25	11	3	81,4	-11	-1	-12	26	-3
2003	95,1	-10	-25	10	3	80,9	-18	-5	-21	38	-9
2003 I	94,8	-11	-24	10	0	81,1	-19	-5	-23	39	-9
II	94,7	-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	80,9	-16	-5	-17	34	-9
2004 I	96,0	-7	-21	10	11	80,5	-14	-4	-13	30	-9
2003 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	80,6	-15	-5	-14	31	-9
Feb	95,9	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-12	30	-9
Mar	96,1	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-13	30	-9
Abr	96,6	-5	-16	9	11	80,4	-14	-3	-14	31	-7

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

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

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

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

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

### 1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,427	2,2	2,5	0,7	-1,4	0,6	1,9	3,0	6,0	1,6
2001	133,241	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,3	0,5	1,5	3,8	1,4
2002	133,958	0,5	0,7	-0,2	-1,9	-1,4	-0,6	0,3	2,4	1,8
2003	134,178	0,2	0,1	0,3	-1,5	-1,9	-0,3	0,5	1,2	1,1
2002 IV	133,911	0,2	0,3	0,0	-1,9	-1,8	-0,8	-0,3	1,9	1,9
2003 I	133,960	0,1	0,1	0,1	-2,3	-1,8	-0,7	-0,2	1,6	1,5
II	134,123	0,2	0,2	0,5	-1,9	-1,9	0,2	0,4	1,1	1,3
III	134,132	0,2	0,1	0,3	-1,3	-2,0	-0,2	0,9	1,0	0,8
IV	134,229	0,2	0,2	0,1	-0,4	-1,9	-0,5	1,0	1,1	0,6
<i>tasas de variación intertrimestrales (d.)</i>										
2002 IV	0,024	0,0	0,0	0,1	-0,6	-0,6	-0,1	0,0	0,4	0,4
2003 I	0,049	0,0	0,0	0,2	-0,8	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,3
II	0,163	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,5	0,4	0,4	0,2	0,2
III	0,009	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,5	-0,7	0,4	0,3	0,0
IV	0,097	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,5	-0,3	0,2	0,6	0,2

### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por edad <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		78,4		21,6		49,9		50,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,605	8,5	8,897	7,4	2,707	16,7	5,481	7,0	6,124	10,5
2001	11,072	8,0	8,541	7,0	2,531	15,7	5,317	6,8	5,755	9,7
2002	11,689	8,4	9,095	7,4	2,594	16,2	5,764	7,3	5,925	9,9
2003	12,288	8,8	9,628	7,7	2,660	16,8	6,134	7,7	6,154	10,1
2002 IV	11,970	8,6	9,344	7,6	2,626	16,5	5,943	7,5	6,027	10,0
2003 I	12,202	8,7	9,530	7,7	2,673	16,8	6,079	7,7	6,123	10,1
II	12,305	8,8	9,634	7,8	2,671	16,8	6,138	7,7	6,167	10,2
III	12,309	8,8	9,659	7,8	2,650	16,8	6,149	7,7	6,160	10,1
IV	12,336	8,8	9,701	7,8	2,635	16,8	6,172	7,8	6,163	10,1
2003 Oct	12,332	8,8	9,696	7,8	2,635	16,8	6,172	7,8	6,160	10,1
Nov	12,338	8,8	9,706	7,8	2,633	16,8	6,174	7,8	6,164	10,1
Dic	12,338	8,8	9,700	7,8	2,638	16,8	6,171	7,8	6,167	10,1
2004 Ene	12,365	8,8	9,710	7,8	2,655	16,9	6,188	7,8	6,177	10,1
Feb	12,392	8,8	9,726	7,8	2,666	16,9	6,201	7,8	6,191	10,1
Mar	12,420	8,8	9,749	7,8	2,671	17,0	6,219	7,8	6,201	10,2

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 2003.

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

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

## FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

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

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

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

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

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

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-3,2	0,3	-4,1	0,2	-2,4	-0,1	-3,2	-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 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>3)</sup>				Otros acreedores <sup>4)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,7	55,9	29,9	9,8	16,3	14,1
1995	74,3	2,8	17,9	9,9	43,8	58,3	32,6	8,9	16,8	16,1
1996	75,5	2,9	17,4	9,9	45,4	58,6	32,5	10,4	15,7	17,0
1997	74,9	2,8	16,4	8,9	46,9	56,3	30,9	12,0	13,4	18,6
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,4	52,8	28,4	13,0	11,3	20,5
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,2	48,1	26,8	9,9	11,4	24,1
2000	69,7	2,7	13,1	6,2	47,7	43,9	23,0	9,4	11,6	25,8
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	47,9	42,1	22,1	8,4	11,6	27,3
2002	69,2	2,7	11,8	6,7	48,0	39,0	20,5	7,0	11,4	30,2
2003	70,5	2,1	11,7	7,4	49,2	38,1	19,6	6,5	12,0	32,4

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

	Total	Emitido por <sup>5)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda		
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes <sup>6)</sup>	Moneda no nacional	Otras monedas
1994	70,0	58,0	5,4	6,1	0,5	12,0	58,0	7,4	17,4	26,8	25,9	68,2	3,0	1,9
1995	74,3	61,8	5,7	6,0	0,8	11,5	62,8	6,8	18,5	26,5	29,3	72,4	2,9	2,4
1996	75,5	63,0	6,1	5,9	0,5	11,1	64,4	6,3	20,1	25,5	29,9	73,6	2,7	2,5
1997	74,9	62,4	6,3	5,6	0,6	9,7	65,2	6,0	19,6	25,4	29,9	72,9	2,8	2,7
1998	73,2	61,2	6,3	5,4	0,4	8,7	64,5	5,5	17,4	26,1	29,7	71,6	3,2	2,6
1999	72,1	60,3	6,2	5,3	0,3	7,6	64,6	5,0	15,6	26,9	29,6	71,4	-	1,7
2000	69,7	58,2	6,1	5,1	0,3	6,9	62,8	4,4	15,5	27,6	26,6	69,0	-	1,7
2001	69,4	58,0	6,2	4,9	0,3	7,3	62,1	3,1	16,0	26,3	27,1	68,8	-	1,6
2002	69,2	57,7	6,4	4,9	0,3	7,6	61,6	3,1	16,8	25,2	27,3	68,8	-	1,4
2003	70,5	57,8	6,7	5,6	0,4	7,9	62,6	2,9	16,0	25,9	28,4	70,5	-	1,0

### 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	103,0	50,8	63,0	32,0	106,2	4,9	54,8	65,0	59,4	45,3

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

- 1) Los datos son, en parte, estimaciones. Deuda bruta consolidada de las AAPP en valor nominal a final de año. No están consolidadas las tenencias en poder de otras administraciones.
- 2) Los datos anteriores al año 2001 corresponden al Euro 11.
- 3) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 6) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

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

(en porcentaje del PIB)

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

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

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

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

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

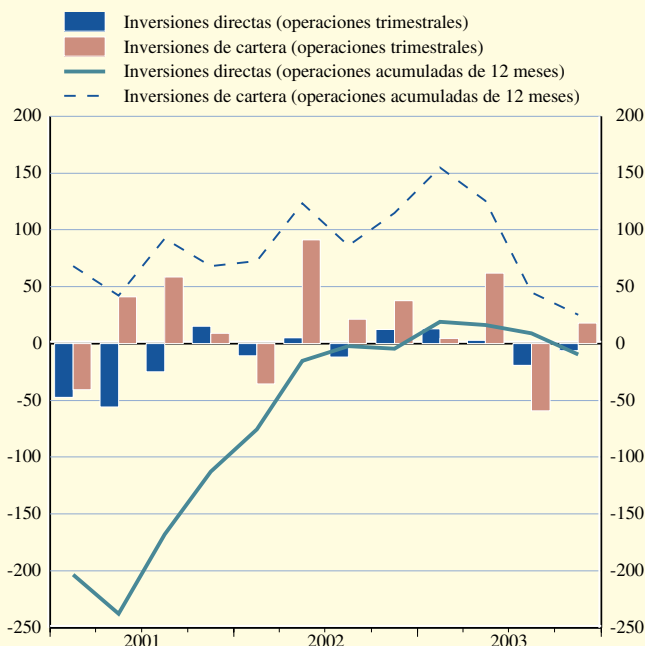
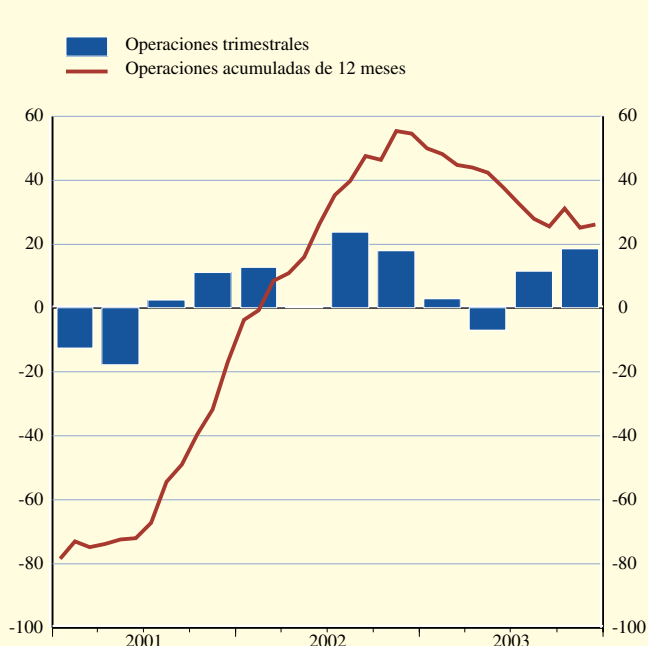
	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-16,7	73,6	-0,4	-38,6	-51,4	6,6	-10,1	-34,2	-112,4	67,9	-0,9	-6,6	17,8	44,3
2002	54,5	133,6	13,1	-44,1	-48,1	11,0	65,4	-65,8	-4,7	114,6	-10,8	-162,7	-2,3	0,4
2003	26,1	107,7	17,3	-43,2	-55,8	13,3	39,3	-43,4	-9,9	25,3	-13,7	-75,0	29,8	4,1
2002 IV	18,0	34,4	3,8	-6,2	-14,0	2,5	20,5	-42,9	12,6	37,6	-3,1	-88,7	-1,3	22,5
2003 I	2,9	16,8	1,9	-12,0	-3,8	1,4	4,3	-14,3	13,0	4,2	-3,1	-40,3	11,9	10,0
II	-6,9	24,2	5,7	-17,0	-19,7	1,9	-5,0	-32,0	2,7	62,0	-1,4	-97,6	2,3	37,0
III	11,5	36,8	3,7	-9,4	-19,6	2,8	14,3	-0,6	-19,1	-59,1	-4,6	80,1	2,0	-13,6
IV	18,5	29,9	6,0	-4,7	-12,6	7,2	25,8	3,5	-6,4	18,2	-4,7	-17,2	13,6	-29,2
2003 Feb	2,6	8,5	0,3	-2,7	-3,5	-0,9	1,7	-21,2	2,3	-6,5	-0,6	-21,8	5,3	19,5
Mar	4,3	6,8	1,5	-1,1	-2,9	0,2	4,5	10,9	2,0	16,0	-0,8	-11,4	5,0	-15,4
Abr	-7,4	6,6	1,4	-8,7	-6,7	0,1	-7,3	17,5	-11,6	27,6	-2,8	3,0	1,2	-10,1
May	-1,6	7,4	1,8	-5,0	-5,8	0,3	-1,4	-23,0	0,6	9,4	1,7	-35,1	0,4	24,4
Jun	2,1	10,1	2,5	-3,3	-7,2	1,6	3,7	-26,4	13,6	25,0	-0,2	-65,6	0,8	22,8
Jul	2,8	15,5	2,6	-8,8	-6,4	0,8	3,6	0,3	-4,0	-33,7	-2,4	38,6	1,8	-4,0
Ago	3,0	10,5	-0,1	-1,4	-6,0	1,7	4,8	5,9	-5,6	-36,2	-2,6	50,0	0,3	-10,7
Sep	5,6	10,9	1,2	0,7	-7,2	0,2	5,9	-6,9	-9,5	10,8	0,4	-8,5	-0,1	1,0
Oct	8,1	13,1	2,3	-3,8	-3,5	1,1	9,3	7,8	-10,0	38,5	1,7	-23,1	0,7	-17,1
Nov	3,9	8,5	1,3	0,6	-6,4	1,1	5,0	6,2	4,6	4,6	0,5	-9,0	5,5	-11,2
Dic	6,5	8,3	2,4	-1,5	-2,8	5,0	11,5	-10,5	-0,9	-24,9	-6,9	14,9	7,3	-1,0
2004 Ene	-4,4	4,2	-0,6	-9,4	1,3	0,4	-4,1	-25,6	-11,9	-14,9	0,6	3,8	-3,2	29,6
Feb	5,8	9,5	0,1	0,8	-4,6	2,1	7,8	9,4	7,8	4,4	-0,3	-11,5	9,0	-17,2
<i>Operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2004 Feb	28,7	111,4	16,5	-40,9	-58,2	14,5	43,3	-34,4	-24,9	26,7	-11,2	-53,7	28,7	-8,8

### 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)

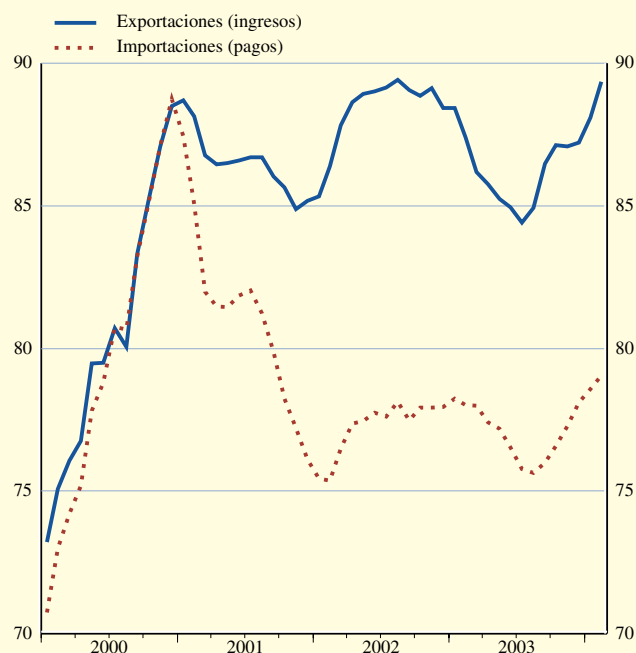
### 2. Cuenta corriente

(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	430,3	416,2	14,1	265,3	233,9	81,8	78,2	60,0	69,6	23,3	34,5
2003 I	417,2	413,1	4,1	258,5	234,0	83,8	77,7	54,0	67,9	20,9	33,4
II	409,6	408,7	0,9	254,8	229,6	79,7	76,6	56,4	68,0	18,7	34,5
III	414,7	408,1	6,6	259,4	228,0	80,4	77,6	56,2	65,7	18,7	36,9
IV	419,2	404,8	14,4	261,7	234,3	82,9	77,4	53,8	61,5	20,8	31,5
2003 Feb	138,6	137,8	0,8	86,9	77,3	27,2	25,7	17,8	23,5	6,7	11,4
Mar	135,9	135,8	0,1	83,4	77,3	27,7	25,8	17,6	21,7	7,2	11,0
Abr	139,9	139,1	0,8	86,9	77,6	27,1	25,7	20,1	24,4	5,8	11,4
May	136,2	134,9	1,3	85,4	76,6	26,3	25,5	18,4	21,5	6,1	11,4
Jun	133,5	134,6	-1,1	82,5	75,4	26,2	25,4	17,9	22,1	6,9	11,7
Jul	137,0	135,7	1,3	85,3	75,3	26,7	25,6	18,6	22,5	6,4	12,3
Ago	139,4	136,6	2,8	86,9	76,2	26,6	26,0	19,6	22,2	6,3	12,3
Sep	138,3	135,8	2,5	87,1	76,5	27,2	26,0	18,0	21,0	6,0	12,3
Oct	138,6	131,4	7,2	87,3	77,0	27,7	25,6	17,3	20,8	6,3	8,0
Nov	139,5	136,3	3,2	86,8	78,3	27,9	26,6	18,3	19,2	6,5	12,2
Dic	141,1	137,0	4,0	87,6	79,0	27,3	25,2	18,2	21,5	8,0	11,4
2004 Ene	142,2	138,5	3,7	89,9	78,5	27,2	25,3	18,1	22,4	7,0	12,3
Feb	143,9	138,5	5,4	90,5	79,6	28,2	26,9	18,9	20,2	6,3	11,8

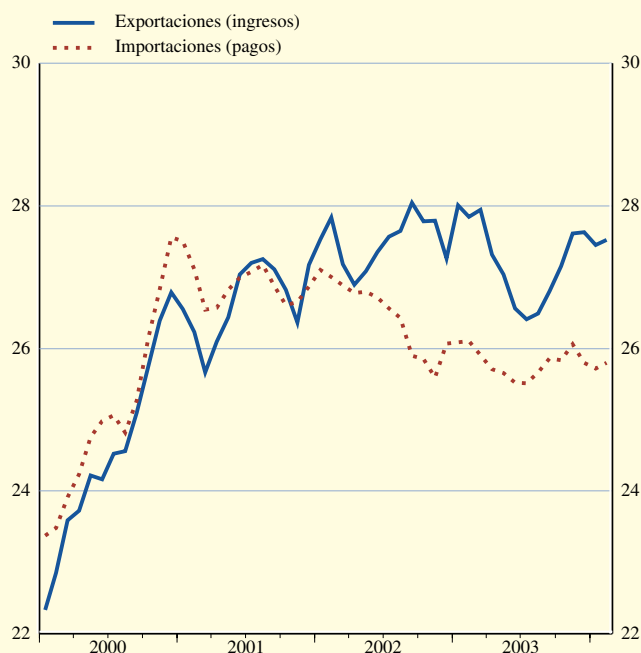
### C29 Bienes

(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	1.710,2	1.726,9	-16,7	1.033,9	960,2	321,7	322,0	275,9	314,4	78,8	130,2	17,4	10,8
2002	1.714,5	1.660,1	54,5	1.063,2	929,7	329,8	316,7	236,1	280,3	85,3	133,4	19,0	8,1
2003	1.662,4	1.636,3	26,1	1.034,6	926,9	326,7	309,4	220,7	263,9	80,3	136,1	23,2	10,0
2002 IV	440,4	422,5	18,0	274,2	239,7	83,8	80,1	61,8	68,1	20,6	34,6	5,2	2,7
2003 I	412,3	409,3	2,9	253,3	236,4	75,7	73,7	51,4	63,5	31,9	35,7	5,4	4,0
II	407,6	414,5	-6,9	254,5	230,3	79,4	73,7	59,3	76,3	14,5	34,2	4,5	2,6
III	412,6	401,1	11,5	257,1	220,2	86,5	82,8	53,9	63,4	15,1	34,7	4,1	1,4
IV	429,9	411,4	18,5	269,8	239,9	85,1	79,1	56,1	60,8	19,0	31,6	9,2	2,0
2003 Feb	130,6	127,9	2,6	83,3	74,8	23,4	23,1	16,4	19,1	7,5	11,0	1,5	2,4
Mar	138,3	134,0	4,3	87,4	80,6	26,6	25,1	17,2	18,3	7,1	10,0	1,2	1,0
Abr	136,5	143,9	-7,4	85,6	79,0	26,2	24,8	20,2	29,0	4,6	11,2	0,5	0,4
May	133,7	135,3	-1,6	84,0	76,6	25,9	24,1	19,0	24,0	4,8	10,6	1,4	1,1
Jun	137,4	135,3	2,1	84,9	74,8	27,3	24,9	20,1	23,3	5,1	12,3	2,6	1,0
Jul	147,3	144,5	2,8	91,5	76,1	31,0	28,5	19,2	28,0	5,5	11,9	1,3	0,5
Ago	125,4	122,3	3,0	76,4	65,9	27,5	27,6	16,6	18,0	4,8	10,8	2,1	0,4
Sep	139,9	134,3	5,6	89,1	78,2	28,0	26,8	18,1	17,4	4,7	11,9	0,7	0,5
Oct	147,1	138,9	8,1	96,6	83,5	29,0	26,7	16,9	20,7	4,4	7,9	1,6	0,5
Nov	134,3	130,4	3,9	86,3	77,8	26,4	25,1	16,0	15,4	5,7	12,0	1,7	0,6
Dic	148,5	142,0	6,5	86,8	78,5	29,7	27,3	23,1	24,6	8,9	11,6	5,9	0,9
2004 Ene	139,9	144,4	-4,4	81,8	77,6	23,7	24,2	16,8	26,3	17,6	16,2	0,8	0,5
Feb	132,7	127,0	5,8	85,0	75,5	24,0	23,9	17,0	16,2	6,8	11,4	2,6	0,5

### 4. Cuenta de rentas

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

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 5. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-316,5	-237,9	-19,6	-218,3	-78,6	-0,1	-78,4	204,1	146,5	5,5	141,0	57,6	0,9	56,7
2002	-151,3	-136,4	-14,9	-121,4	-15,0	0,0	-14,9	146,6	111,9	3,1	108,8	34,7	0,5	34,3
2003	-115,5	-92,2	3,4	-95,6	-23,3	-0,1	-23,2	105,7	105,1	2,7	102,3	0,6	0,0	0,6
2002 IV	-32,9	-29,5	-5,1	-24,5	-3,3	0,0	-3,3	45,4	46,0	0,7	45,3	-0,5	0,0	-0,5
2003 I	-29,4	-18,0	-2,1	-15,9	-11,4	-0,1	-11,2	42,3	29,4	0,9	28,5	13,0	-0,1	13,1
II	-29,8	-22,4	5,1	-27,5	-7,4	0,0	-7,4	32,5	30,2	1,9	28,3	2,3	0,0	2,3
III	-32,2	-34,4	-1,2	-33,2	2,2	-0,1	2,4	13,1	15,9	-0,4	16,2	-2,8	-0,4	-2,4
IV	-24,2	-17,4	1,6	-19,0	-6,8	0,2	-7,0	17,8	29,7	0,4	29,3	-11,9	0,5	-12,4
2003 Feb	-7,1	-5,6	-0,5	-5,1	-1,5	0,0	-1,5	9,4	6,4	0,9	5,6	2,9	-0,1	3,0
Mar	-7,1	-4,1	-0,8	-3,4	-2,9	-0,1	-2,8	9,1	9,0	-0,2	9,2	0,1	0,0	0,1
Abr	-17,1	-8,3	-1,4	-6,9	-8,8	0,0	-8,8	5,5	7,9	0,2	7,7	-2,4	0,0	-2,4
May	-15,1	-15,7	-0,8	-14,9	0,6	0,0	0,6	15,8	15,4	0,2	15,2	0,3	-0,1	0,4
Jun	2,4	1,6	7,2	-5,6	0,8	0,0	0,9	11,2	6,9	1,5	5,4	4,3	0,1	4,3
Jul	-9,4	-8,5	-0,9	-7,7	-0,9	-0,1	-0,8	5,4	4,3	-0,8	5,2	1,0	-0,6	1,6
Ago	-4,9	-10,3	-0,5	-9,7	5,3	-0,1	5,4	-0,6	-0,9	0,2	-1,2	0,3	0,1	0,2
Sep	-17,9	-15,6	0,2	-15,8	-2,3	0,0	-2,2	8,3	12,4	0,2	12,2	-4,1	0,1	-4,2
Oct	-10,6	-6,6	1,8	-8,4	-4,0	0,0	-4,1	0,5	5,9	0,1	5,8	-5,4	0,3	-5,7
Nov	1,8	3,9	-1,3	5,2	-2,2	0,1	-2,2	2,8	5,0	0,4	4,6	-2,1	0,1	-2,2
Dic	-15,4	-14,7	1,1	-15,8	-0,6	0,1	-0,7	14,4	18,8	-0,1	18,9	-4,4	0,1	-4,5
2004 Ene	-8,4	-3,8	-0,8	-3,0	-4,6	0,0	-4,6	-3,5	6,3	0,1	6,2	-9,8	0,0	-9,9
Feb	-5,6	-3,7	-1,1	-2,6	-1,9	0,0	-1,8	13,4	2,6	0,2	2,5	10,8	0,0	10,8

### 6. Inversiones de cartera por instrumento

	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos			Pasivos		
					Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	-281,9	349,8	-101,6	232,6	-180,3	-155,9	-24,4	117,3	113,1	4,1
2002	-175,8	290,4	-40,4	88,9	-135,4	-89,6	-45,8	201,5	133,7	67,9
2003	-280,5	305,8	-65,6	105,5	-214,9	-172,0	-42,8	200,3	195,3	5,0
2002 IV	-33,7	71,3	-8,1	12,5	-25,6	-20,2	-5,4	58,8	40,8	18,0
2003 I	-48,9	53,1	11,2	2,2	-60,0	-50,9	-9,1	50,8	40,4	10,4
II	-107,3	169,3	-33,2	30,5	-74,1	-59,3	-14,8	138,8	124,6	14,2
III	-63,3	4,2	-19,4	25,1	-43,9	-37,2	-6,8	-20,9	-7,8	-13,1
IV	-61,0	79,2	-24,2	47,7	-36,8	-24,7	-12,1	31,6	38,1	-6,6
2003 Feb	-22,1	15,6	1,2	2,1	-23,3	-20,8	-2,5	13,5	2,7	10,8
Mar	-9,0	25,0	7,6	-12,2	-16,6	-15,0	-1,6	37,2	35,8	1,4
Abr	-23,2	50,8	-10,7	13,9	-12,5	-15,6	3,1	36,9	21,8	15,1
May	-36,7	46,1	-7,9	-6,2	-28,9	-19,6	-9,3	52,3	49,8	2,5
Jun	-47,4	72,4	-14,7	22,8	-32,7	-24,1	-8,6	49,6	53,0	-3,5
Jul	-27,1	-6,7	-8,6	10,9	-18,5	-22,0	3,5	-17,5	-13,3	-4,3
Ago	-14,5	-21,7	-5,3	3,4	-9,2	-6,3	-2,9	-25,1	-8,8	-16,3
Sep	-21,8	32,6	-5,6	10,8	-16,2	-8,8	-7,4	21,8	14,3	7,5
Oct	-30,8	69,3	-13,5	22,4	-17,3	-11,3	-6,0	46,9	29,1	17,8
Nov	-20,6	25,1	-3,3	11,8	-17,2	-15,1	-2,1	13,3	14,0	-0,6
Dic	-9,7	-15,2	-7,4	13,4	-2,3	1,8	-4,1	-28,7	-5,0	-23,7
2004 Ene	-49,1	34,2	-14,5	0,4	-34,6	-17,2	-17,4	33,8	21,4	12,3
Feb	-13,6	18,0	-5,5	5,6	-8,1	-2,2	-5,9	12,4	12,4	0,0

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

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

### 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	-268,2	261,6	0,6	4,4	3,0	-0,4	-229,1	232,4	-46,9	22,7	-182,3	209,7	-42,6	25,2
2002	-230,4	67,8	-1,2	19,3	0,1	-8,2	-166,0	27,8	-32,2	51,7	-133,8	-23,9	-63,4	28,8
2003	-240,7	165,7	-0,8	11,9	-1,3	-3,6	-152,9	133,7	-57,7	69,4	-95,2	64,2	-85,6	23,8
2002 IV	-108,8	20,1	-0,4	6,2	0,4	-0,9	-89,3	0,2	-19,1	15,7	-70,2	-15,5	-19,5	14,5
2003 I	-123,1	82,9	-0,6	2,0	-1,8	-8,3	-65,7	60,1	-14,9	10,5	-50,8	49,7	-55,1	29,0
II	-132,2	34,6	0,2	4,9	-2,0	3,9	-103,2	26,9	-11,5	11,8	-91,7	15,1	-27,2	-1,1
III	92,0	-11,9	0,3	5,8	-0,3	5,3	87,6	-7,1	-12,5	16,4	100,2	-23,4	4,4	-16,0
IV	-77,4	60,2	-0,7	-0,8	2,7	-4,6	-71,6	53,7	-18,7	30,7	-52,9	23,0	-7,8	11,8
2003 Feb	-84,4	62,6	-0,5	-0,3	-3,8	-2,2	-54,8	54,0	-6,0	4,6	-48,7	49,5	-25,3	11,1
Mar	-28,3	16,9	-0,5	1,8	4,4	0,0	-13,8	4,6	-5,3	4,4	-8,5	0,2	-18,4	10,5
Abr	-56,6	59,6	0,0	0,8	0,8	2,8	-32,7	52,1	-3,6	2,0	-29,1	50,1	-24,6	4,0
May	-46,1	11,0	0,7	1,9	-3,7	1,3	-35,1	3,7	-1,7	2,4	-33,4	1,3	-7,9	4,1
Jun	-29,5	-36,0	-0,5	2,1	0,9	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,4	-29,1	-36,3	5,4	-9,1
Jul	41,3	-2,7	0,1	2,6	-2,5	2,1	42,4	2,6	-4,6	8,3	47,0	-5,7	1,3	-9,9
Ago	79,8	-29,8	0,3	1,5	0,5	0,5	73,4	-30,2	-2,0	2,7	75,4	-33,0	5,6	-1,6
Sep	-29,1	20,6	-0,1	1,8	1,7	2,7	-28,1	20,6	-5,9	5,4	-22,2	15,2	-2,5	-4,4
Oct	-53,1	29,9	-0,2	0,7	1,1	-2,0	-40,5	25,4	-8,2	7,7	-32,3	17,7	-13,4	5,9
Nov	-36,4	27,4	0,4	-2,7	1,0	1,5	-34,8	27,4	-5,6	7,5	-29,1	20,0	-3,0	1,2
Dic	12,1	2,8	-0,9	1,2	0,6	-4,0	3,7	0,9	-4,9	15,6	8,6	-14,7	8,7	4,8
2004 Ene	-64,6	68,5	-0,2	1,4	-1,4	-4,6	-61,8	75,4	-3,3	-2,2	-58,5	77,6	-1,2	-3,8
Feb	-25,8	14,3	-0,1	-5,0	1,9	-0,8	-25,4	18,0	-8,0	-0,2	-17,4	18,3	-2,1	2,0

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 9. Otras inversiones por instrumento

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

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

### 10. Activos de reserva

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

Fuente: BCE.

## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

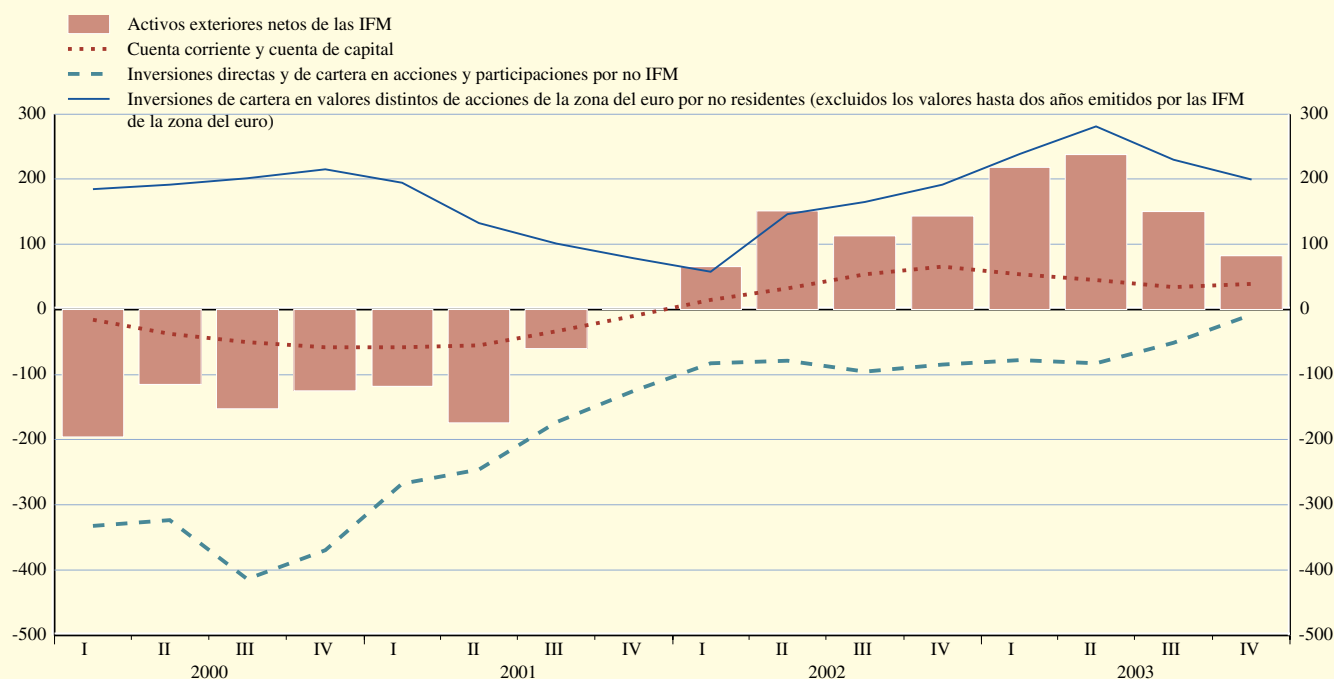
(mm de euros; operaciones)

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

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y participaciones <sup>1)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	-10,1	-296,8	203,2	-175,6	172,3	78,4	-39,7	24,7	-0,9	44,3	-0,1	-7,3
2002	65,4	-136,4	146,2	-121,5	52,0	191,1	-63,3	20,6	-10,8	0,4	143,7	166,0
2003	39,3	-118,8	105,7	-177,5	110,4	199,3	-87,0	20,2	-13,7	4,1	82,0	93,0
2002 IV	20,5	-27,8	45,5	-24,5	2,5	49,0	-19,1	13,6	-3,1	22,5	79,0	85,4
2003 I	4,3	-27,2	42,4	-12,7	5,3	46,0	-56,8	20,7	-3,1	10,0	28,9	32,0
II	-5,0	-34,9	32,5	-81,5	34,2	140,4	-29,2	2,8	-1,4	37,0	94,9	96,4
III	14,3	-30,8	13,5	-46,3	27,2	-5,9	4,1	-10,7	-4,6	-13,6	-52,9	-51,2
IV	25,8	-25,9	17,3	-36,9	43,8	18,9	-5,1	7,3	-4,7	-29,2	11,1	15,7

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

### 7.3 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	21,7	29,4	1.001,1	480,3	217,3	261,5	874,7	1.023,8	589,6	182,9	220,9	744,9	122,5
2001	6,1	-0,9	1.063,6	492,7	236,6	287,8	932,2	1.012,3	576,0	178,4	226,5	738,5	107,9
2002	2,1	-2,7	1.085,6	513,1	228,3	309,9	949,0	985,4	559,8	163,7	234,5	717,4	105,2
2003	-2,7	-0,3	1.057,0	496,8	220,1	297,6	915,8	984,3	548,5	160,6	238,1	708,5	107,9
2002 III	3,8	-1,4	272,0	127,8	57,5	78,4	238,0	245,8	139,4	41,8	58,3	180,5	26,4
IV	2,3	2,5	269,7	127,5	56,8	76,7	235,4	247,0	139,8	40,8	59,3	178,3	27,6
2003 I	-1,1	3,4	266,1	125,7	54,7	75,5	230,2	250,4	142,9	40,8	58,6	177,7	29,9
II	-5,9	-3,0	259,6	122,9	53,2	72,8	225,2	244,2	134,5	39,6	59,6	176,5	25,5
III	-2,6	-1,9	264,6	124,7	56,0	74,4	230,1	241,5	134,4	38,8	59,0	174,9	26,3
IV	-1,2	0,6	266,7	123,6	56,2	74,9	230,2	248,3	136,7	41,5	60,9	179,3	26,1
2003 Sep	1,5	1,9	88,9	41,8	19,3	25,1	77,8	80,5	45,4	12,7	19,7	58,6	8,9
Oct	-1,6	-1,2	89,0	40,4	18,5	25,4	76,8	82,0	44,8	14,0	20,4	60,3	8,3
Nov	-5,5	-2,0	88,4	41,3	18,5	24,9	76,6	83,5	45,7	14,2	20,3	59,8	8,7
Dic	4,2	5,6	89,3	41,8	19,1	24,6	76,8	82,8	46,2	13,3	20,3	59,2	9,2
2004 Ene	-2,8	-6,7	89,7	41,7	18,9	24,3	76,8	81,8	44,9	12,7	20,2	58,9	8,5
Feb	1,6	1,3	89,7	41,1	19,8	24,4	78,3	83,3	45,2	14,3	19,7	61,4	8,2
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	12,4	6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,9	100,0	100,0	99,9	100,0
2001	5,1	-1,0	105,2	101,9	108,7	108,1	105,6	98,7	99,0	96,1	99,8	97,6	98,8
2002	3,0	-0,2	108,3	107,8	105,4	116,1	108,5	98,6	99,3	90,4	104,5	96,5	100,8
2003	0,5	3,1	109,0	107,6	105,8	114,9	108,4	101,7	99,9	94,4	109,5	99,3	103,1
2002 III	6,0	2,3	109,2	107,9	106,9	118,3	109,4	98,9	99,2	93,5	104,8	98,0	102,0
IV	3,5	2,0	108,4	107,8	105,7	116,1	108,5	99,0	98,7	92,1	106,4	97,2	101,1
2003 I	1,7	3,7	108,2	107,3	103,6	115,6	107,5	100,7	99,9	94,5	107,0	98,3	98,0
II	-2,3	2,3	107,2	106,3	102,6	112,6	106,5	102,2	99,8	93,5	109,8	99,1	104,2
III	0,5	1,5	109,6	108,6	108,3	115,2	109,4	100,6	99,3	91,4	108,4	98,4	107,3
IV	2,1	4,7	110,8	108,0	108,8	116,3	110,1	103,5	100,5	98,1	112,7	101,5	103,0
2003 Sep	4,7	4,6	110,4	109,4	112,5	116,5	111,0	99,7	100,1	89,1	107,5	98,2	109,4
Oct	2,1	3,0	111,0	105,9	106,8	118,4	110,3	102,7	99,6	98,6	111,9	101,9	100,3
Nov	-2,4	1,6	110,1	108,6	108,3	115,9	109,8	104,2	100,3	100,9	112,7	101,4	102,4
Dic	7,1	10,0	111,3	109,7	111,4	114,5	110,2	103,8	101,8	94,7	113,6	101,3	106,2
2004 Ene	0,4	-1,5	112,6	110,1	110,5	114,4	110,8	103,3	99,7	92,0	113,9	101,2	98,1
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	99,9	99,9	100,0	100,0	99,9
2001	1,0	0,2	100,9	100,7	100,2	101,8	100,9	100,2	98,7	101,5	102,7	101,6	89,1
2002	-0,9	-2,5	100,1	99,1	99,7	102,1	100,0	97,7	95,7	99,0	101,6	99,8	85,2
2003	-3,2	-3,2	96,9	96,2	95,7	99,0	96,6	94,5	93,1	93,0	98,5	95,7	85,6
2002 III	-2,0	-3,6	99,5	98,6	98,9	101,4	99,5	97,1	95,4	97,9	100,7	98,9	84,7
IV	-1,1	0,4	99,4	98,6	98,8	101,2	99,2	97,5	96,1	97,0	100,9	98,5	89,1
2003 I	-2,8	-0,4	98,2	97,5	97,2	99,9	97,9	97,2	97,1	94,3	99,1	97,1	99,6
II	-3,7	-5,2	96,8	96,3	95,4	99,0	96,7	93,4	91,4	92,5	98,3	95,6	80,0
III	-3,1	-3,4	96,4	95,6	95,2	98,8	96,2	93,8	91,9	92,8	98,6	95,4	80,1
IV	-3,2	-3,9	96,2	95,2	95,0	98,5	95,6	93,7	92,2	92,5	97,8	94,8	82,7
2003 Sep	-3,0	-2,6	96,6	95,6	94,9	98,9	96,2	94,6	92,4	93,6	99,5	96,2	79,4
Oct	-3,6	-4,1	96,0	95,4	95,6	98,5	95,6	93,6	91,5	92,8	98,9	95,3	80,7
Nov	-3,2	-3,5	96,3	95,2	94,6	98,6	95,7	94,0	92,8	92,6	97,7	95,0	82,8
Dic	-2,7	-4,0	96,1	95,2	94,8	98,4	95,6	93,5	92,4	92,0	96,9	94,2	84,7
2004 Ene	-3,1	-5,2	95,5	94,6	94,5	97,5	95,1	92,8	91,7	90,4	96,4	93,7	84,6
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

	Otros estados miembros de la UE											
	Total	Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Otros	Suiza	Estados Unidos	Japón	Asia excluido Japón	Africa	América Latina	Otros países
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Exports (f.o.b.)</b>												
2000	1.001,1	189,2	39,2	23,6	97,2	63,9	173,3	34,3	153,7	56,8	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	1.085,6	205,9	37,1	25,3	112,1	64,0	184,2	33,1	170,4	59,5	43,4	148,5
2003	1.057,0	192,8	38,3	24,8	117,0	63,2	167,0	31,1	170,3	59,4	37,8	.
2002 III	272,0	51,4	9,2	6,3	28,2	16,3	46,1	8,4	43,3	15,0	10,5	37,7
IV	269,7	49,9	9,4	6,5	28,3	15,6	45,6	8,3	42,6	14,4	10,4	37,7
2003 I	266,1	48,8	9,6	6,4	28,4	16,5	43,2	7,8	42,2	14,5	10,3	37,9
II	259,6	46,9	9,5	6,1	29,2	15,6	41,2	7,5	41,6	14,7	9,5	37,8
III	264,6	48,1	9,6	6,3	30,2	15,3	41,7	7,8	43,6	15,3	9,1	39,4
IV	266,7	49,1	9,7	6,1	29,2	15,8	40,9	8,1	42,9	14,9	8,9	.
2003 Sep	88,9	16,1	3,2	2,1	9,9	5,0	14,4	2,6	15,1	5,2	3,3	13,4
Oct	89,0	16,1	3,2	2,0	9,8	5,2	13,8	2,7	14,4	5,2	2,9	13,2
Nov	88,4	16,0	3,3	2,0	9,5	5,4	13,4	2,6	14,4	4,8	3,1	12,3
Dic	89,3	16,9	3,2	2,0	9,9	5,2	13,7	2,7	14,1	4,9	2,9	.
2004 Ene	89,7	16,1	3,3	2,1	10,0	5,2	13,3	2,8	15,1	5,1	3,3	.
Feb	89,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>En porcentaje del total de exportaciones</i>												
2003	100,0	18,2	3,6	2,3	11,1	6,0	15,8	2,9	16,1	5,6	3,6	.
<b>Importaciones (c.i.f)</b>												
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	1.012,3	154,3	34,4	21,3	88,9	53,0	138,0	58,6	208,3	74,0	40,9	140,3
2002	985,4	149,7	35,6	22,9	93,5	52,1	125,7	52,7	204,7	67,8	39,4	140,2
2003	984,3	136,6	36,4	22,8	102,0	50,6	110,7	52,1	214,9	68,5	39,5	.
2002 III	245,8	37,1	9,0	5,8	23,5	13,2	31,0	13,4	51,6	16,4	9,8	34,6
IV	247,0	35,8	9,1	5,9	23,9	12,8	30,6	13,4	52,7	16,8	9,7	35,9
2003 I	250,4	35,1	9,1	5,9	24,8	13,2	27,9	13,5	53,2	18,4	9,8	38,3
II	244,2	33,9	9,1	5,7	25,1	12,6	28,1	13,2	53,7	16,9	9,7	36,4
III	241,5	33,6	9,0	5,6	25,1	12,5	27,8	12,5	53,6	16,8	9,7	36,2
IV	248,3	34,0	9,1	5,7	27,0	12,4	26,9	13,0	54,5	16,5	10,4	.
2003 Sep	80,5	11,0	3,0	1,9	8,5	4,1	9,3	4,1	18,2	5,7	3,2	12,4
Oct	82,0	11,3	3,0	1,9	8,8	4,2	9,2	4,3	18,2	5,5	3,3	12,2
Nov	83,5	11,3	3,1	1,9	9,0	4,1	9,1	4,2	18,0	5,5	3,5	11,8
Dic	82,8	11,4	3,0	1,9	9,2	4,1	8,6	4,5	18,3	5,4	3,5	.
2004 Ene	81,8	11,1	2,9	1,7	9,1	4,3	8,7	4,4	18,0	5,4	3,3	.
Feb	83,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>												
2003	100,0	13,9	3,7	2,3	10,4	5,1	11,2	5,3	21,8	7,0	4,0	.
<b>Saldo</b>												
2000	-22,6	29,9	0,3	1,5	18,4	13,2	29,6	-33,1	-63,6	-16,8	6,8	-7,1
2001	51,2	47,8	2,6	3,0	17,0	13,4	42,1	-24,1	-42,8	-13,6	9,0	-4,9
2002	100,2	56,1	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,7	-34,2	-8,3	4,0	8,4
2003	72,6	56,2	2,0	2,0	15,0	12,6	56,3	-21,0	-44,6	-9,1	-1,7	.
2002 III	26,2	14,3	0,2	0,5	4,7	3,1	15,0	-5,0	-8,2	-1,4	0,7	3,1
IV	22,7	14,1	0,4	0,6	4,4	2,8	15,0	-5,1	-10,2	-2,4	0,7	1,8
2003 I	15,7	13,6	0,4	0,5	3,6	3,3	15,3	-5,7	-11,0	-3,9	0,5	-0,4
II	15,4	13,0	0,4	0,4	4,1	3,0	13,1	-5,6	-12,0	-2,2	-0,1	1,4
III	23,1	14,5	0,5	0,7	5,1	2,8	13,9	-4,8	-10,0	-1,5	-0,6	3,2
IV	18,4	15,1	0,6	0,4	2,2	3,4	14,0	-4,9	-11,6	-1,5	-1,5	.
2003 Sep	8,4	5,2	0,2	0,2	1,4	0,9	5,1	-1,5	-3,2	-0,6	0,0	1,0
Oct	7,0	4,9	0,2	0,1	1,0	1,0	4,5	-1,5	-3,8	-0,3	-0,4	1,0
Nov	4,9	4,8	0,2	0,1	0,5	1,3	4,3	-1,6	-3,6	-0,7	-0,5	0,5
Dic	6,5	5,5	0,2	0,1	0,7	1,1	5,2	-1,8	-4,1	-0,5	-0,6	.
2004 Ene	8,0	5,0	0,4	0,4	0,8	0,9	4,7	-1,7	-2,8	-0,3	-0,1	.
Feb	6,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

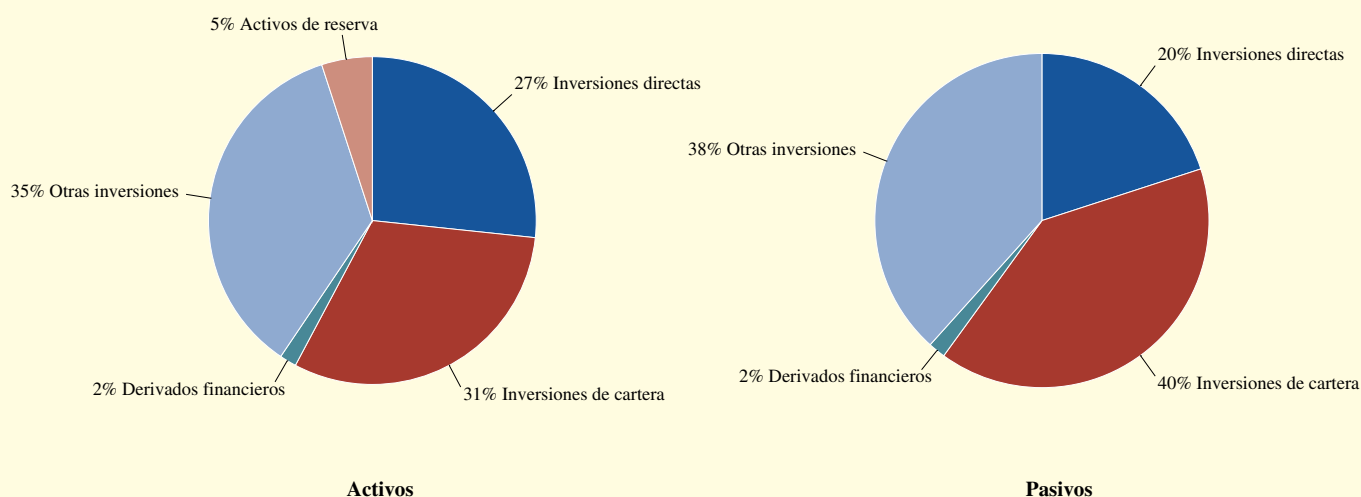
### 7.4 Posición de inversión internacional

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

### 3. Inversiones de cartera por instrumento

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

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	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		
													Total	AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,2	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9
2000	0,9	42,7	1.140,1	5,7	1.134,4	3,4	328,5	713,4	5,7	707,7	0,5	85,6	36,1	0,1	35,9
2001	1,3	38,1	1.082,9	6,7	1.076,3	2,2	418,7	801,1	8,3	792,8	2,8	131,9	42,2	0,2	42,0
2002	1,4	38,0	822,8	8,4	814,4	5,0	379,0	784,8	8,8	776,0	1,2	190,1	48,2	1,1	47,1

### 5. Otras inversiones

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

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

Fuente: BCE.

## 7.5 Reservas internacionales

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

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros		Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede-terminados	
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici-paciones	Bonos y obliga-ciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2000 Dic	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	155,3	53,2	0,7	0,0	16,3	-21,7
2001 Dic	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002 Dic	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	117,1	41,7	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 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
Mar	308,4	136,4	393,539	4,6	23,2	144,2	9,7	29,3	105,5	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-10,5
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 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
Mar	37,9	8,5	24,656	0,2	0,0	29,1	1,0	5,4	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-0,4

Fuente: BCE.

# 8

## TIPOS DE CAMBIO

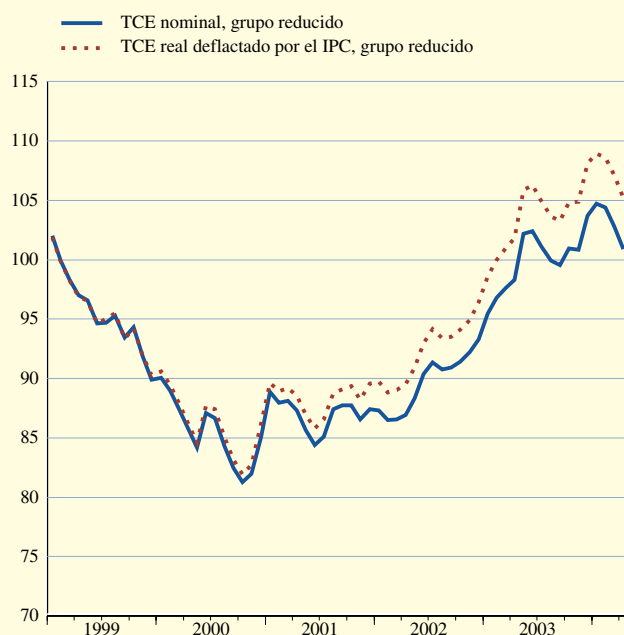
### 8.1 Tipos de cambio efectivo

(medias del período; índice 1999 I=100)

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

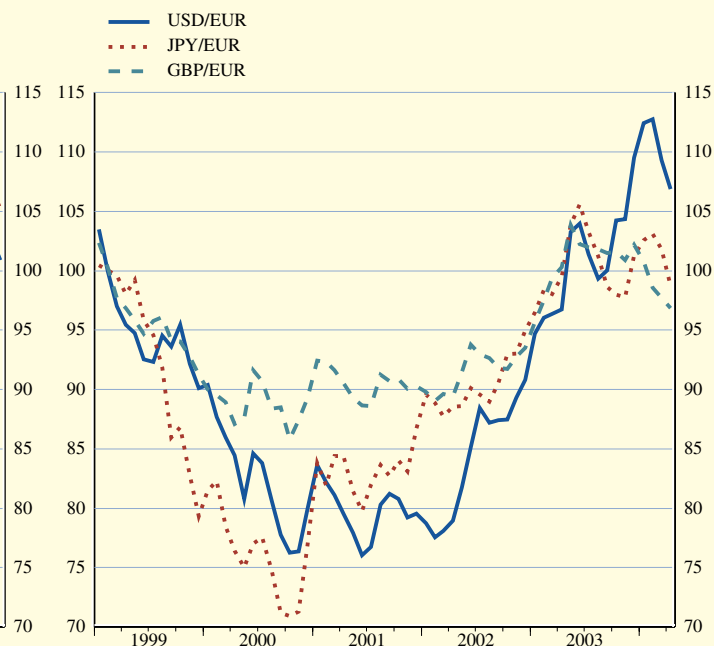
### C33 Tipos de cambio efectivo

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



### C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Dólar estado- unidense	Libra esterlina	Yen japonés	Franco suizo	Corona sueca	Won sur- coreano	Dólar de Hong Kong	Corona danesa	Dólar singapu- rense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano	Corona islandesa	Dólar neozel- andés	Rand sud- africano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,8956	0,62187	108,68	1,5105	9,2551	1.154,83	6,9855	7,4521	1,6039	1,3864	8,0484	1,7319	87,42	2,1300	7,6873
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1.175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1.346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2003 I	1,0731	0,66961	127,59	1,4662	9,1822	1.288,92	8,3695	7,4305	1,8724	1,6203	7,5706	1,8095	84,16	1,9537	8,9600
II	1,1372	0,70169	134,74	1,5180	9,1425	1.373,83	8,8692	7,4250	1,9872	1,5889	7,9570	1,7742	84,71	1,9955	8,8217
III	1,1248	0,69888	132,14	1,5451	9,1631	1.321,05	8,7674	7,4309	1,9699	1,5533	8,2472	1,7089	88,40	1,9254	8,3505
IV	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1.404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2004 I	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1.464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
2003 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
Abr	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1.381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
	% variación sobre mes anterior														
2004 Abr	-2,3	-0,9	-3,0	-0,8	-0,8	-3,3	-2,2	-0,1	-3,1	-1,5	-2,8	-1,4	0,4	0,9	-3,0
	% variación sobre año anterior														
2004 Abr	10,5	-3,4	-0,8	3,9	0,1	3,3	10,5	0,2	4,7	1,4	5,9	-9,4	5,0	-4,9	-5,2

	Libra chipriota	Corona checa	Corona estonia	Forint húngaro	Litas lituano	Lats letón	Lira maltesa	Zloty polaco	Tolar esloveno	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Leu rumano	Lira turca
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2001	0,57589	34,068	15,6466	256,59	3,5823	0,5601	0,4030	3,6721	217,9797	43,300	1,9482	26,004	1.102.425
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1.439.680
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694.851
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 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
Abr	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40,683	1.637.423
	% variación sobre mes anterior												
2004 Abr	0,1	-1,4	0,0	-1,2	0,0	-1,4	-0,4	-0,1	0,2	-0,6	0,0	1,6	1,1
	% variación sobre año anterior												
2004 Abr	0,0	2,8	0,0	2,0	0,0	3,4	0,3	10,8	2,6	-2,2	0,0	11,2	-7,4

Fuente: BCE.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

#### 1. Evolución económica y financiera

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

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

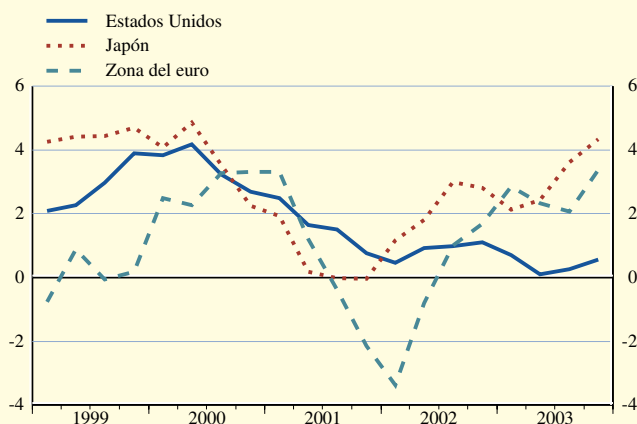
(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas)	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>1)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>2)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>2)</sup> en %	Tipo de cambio en <sup>3)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presup. en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB <sup>4)</sup>
	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	1,7	5,9	4,5	1,17	4,27	1,1890	.	.
2004 I	1,8	.	4,9	3,1	5,6	4,1	1,12	4,00	1,2497	.	.
2003 Dic	1,9	-	-	2,5	5,7	3,3	1,17	4,26	1,2286	-	-
2004 Ene	1,9	-	-	2,1	5,6	3,8	1,13	4,13	1,2613	-	-
Feb	1,7	-	-	3,4	5,6	4,1	1,12	4,06	1,2646	-	-
Mar	1,7	-	-	3,8	5,7	4,5	1,11	3,81	1,2262	-	-
Abr	.	-	-	.	.	.	1,15	4,32	1,1985	-	-
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	-4,2	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	-2,1	2,1	1,0	5,2	1,8	0,05	1,20	132,14	.	.
IV	-0,3	-4,8	3,4	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 I	-0,1	.	.	6,6	.	.	0,05	1,31	133,97	.	.
2003 Dic	-0,4	-6,3	-	5,8	4,9	1,5	0,06	1,35	132,43	-	-
2004 Ene	-0,3	-5,7	-	5,3	5,0	1,6	0,06	1,33	134,13	-	-
Feb	0,0	.	-	6,6	5,0	1,7	0,05	1,25	134,78	-	-
Mar	-0,1	.	-	7,7	4,7	.	0,05	1,35	133,13	-	-
Abr	.	.	-	.	.	.	0,05	1,51	129,08	-	-

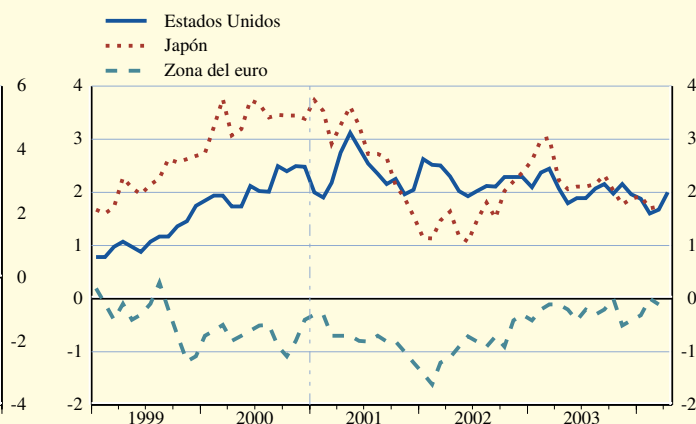
### C35 Producto interior bruto a precios constantes

(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).



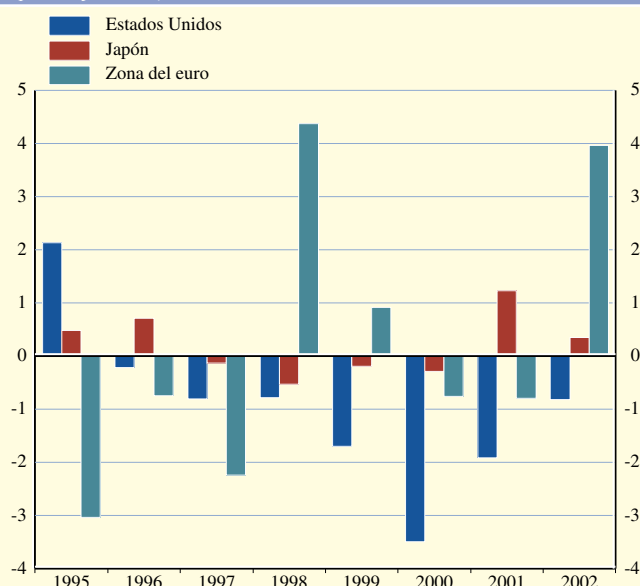
## 9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

### 2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital <sup>2)</sup>	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto <sup>3)</sup>	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

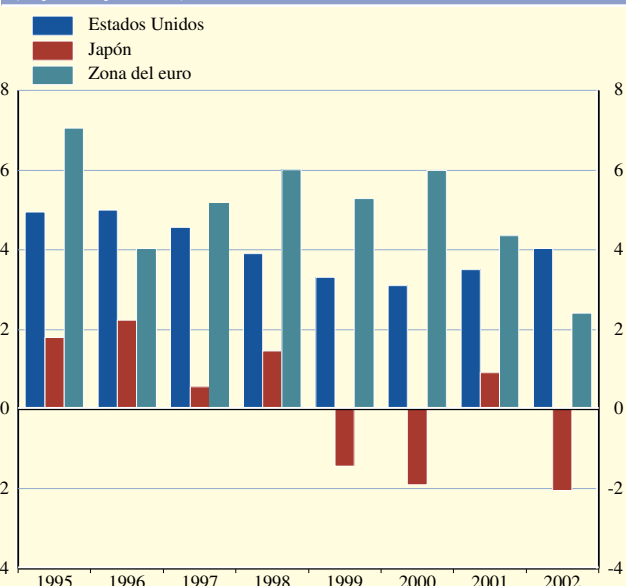
### C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



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

(en porcentaje del PIB)



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

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

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](http://www.ecb.int)), sección «Statistics», apartado «Monetary statistics».

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

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

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

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 EURO<sup>1</sup>

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

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

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

2 Para más detalles, véase Findley, D., B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen, (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.  
A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase Gómez, V. y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

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

## 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:

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

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

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

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

## RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

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

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

## RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes y servicios se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de «días laborables» y «Semana Santa». 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](http://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](mailto: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 5 de mayo de 2004.

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

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

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

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

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

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

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

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

### PANORÁMICA GENERAL

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

### ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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





BCE anunció cambios en el marco operativo, que 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 po-

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

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

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

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

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

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

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

## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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

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

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

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

## MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos y las emisiones brutas de los residentes en la zona del euro que es conforme al SEC 95<sup>3</sup>. El BCE está incluido en el Eurosistema.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), producción industrial y ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo, de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo<sup>4</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>5</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

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

4 DO L 162, 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, 27.3.2001, p. 11.

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

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

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

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

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

## FINANZAS PÚBLICAS

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

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

El cuadro 6.1 recoge los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>6</sup>, que modifica el SEC 95. En el cuadro 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio.

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1, 7.2, 7.4 y 7.5) se ajustan, en general, 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)<sup>7</sup>, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada *European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, de noviembre del 2003, que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet, figuran referencias adicionales a las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro.

6 DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

7 DO L 131 de 28.5.2003, p. 20.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## TIPOS DE CAMBIO

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

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

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

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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





# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## 3 DE ENERO DE 2002

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

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

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

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

## 10 DE JULIO DE 2002

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

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

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

## 5 DE DICIEMBRE DE 2002

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

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

## 9 DE ENERO DE 2003

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

## 23 DE ENERO DE 2003

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

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 a 2001 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000 y en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001, respectivamente.

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

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

Está previsto que estas medidas entren en vigor en el primer trimestre del 2004.

En relación con la nota de prensa publicada el 10 de julio de 2002, el Consejo de Gobierno decide mantener en 15 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el 2003. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el 2003, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

### **6 DE FEBRERO DE 2003**

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

### **6 DE MARZO DE 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la ope-

ración que se liquidará el 12 de marzo de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos a partir del 7 de marzo de 2003.

### **3 DE ABRIL DE 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

### **8 DE MAYO DE 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

Asimismo, da a conocer los resultados de la valoración de la estrategia de política monetaria del BCE que ha llevado a cabo. Esta estrategia, que fue hecha pública el 13 de octubre de 1998, se articula en torno a tres elementos principales: una definición cuantitativa de estabilidad de precios, un papel destacado asignado al dinero en el marco de la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios y una valoración de las perspectivas de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de indicadores.

El Consejo de Gobierno confirma la definición de estabilidad de precios formulada en octubre de 1998, es decir: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Simultáneamente, el Consejo de Gobierno acuerda que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirigi-

rá sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación cercana al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno confirma que sus decisiones de política monetaria seguirán fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno desea aclarar en su comunicación las funciones respectivas del análisis económico y del análisis monetario con vistas a la adopción de una posición global unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

A fin de poner de relieve la naturaleza a plazo más largo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, el Consejo de Gobierno ha decidido, asimismo, que la revisión del valor de referencia dejará de tener carácter anual, si bien se seguirá realizando una valoración de las condiciones y supuestos subyacentes.

#### **5 DE JUNIO DE 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de junio de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

#### **10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE Y 4 DE DICIEMBRE DE 2003 Y 8 DE ENERO DE 2004**

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

#### **12 DE ENERO DE 2004**

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

#### **5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004**

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

#### **10 DE MARZO DE 2004**

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

#### **1 DE ABRIL Y 6 DE MAYO 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 febrero y abril del 2004. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

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

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2002», abril 2003.

«Informe Anual 2003», abril 2004.

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro», enero 2003.

«CLS - Finalidad, concepto e implicaciones», enero 2003.

«La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», febrero 2003.

«Regímenes de tipo de cambio para las economías emergentes», febrero 2003.

«La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población», abril 2003.

«Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2003.

«Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», abril 2003.

«Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», mayo 2003.

«Electronificación de los pagos en Europa», mayo 2003.

«La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno», mayo 2003.

«Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», junio 2003.

«Tendencias de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro», julio 2003.

«Experiencia inicial en la gestión de la producción y emisión de billetes en euros», julio 2003.

«Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema», agosto 2003.

«Evolución reciente del sector bancario de la zona del euro», agosto 2003.

«Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes», agosto 2003.

«Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro», octubre 2003.

«Integración de los mercados financieros europeos», octubre 2003.

«Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro», noviembre 2003.

«Resolución de crisis en economías emergentes: retos para la comunidad internacional», noviembre 2003.

«El papel internacional del euro: principales novedades desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria», noviembre 2003.

«La UEM y la dirección de las políticas fiscales», enero 2004.

«Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», enero 2004.

«Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», enero 2004.

«Las economías de los países adherentes en el umbral de la UE», febrero 2004.

«Evolución de los balances de situación y del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», febrero 2004.

«Los efectos de la contabilidad por el valor razonable en el sector bancario europeo, una perspectiva de estabilidad financiera», febrero 2004.

- «La influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en los precios», abril 2004.
- «Evolución futura del sistema TARGET», abril 2004.
- «Los socios del proceso de Barcelona y su relación con la zona del euro», abril 2004.
- «La economía de la UE tras la adhesión de los nuevos Estados miembros», mayo 2004
- «La tasa natural de interés de la zona del euro», mayo 2004.
- «Métodos de mitigación de riesgos en las operaciones de crédito del Eurosistema», mayo 2004.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 8 «An introduction to the ECB's survey of professional forecasters», por J. A. García, septiembre 2003.
- 9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.
- 10 «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», por un equipo dirigido por P. Backé y C. Thimann e integrado por O. Arratibel, O. Calvo-González, A. Mehl y C. Nerlich, febrero 2004.
- 11 «Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases», por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich y C. Thimann, febrero 2004.
- 12 «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages», por R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, abril 2004.
- 13 «Fair value accounting and financial stability», por A. Enria, L. Cappiello, F. Dierick, G. Sergio, A. Haralambous, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires y P. Poloni, abril 2004.
- 14 «Measuring financial integration in the euro area», por L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet, abril 2004.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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. Afonso 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 spill-overs from fiscal shocks in Europe? An empirical analysis», por M. Giuliadori y R. Beetsma, marzo 2004.
- 326 «The great depression and the Friedman-Schwartz hypothesis», por L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, marzo 2004.
- 327 «Diversification in euro area stock markets: country versus industry», por G. A. Moerman, abril 2004.
- 328 «Non-fundamental exchange rate volatility and welfare», por R. Straub y I. Tchakarov, abril 2004.
- 329 «On the determinants of euro area FDI to the United States: the knowledge-capital-Tobin's Q framework», por R. A. De Santis, R. Anderton y A. Hijzen, abril 2004.
- 330 «The demand for euro area currencies: past, present and future», por B. Fischer, P. Köhler y F. Seitz, abril 2004.
- 331 «How frequently do prices change? Evidence based on the micro data underlying the Belgian CPI», por L. Aucremanne y E. Dhyne, abril 2004.
- 332 «Stylised features of price-setting behaviour in Portugal: 1992-2001», por M. Dias, D. Dias y P. D. Neves, abril 2004.
- 333 «The pricing behaviour of Italian firms: new survey evidence on price stickiness», por S. Fabiani, A. Gattulli y R. Sabbatini, abril 2004.
- 334 «Is inflation persistence intrinsic in industrial economies?», por A. T. Levin y J. M. Piger, abril 2004.
- 335 «Has euro area inflation persistence changed over time?», por G. O'Reilly y K. Whelan, abril 2004.
- 336 «The great inflation of the 1970s», por F. Collard y H. Dellas, abril 2004.
- 337 «The decline of activist stabilisation policy: natural rate misperceptions, learning, and expectations», por A. Orphanides y J. C. Williams, abril 2004.
- 338 «The optimal degree of discretion in monetary policy», por S. Athey, A. Atkeson y P. J. Kehoe, abril 2004.
- 339 «Understanding the effects of government spending on consumption», por J. Galí, D. López-Salido y J. Vallés, abril 2004.
- 340 «Indeterminacy with inflation-forecast-based rules in a two-bloc model», por N. Batini, P. Levine y J. Pearlman, abril 2004.
- 341 «Benefits and spillovers of greater competition in Europe: a macroeconomic assessment», por T. Bayoumi, D. Laxton y P. Pesenti, abril 2004.
- 342 «Equal size, equal role? Interdependence between the euro area and the United States», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, abril 2004.



- 343 «Monetary discretion, pricing complementarity and dynamic multiple equilibria», por R. G. King y A. L. Wolman, abril 2004.
- 344 «Ramsey monetary policy and international relative prices», por E. Faia y T. Monacelli, abril 2004.
- 345 «Optimal monetary and fiscal policy: a linear-quadratic approach», por P. Benigno y M. Woodford, abril 2004.
- 346 «Perpetual youth and endogenous labour supply: a problem and a possible solution», por G. Ascari y N. Rankin, abril 2004.
- 347 «Firms' investment decisions in response to demand and price uncertainty», por C. Fuss y P. Vermeulen, abril 2004.
- 348 «Financial openness and growth: short-run gain, long-run pain?», por M. Fratzscher y M. Bussiere, abril 2004.
- 349 «Estimating the rank of the spectral density matrix», por G. Camba-Mendez y G. Kapetanios, abril 2004.
- 350 «Exchange rate policy and the zero bound on nominal interest rates», por G. Coenen y V. Wieland, abril 2004.
- 351 «Interest rate determination in the interbank market», por V. Gaspar, G. Pérez Quirós y H. Rodríguez Mendizábal, abril 2004.
- 352 «Forecasting inflation with thick models and neural networks», por P. McNelis y P. McAdam, abril 2004.
- 353 «Towards the estimation of equilibrium exchange rates for CEE acceding countries: methodological issues and a panel cointegration perspective», por F. Maeso-Fernandez, C. Osbat y B. Schnatz, abril 2004.

#### **OTRAS PUBLICACIONES**

- «EU banking sector stability», febrero 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2003.
- «Review of the foreign exchange market structure», marzo 2003.
- «Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions in the accession countries», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat). Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics», marzo 2003.
- «TARGET Annual Report 2002», abril 2003.
- «Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units», abril 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries», mayo 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries», mayo 2003.
- «Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods», mayo 2003.
- «Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology», mayo 2003.

«The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main», junio 2003.

«Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty», junio 2003.

«Developments in national supervisory structures», junio 2003.

«Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros», junio 2003.

«Informe sobre la evolución hacia una zona única de pagos para el euro», junio 2003.

«Modificaciones de las medidas de control de riesgos de los activos de garantía de la lista uno y de la lista dos», julio 2003.

«Las estadísticas del BCE: Resumen», agosto 2003.

«Portfolio investment income: Task force report», agosto 2003.

«The new Basel Capital Accord», agosto 2003.

«Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures», septiembre 2003.

«Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)», 22 de septiembre de 2003.

«Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», septiembre 2003.

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», septiembre 2003.

«Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries», octubre 2003.

«Manual on MFI interest rate statistics- Regulation ECB/2001/18», octubre 2003.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2003.

«Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», noviembre 2003.

«Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002», noviembre 2003.

«TARGET: the Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system - update 2003», noviembre 2003.

« TARGET2: the payment system of the eurosystem», noviembre 2003.

«Seasonal adjustment», noviembre 2003.

«Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review», noviembre 2003.

«EU banking sector stability», noviembre 2003.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2003.

«Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries», diciembre 2003.

«Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations», enero 2004.

«The monetary policy of the ECB», enero 2004.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2004.

«Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10», febrero 2004.

«Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)», febrero 2004.

«Foreign direct investment task force report», marzo 2004.

«External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank», abril 2004.

«Payment and securities settlement systems in the accession countries - Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)», abril 2004.

«Payment and securities settlement systems in the European Union - Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)», abril 2004.

«TARGET compensation claim form», abril 2004.

«Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe», abril 2004.

#### **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.