



BANCO CENTRAL EUROPEO

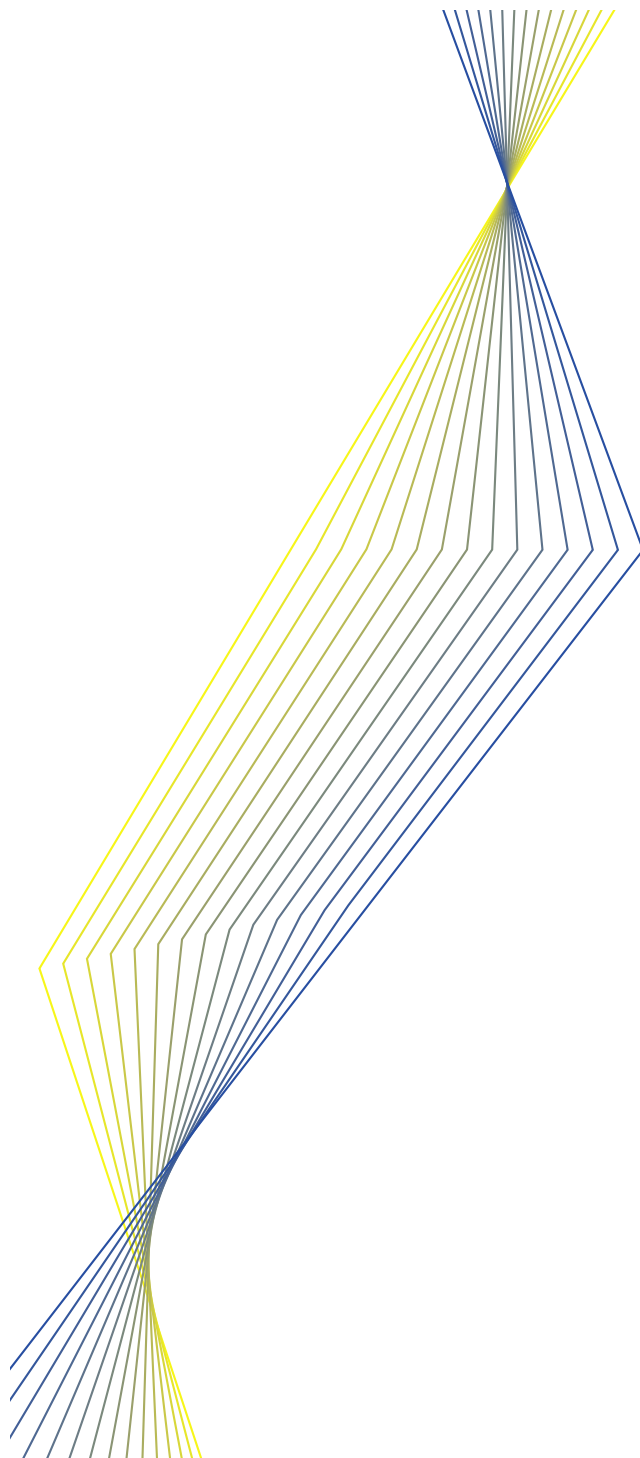
ECB EZB EKT BCE EKP

BOLETÍN
MENSUAL

Mayo 2001



BANCO CENTRAL EUROPEO



**B O L E T Í N
M E N S U A L**

M a y o 2 0 0 1

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, tipográficas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al contenido del documento.

© Banco Central Europeo, 2001

Dirección	Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Alemania
Apartado de correos	Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main Alemania
Teléfono	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

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

Todos los derechos reservados. Se permite 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 8 de mayo de 2001.

Índice

Editorial	5
Evolución económica de la zona del euro	7
Evolución monetaria y financiera	7
Evolución de los precios	23
Producto, demanda y mercado de trabajo	29
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	37
Recuadros:	
1 Cuantificación de los instrumentos negociables incluidos en el agregado M3	9
2 Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de abril de 2001	16
3 Evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados: impacto de la encefalopatía espongiforme bovina y de la fiebre aftosa	24
4 Evolución de la producción manufacturera y de cada una de las ramas de actividad en la zona del euro	30
Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario	43
El nuevo marco para la adecuación de los recursos propios: el enfoque del BCE	63
Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro	83
Estadísticas de la zona del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	79*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	83*

Abreviaturas

Países

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

Otras

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CD	Certificados de Depósito
c.i.f.	Coste, seguro y fletes (<i>Cost, insurance and freight</i>)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme del comercio internacional (revisión 3)
ECU	Unidad Europea de Cuenta
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo (<i>Free on board</i>)
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
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
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 10 de mayo de 2001, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 25 puntos básicos, hasta el 4,5%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito también se rebajaron en 25 puntos básicos, hasta el 5,5% y el 3,5%, respectivamente.

La decisión de reducir los tipos de interés oficiales del BCE debe ser considerada como un ajuste del nivel de los tipos de interés a una cierta disminución de la presión inflacionista a medio plazo. Sobre la base de los datos de que se dispone, los tipos de interés se encuentran en la actualidad en unos niveles adecuados para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo y, por lo tanto, contribuir a un crecimiento económico sólido. Esta decisión debe ser considerada en el contexto de los dos pilares en que se basa la estrategia de política monetaria del BCE.

Por lo que se refiere al primer pilar, los datos más recientes indican que el comportamiento monetario ha dejado de constituir un riesgo para la estabilidad de precios. A partir de la primavera del 2000, el crecimiento de M3 ha seguido una evolución gradualmente descendente, reflejo de la elevación de los tipos de interés oficiales del BCE entre noviembre de 1999 y octubre del 2000. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se situó en el 4,8% en el período comprendido entre enero y marzo del 2001. Asimismo, durante los últimos meses se ha registrado un menor ritmo de expansión de los agregados crediticios.

Además, como ya se puso de manifiesto en anteriores ediciones del *Boletín Mensual* y en otros informes, se han producido señales de que las cifras referentes al crecimiento monetario están sufriendo una distorsión al alza por la inclusión en el agregado amplio M3 de las adquisiciones de instrumentos negociables efectuadas por los no residentes en la zona del euro. Existen claros indicios de que se trata de volúmenes significativos y superiores a los previstos inicialmente. Por lo que respecta a las participaciones en fondos del mercado monetario en poder de no residentes en la zona del euro, los datos fiables de los

que se dispone indican que la distorsión ha sido aún mayor en los últimos meses, situándose en la actualidad en torno al medio punto porcentual de la tasa de crecimiento interanual de M3. Asimismo, se ha producido una distorsión apreciable al alza de esta tasa, consecuencia de la inclusión en M3 de las tenencias de otros instrumentos negociables por parte de no residentes en la zona, si bien los datos estadísticos relativos a su repercusión se encuentran aún en elaboración. Las primeras evidencias apuntan a que el impacto de este factor en el crecimiento de M3 a principios del 2001 podría haber tenido un alcance similar al causado por las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario por no residentes. En el Recuadro I del epígrafe «Evolución monetaria y financiera» del presente *Boletín Mensual* se analiza más detalladamente estas distorsiones. El BCE ha anunciado su intención de publicar las series revisadas de M3 a finales de este año, con la corrección de las distorsiones producidas por ambos factores. Hasta ese momento, se proporcionará información periódica sobre la evolución que se vaya produciendo.

A la vista de todos estos factores, la desaceleración de M3 fue más acusada durante los últimos meses de lo previsto con anterioridad, situándose las estimaciones corregidas del crecimiento de M3 durante algunos meses por debajo del valor de referencia fijado en el 4,5%. En términos generales, puede por tanto concluirse que han desaparecido los riesgos sobre la estabilidad de precios a medio plazo que indicaba el análisis del primer pilar.

En cuanto al segundo pilar, los datos disponibles indican que los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo han disminuido ligeramente, opinión que respaldan las últimas previsiones realizadas. Al mismo tiempo, la evolución de la actividad económica y de los salarios deben continuar siendo objeto de un seguimiento atento.

En primer lugar, y debido a un entorno exterior menos favorable, la moderación del crecimiento del PIB real de la zona del euro atenuará la presión alcista sobre los precios de consumo. Los indicadores de la actividad económica recientemente publicados confirman esta moderación.

No obstante, las previsiones actuales señalan que la economía registrará, gracias al apoyo de la demanda interna, una tasa de crecimiento fundamentalmente acorde con el crecimiento tendencial del producto estimado para el 2001. Las perspectivas de que prosiga el sólido crecimiento en la zona del euro a medio plazo, y de que la tasa de inflación resulte coherente con la definición de estabilidad de precios formulada por el BCE, se ven corroboradas por los actuales niveles del rendimiento de la deuda pública en la zona del euro.

En segundo lugar, a pesar de la trayectoria alcista seguida por los precios del petróleo durante los años 1999 y 2000, hasta la fecha se ha mantenido en conjunto la moderación salarial en la zona del euro. Esta moderación ha constituido un factor muy positivo y respalda las previsiones que consideran que las actuales tasas de inflación no afectarán a las negociaciones futuras de los salarios. Sin embargo, es necesario realizar un seguimiento constante del comportamiento de los salarios. La atenuación de las presiones internas ejercidas por los costes sobre la inflación a medio plazo medida a través del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) continua estando condicionada al mantenimiento de la moderación salarial.

Pese a ello, durante los próximos meses, el comportamiento de la inflación a medio plazo se verá enturbiado por la evolución transitoria de los precios de los alimentos sin elaborar, debido a los temores de orden sanitario surgidos en relación con el consumo de carne de vacuno y a las consecuencias de la epidemia de fiebre aftosa. Por otro lado, no puede descartarse que la transmisión de los efectos indirectos de anteriores subidas del precio del petróleo y la previa depreciación del euro perduren durante algunos meses, como también lo sugieren los últimos datos sobre los precios industriales. No obstante, la incidencia de estos factores, que ha situado las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC claramente por encima del 2% a princi-

pios del 2001, debería desaparecer de forma gradual durante el presente año, permitiendo que la inflación calculada a través del IAPC descendiese a niveles inferiores al 2% en el 2002.

El Consejo de Gobierno debe centrar su atención en las perspectivas de mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, ya que la política monetaria necesita cierto lapso de tiempo para producir sus efectos en la economía. En general, como apunta el conjunto de los datos proporcionados por los dos pilares, las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo resultan favorables. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno subraya la necesidad de mantener una actitud vigilante y continuar realizando un seguimiento de las tendencias de la demanda externa e interna y de los salarios. En este sentido, empresarios y trabajadores deben tener plena confianza en la capacidad de la política monetaria para mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro.

El logro de un mayor crecimiento sostenido no inflacionista precisa que los gobiernos y los agentes sociales pongan en marcha reformas estructurales más decisivas en los mercados de trabajo y de bienes. El proceso de saneamiento presupuestario ha de proseguir y los gobiernos deben cumplir los compromisos asumidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como en los programas nacionales de estabilidad.

La presente edición del *Boletín Mensual del BCE* contiene tres artículos, el primero de los cuales presenta una serie de herramientas para el análisis de la evolución monetaria. El segundo analiza las principales características del Nuevo Acuerdo de Capital sobre supervisión bancaria, propuesto por el Comité de Basilea, y el tercero describe de forma general el marco metodológico en que se encuadran las cuentas financieras trimestrales de los sectores no financieros de la zona del euro, que se publican por primera vez en la edición de este mes del *Boletín*.

Evolución económica de la zona del euro

I Evolución monetaria y financiera

Decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE

En la reunión celebrada el 10 de mayo de 2001, el Consejo de Gobierno del BCE decidió rebajar en 25 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, hasta situarlo en el 4,5%, a partir de la operación que se liquidará el 15 de mayo de 2001. Los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósitos y a la facilidad marginal de crédito también se recortaron 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 5,5%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 11 de mayo de 2001 (véase gráfico 1).

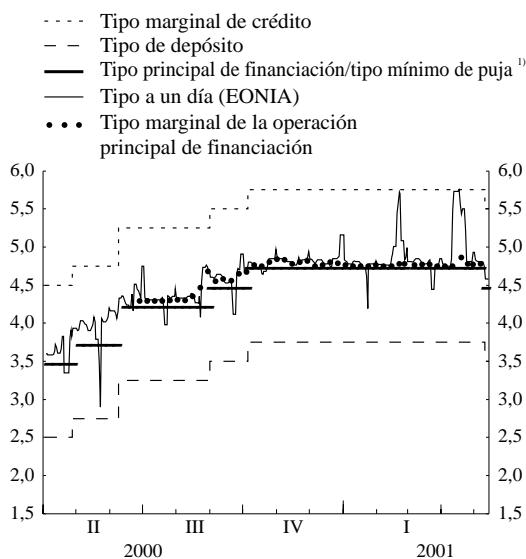
El crecimiento de M3 se mantiene cercano al valor de referencia

En marzo del 2001, la media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales del agregado monetario amplio M3 se mantuvo estable en el 4,8%. En ese mismo mes, la tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el

Gráfico 1

Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



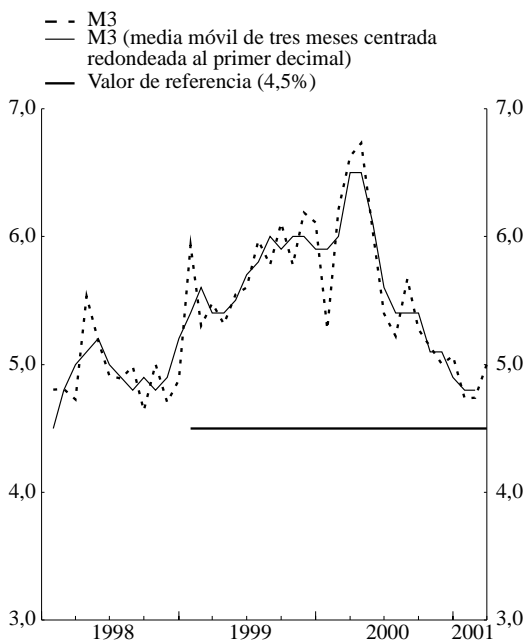
Fuentes: BCE y Reuters.

1) A partir de la operación liquidada el 28 de junio de 2000, el tipo de las operaciones principales de financiación se refiere al tipo mínimo de puja aplicado a las subastas a tipo de interés variable.

Gráfico 2

Crecimiento de M3 y valor de referencia

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

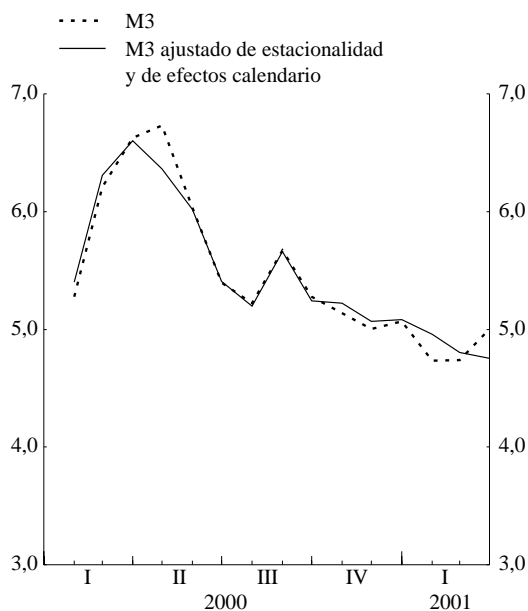
5%, frente al 4,7% de febrero (véase gráfico 2). Al interpretar esta evolución, hay que tener en cuenta que una serie de influencias especiales afectaron a la tasa de crecimiento interanual de M3 en el mes de marzo.

En primer lugar, dicha tasa se vio influida por los efectos calendario, que son consecuencia de las diferencias en el funcionamiento de las tenencias de efectivo y de los pagos en días concretos de la semana. Estos efectos son especialmente significativos en el caso de las estadísticas monetarias de la zona del euro, ya que el último se calcula a partir de datos del último día hábil del mes. Por ejemplo, puesto que el último día del mes de marzo del 2001 fue sábado, es probable que se pospusieran hasta los primeros días de la semana, y, por lo tanto, del mes siguiente, algunos pagos de las instituciones del sector privado que no son IFM a la Administración Central, que no está incluida en el sector tenedor de dinero de la zona del euro. En consecuencia, a finales de marzo del 2001, las tenencias de M3 en poder de las instituciones del sector privado de la zona del euro que no son IFM eran más elevadas que en el mismo

Gráfico 3

Crecimiento interanual de M3

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

mes del año 2000, dado que, en ese año, el último día del mes de marzo había caído en viernes. Si no se tuvieran en cuenta esos efectos, la tasa de crecimiento interanual de M3 se habría mantenido prácticamente estable con respecto a febrero. El gráfico 3 ilustra este punto al mostrar la trayectoria de la tasa de crecimiento interanual de M3 basada en datos ajustados de estacionalidad y de efectos calendario. Como puede observarse, la senda seguida por el crecimiento interanual de M3 así calculado es mucho más suave que la de la tasa de crecimiento oficial de M3. El BCE desarrolló la metodología para calcular estos datos en el año 2000 y ahora considera que su calidad se ha verificado suficientemente. Por ello, el BCE comenzará a calcular próximamente, de manera oficial, la tasa de crecimiento interanual de los datos monetarios a partir de los flujos mensuales ajustados de estacionalidad y de efectos calendario.

En segundo lugar, el incremento de la tasa de crecimiento interanual de M3 en marzo también se debió al aumento de la distorsión causada por las tenencias de no residentes en forma de participaciones en fondos del mercado mo-

netario. Como se explica en el recuadro 1, el efecto de estas tenencias ha producido una creciente distorsión al alza de la tasa de crecimiento de M3 desde finales de verano del 2000.

En tercer lugar, el fuerte aumento mensual de M3 registrado en marzo —M3 se expandió a una tasa intermensual del 0,6%, en términos desestacionalizados— pudo verse impulsado por la elevada volatilidad de los mercados bursátiles en dicho mes. Esta evolución parece haber incrementado la demanda de los inversores de activos a corto plazo seguros y líquidos, remunerados a tipos de interés cercanos a los de mercado, tales como los depósitos a plazo de hasta dos años y los instrumentos negociables.

Teniendo en cuenta todos estos factores, es razonable concluir que la dinámica monetaria subyacente continuó su tendencia a la baja en marzo del 2001. Si se consideran también las cuestiones de medición relativas a los instrumentos negociables que se comentan en el recuadro 1, la evolución monetaria reciente indica que los riesgos para la estabilidad de precios procedentes de dichos factores han desaparecido en la coyuntura actual.

En lo que se refiere a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 registró en marzo un ligero ascenso, hasta el 2,1%, frente al 2% en febrero. Este aumento obedeció exclusivamente a un incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, que pasó del 2,6% en febrero al 2,9% en marzo (véase gráfico 4), lo que se debió, a su vez, a los efectos calendario mencionados anteriormente. Por el contrario, la tasa de descenso interanual del efectivo en circulación se tornó más pronunciada (1,9% en marzo del 2001, frente al 1,2% en febrero). Esta evolución podría atribuirse, hasta cierto punto, a la entrada de efectivo en circulación procedente de fuera de la zona del euro relacionada con el canje de efectivo que tendrá lugar a finales del presente año. Puede que este hecho haya moderado la evolución del efectivo en circulación en los últimos meses.

Recuadro I

Cuantificación de los instrumentos negociables incluidos en el agregado M3

El agregado monetario amplio M3 de la zona del euro incorpora instrumentos negociables, es decir, participaciones en fondos del mercado monetario, instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones con vencimiento inicial hasta dos años. Estos instrumentos negociables forman parte del agregado M3 de la zona del euro, dado el grado relativamente elevado de liquidez y la escasa volatilidad de sus precios que los caracteriza, lo que les convierte en sustitutos próximos de otros componentes de M3, como los depósitos a plazo.

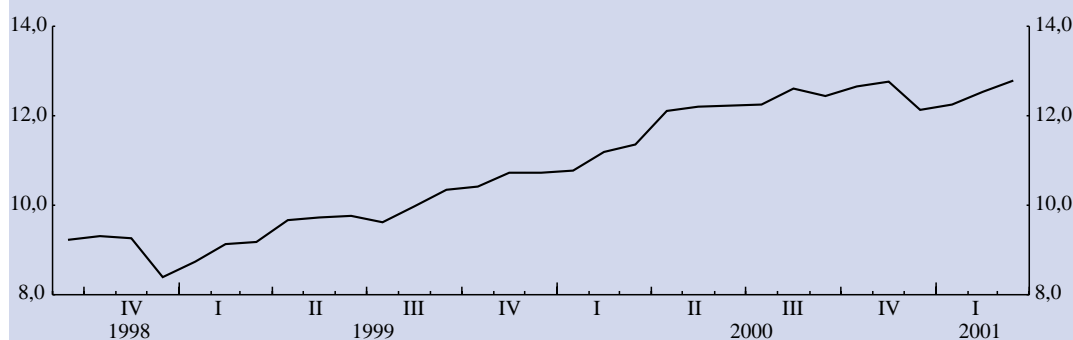
La definición de M3 pretende medir las tenencias de dinero mantenidas por los residentes en la zona del euro, dado que estas tenencias se consideran de particular importancia a la hora de valorar las repercusiones de la evolución monetaria sobre la estabilidad de precios en el interior de la zona. Por consiguiente, desde un punto de vista conceptual, las tenencias de instrumentos negociables mantenidas por los no residentes en la zona del euro deberían quedar excluidas de M3. En la práctica, sin embargo, resulta difícil determinar la residencia de los tenedores de instrumentos negociables a corto plazo. Dado que dichos instrumentos se colocan frecuentemente en el mercado por mediación de los bancos de inversión, son mantenidos por los inversores finales en cuentas de custodia o se amortizan mediante sistemas de liquidación internacionales, las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) que emiten estos instrumentos carecen a menudo de información fidedigna sobre la residencia de su auténtico tenedor. A ello se añade que estos instrumentos se negocian además, en cierta medida, en los mercados secundarios.

Antes del inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el saldo vivo de estos instrumentos negociables era reducido y su crecimiento, moderado. Asimismo, había escasos indicios de que los no residentes en la zona del euro tuvieran en su poder un volumen significativo de instrumentos negociables emitidos por las IFM de la zona. Teniendo en cuenta estas circunstancias, se adoptó la decisión de incluir en la definición de M3 todos los instrumentos negociables que emitían las IFM de la zona del euro, con exclusión de los que quedaban en poder de éstas.

Desde el inicio de la tercera fase de la UEM, se ha registrado una gran expansión de los instrumentos negociables incluidos en M3. A partir del último trimestre de 1999, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables experimentó un considerable aumento que, en algún momento fue superior al 20%. Debido a la elevada tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables, el porcentaje de estos en la composición del agregado M3 de la zona del euro ha pasado de un nivel inferior al 10% que se registraba antes del inicio de la tercera fase de la UEM, a situarse actualmente entre el 12% y el 13% (véase el gráfico A).

Gráfico A: Porcentaje de los instrumentos negociables en M3

(tanto por ciento en la composición de M3)



Fuente: BCE.

Existen indicios de que este crecimiento ha estado motivado, en gran medida, por la demanda de los inversores residentes fuera de la zona del euro.

El aumento de las tenencias de instrumentos negociables mantenidas por los residentes y no residentes en la zona del euro desde finales de 1999 podría deberse a factores tanto coyunturales como estructurales. La elevación de los tipos de interés a corto plazo desde el otoño de 1999 y el aplanamiento de la curva de tipos de interés de la zona del euro han incrementado en general el atractivo de estos activos a corto plazo. Por otra parte, la corrección de los mercados bursátiles internacionales manifestada desde el segundo trimestre del 2000 y la extrema volatilidad que han registrado temporalmente dichos mercados provocó la reestructuración de las carteras en favor de activos más seguros como los instrumentos negociables a corto plazo.

Además de estos efectos coyunturales, el aumento de la demanda de instrumentos negociables a corto plazo podría reflejar factores estructurales más duraderos, en particular, los cambios derivados de una reducción de la oferta mundial de valores de renta fija de mayor calidad crediticia, producida por el proceso de saneamiento presupuestario en curso en la mayoría de los países industrializados. Los instrumentos negociables a corto plazo emitidos por las IFM de la zona del euro podrían representar una fórmula alternativa a la inversión en deuda pública, sobre todo ante el aplanamiento de la curva de tipos de interés. En este sentido, cabe observar, además, que la demanda de instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones con vencimiento hasta dos años por parte de los no residentes en la zona del euro se dirige, en gran medida, a los instrumentos de mayor calidad crediticia, es decir a los sustitutos más próximos de la deuda pública. Por último, el envejecimiento de la población que caracteriza a muchos países industrializados y la necesidad de reformar los sistemas públicos de pensiones han generado la aparición de fondos de pensiones privados en diversos países, que ha provocado en general una mayor demanda de instrumentos de elevada calidad crediticia.

En anteriores ediciones del *Boletín Mensual*, se aludía al hecho de que el crecimiento de M3 se estaba viendo influenciado por las tenencias de estos instrumentos en poder de los no residentes en la zona del euro. Aunque estas tenencias eran reducidas en un principio, existen indicios de que han provocado en los últimos meses una creciente distorsión al alza en el crecimiento de M3.

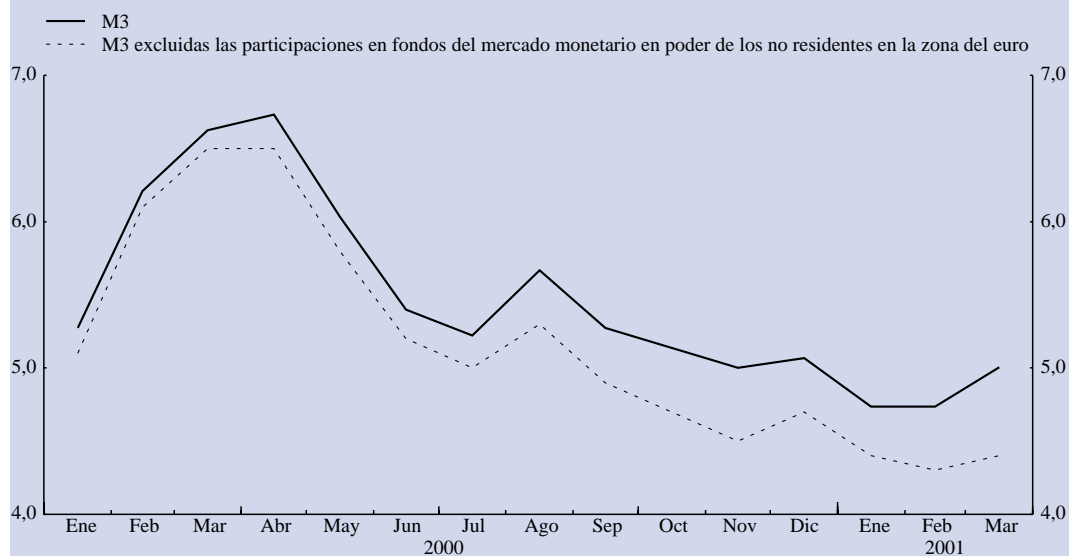
A la hora de valorar su impacto en el crecimiento de M3, es necesario distinguir entre tenencias de instrumentos del mercado monetario y de valores distintos de acciones con vencimiento hasta dos años, por un lado, y participaciones en fondos del mercado monetario, por otro. Aunque todavía no se dispone de datos cuantitativos fiables para las dos primeras categorías, sí existe ya información fidedigna sobre las participaciones.

Por lo que se refiere a las participaciones en fondos del mercado monetario en poder de los no residentes en la zona del euro, su incidencia en la tasa de crecimiento interanual de M3 resultó muy escasa hasta finales del verano del 2000 (véase el gráfico B). A partir de ese momento, la distorsión fue aumentando hasta situarse actualmente en torno a medio punto porcentual. Al mismo tiempo, como puede verse en el gráfico B, desde el inicio de la tercera fase de la UEM y hasta fecha muy reciente, el impacto de las tenencias de estas participaciones mantenidas por no residentes no había afectado, a la evolución tendencial del crecimiento monetario.

Actualmente, está en marcha un proyecto estadístico para evaluar con mayor exactitud las tenencias mantenidas por los no residentes en la zona del euro de instrumentos del mercado monetario y de valores distintos de acciones con vencimiento inicial hasta dos años emitidos por las IFM de la zona del euro. La información preliminar de que se dispone al respecto sugiere que la influencia de las tenencias de estos activos en poder de los no residentes en el crecimiento interanual de M3 en marzo del 2001 podría ser de magnitud similar al impacto de las participaciones en fondos del mercado monetario mantenidas también por los no residentes. Si se tiene en cuenta la estimación preliminar de estos activos, el impacto al alza de la tasa de crecimiento interanual de M3 sería aún mayor. Aunque este hecho ha tenido un impacto en la tasa de crecimiento interanual de M3, la información actualmente disponible indica que apenas se ha visto afectada la evolución tendencial del crecimiento global de M3 desde el inicio de la tercera fase de la UEM.

Gráfico B: Incidencia de las participaciones en fondos del mercado monetario en poder de los no residentes en la zona del euro en la tasa de crecimiento de M3

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

El BCE tiene el propósito de publicar a finales del presente año una serie revisada de M3 que refleje en toda su extensión el efecto producido por las tenencias de todos los instrumentos negociables en poder de los no residentes en la zona del euro sobre la tasa de crecimiento interanual de M3. Hasta ese momento, el BCE continuará informando al público sobre la evolución de las tenencias de los no residentes y explicará la forma en que serán consideradas en la valoración periódica del comportamiento de los agregados monetarios. En concreto, el BCE facilitará datos mensuales sobre el efecto producido en el crecimiento interanual de M3 por las participaciones en fondos del mercado monetario en poder de los no residentes en la zona del euro, a partir de la nota de prensa sobre la evolución monetaria correspondiente al mes de abril del 2001.

Las estadísticas monetarias y bancarias del Eurosistema se calculan sobre la base del balance consolidado armonizado de las IFM de la zona del euro y, en particular, sobre definiciones homogéneas de los sectores emisores y tenedores de dinero y de las categorías de instrumentos financieros. Por añadidura, los datos monetarios se publican con un corto desfase temporal, con frecuencia mensual. El resultado es que los datos monetarios del BCE figuran entre las estadísticas económicas de la zona del euro de mayor calidad. Cuando se identifiquen las tenencias de instrumentos negociables mantenidas por los no residentes en la zona del euro, mejorará todavía más la gran calidad general de los datos monetarios. La información sobre M3 mantiene, por tanto, su elevada fiabilidad y continuará siendo objeto de atención prioritaria en la valoración de la evaluación monetaria dentro del primer pilar de la estrategia de política monetaria adoptada por el BCE.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista fue del 4,2% en marzo, frente al 3,5% registrado en febrero. Ello es atribuible a un incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo de hasta dos años y a una ralentización de la tasa de descenso de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables pasó del 15,8% en febrero al 14,7% en marzo. No obstante, este descenso se debió, principalmente, a un efecto base. En este último mes, el crecimiento intermensual de los instrumentos negociables fue considerable en términos desestacionalizados (véase cuadro 1). Esta evolución dinámica obedeció, en parte, a las compras de no residentes mencionadas anteriormen-

Cuadro I

M3 y sus principales componentes

(saldos a fin de mes y variaciones intermensuales desestacionalizadas)

	Mar 2001	Ene 2001		Feb 2001		Mar 2001		Ene 2000 a Mar 2001	
	Saldos	Variación		Variación		Variación		Variación media	
	mm de euros	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%
M3	5.276,4	12,7	0,3	39,1	0,8	31,7	0,6	27,8	0,5
Efectivo en circulación y depósitos a la vista (=M1)	2.040,0	-30,6	-1,5	32,0	1,6	-0,5	0,0	0,3	0,0
Otros depósitos a corto plazo (=M2-M1)	2.336,5	10,1	0,4	13,3	0,6	14,8	0,6	12,7	0,6
Instrumentos negociables (=M3-M2)	899,9	33,3	3,9	-6,3	-0,7	17,3	2,0	14,8	1,7

Fuente: BCE.

Nota: Debido al redondeo, la suma de los componentes de M3 en miles de millones de euros puede no coincidir exactamente con la variación total de M3.

te. Además, es probable que estos instrumentos se hayan visto favorecidos por la elevada incertidumbre existente en los mercados de valores internacionales en el mes de marzo.

El crecimiento del crédito al sector privado siguió siendo moderado

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido a los residentes en la zona del euro en el mes de marzo se situó en el 5,7% en marzo del 2001, en comparación con el 5,8% registrado en febrero. Si bien la tasa de variación interanual del crédito otorgado al sector privado siguió cayendo, la tasa de descenso del crédito concedido a las Administraciones Públicas fue inferior en marzo (-5,4%, frente al -6,1% en febrero).

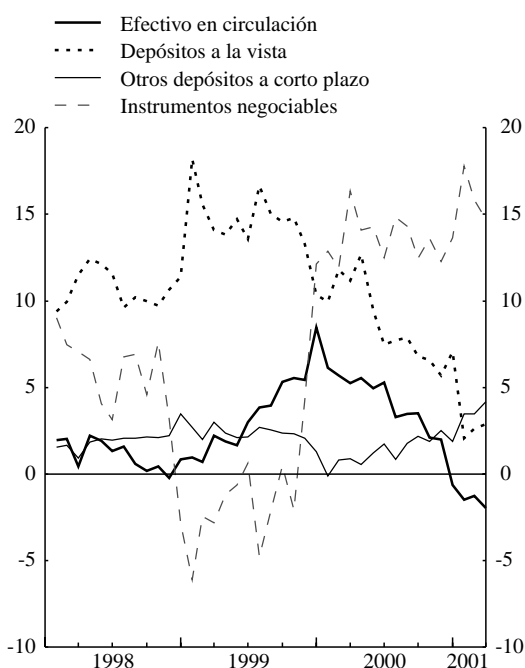
Por lo que se refiere al crédito al sector privado, la caída de la tasa de crecimiento interanual hasta el 9,2%, su nivel más bajo desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, fue reflejo, principalmente, de la evolución de los préstamos. Esto parece confirmar la evidencia anterior de una ligera moderación en la evolución de los préstamos al sector privado, tras los fuertes aumentos registrados en agosto y septiembre del 2000 (que pudieron deberse, en gran medida, a las mayores necesidades de financiación de las empresas de telecomunicaciones que participaron en las subastas de licencias

UMTS). La moderación en el crecimiento de los préstamos al sector privado puede ser consecuencia, al menos en parte, del aumento de los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela entre mediados de 1999 y finales del 2000 (véanse gráficos 6 y 7). Por otra parte, el debilitamiento de la confianza empresarial en los últimos meses puede haber moderado dicha demanda.

Gráfico 4

Componentes de M3

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

Cuadro 2

M3 y sus principales contrapartidas

(saldos a fin de mes y variaciones interanuales; mm de euros)

	Saldos vivos	Variaciones interanuales					
	2001 Mar	2000 Oct	2000 Nov	2000 Dic	2001 Ene	2001 Feb	2001 Mar
1. Crédito al sector privado	7.117,5	663,0	626,7	633,4	631,6	611,3	594,6
2. Crédito a las AAPP	2.018,9	-130,3	-141,3	-109,8	-119,0	-126,1	-110,6
3. Activos exteriores netos	186,0	-109,0	-98,9	-90,1	-95,7	-92,8	-49,4
4. Pasivos financieros a más largo plazo	3.793,8	234,7	198,6	161,4	159,8	152,9	157,8
5. Otras contrapartidas (pasivos netos)	252,3	-50,8	-48,3	27,3	28,5	9,0	29,9
M3 (=1+2+3-4-5)	5.276,4	239,7	236,3	244,8	228,7	230,6	246,9

Fuente: BCE.

Nota: Debido al redondeo, la suma de las contrapartidas de M3 puede no coincidir exactamente con la variación total de M3.

La tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo del sector IFM se mantuvo prácticamente estable en marzo del 2001 (4,4%, frente al 4,3% en febrero). La continuada moderación en la demanda de estos instrumentos puede estar relacionada con la curva de rendimientos relativamente plana observable desde el último trimestre del año pasado, que ha hecho que estos instrumentos resulten menos atractivos para los inversores.

En marzo del 2001, la posición acreedora neta frente al exterior del sector IFM de la zona del euro se redujo en 32 mm de euros en términos absolutos y desestacionalizados. En los doce meses transcurridos hasta marzo, los activos exteriores netos del sector IFM disminuyeron en 49 mm de euros, en comparación con un descenso acumulado de 93 mm de euros en los doce meses hasta febrero del 2001 (véase cuadro 2).

La emisión de valores distintos de acciones por parte del sector privado continuó siendo elevada en febrero del 2001

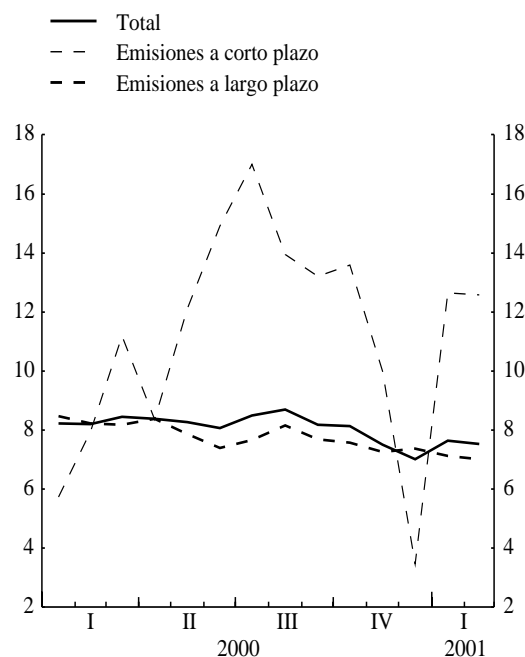
Tras la intensa recuperación experimentada por la actividad emisora en enero del 2001, el crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro en el mes de febrero se mantuvo a una tasa del 7,5%, prácticamente sin cambios con respecto al mes anterior. Del mismo modo, las tasas de creci-

miento interanuales de los saldos vivos de los valores distintos de acciones a corto y a largo plazo apenas experimentaron variaciones en comparación con enero, situándose en el 12,6% y en el 7%, respectivamente, en febrero del 2001 (véase gráfico 5).

Gráfico 5

Saldo vivo de valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

Nota: A partir de enero del 2001, los datos de la zona del euro incluyen a Grecia. Para facilitar la comparación, las tasas de crecimiento interanuales anteriores a enero del 2001 corresponden a los datos de la zona del euro más Grecia.

En lo que respecta al detalle por sectores, en febrero del 2001, la actividad emisora del sector privado continuó siendo elevada, en un entorno de menor rendimiento de los bonos y de diferenciales más estrechos entre las obligaciones de empresa de calidad y la deuda pública desde comienzos de año. Además, la debilidad de los mercados bursátiles en los primeros meses del año 2001 puede haber provocado el desplazamiento de los emisores del sector privado hacia los mercados de renta fija. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por las IFM no registró variaciones y se mantuvo en el 8,9% en febrero del 2001. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de valores distintos de acciones emitidos por el sector privado distinto de IFM, que había ido en aumento desde el último trimestre del 2000, experimentó un nuevo ascenso en febrero del 2001, hasta situarse en el 24,2%, frente al 23,2% en enero.

La emisión de valores distintos de acciones por parte del sector público siguió siendo moderada en febrero del 2001, y la tasa de crecimiento interanual de su saldo vivo registró un nuevo descenso, desde el 2,4% en enero al 1,9% en febrero.

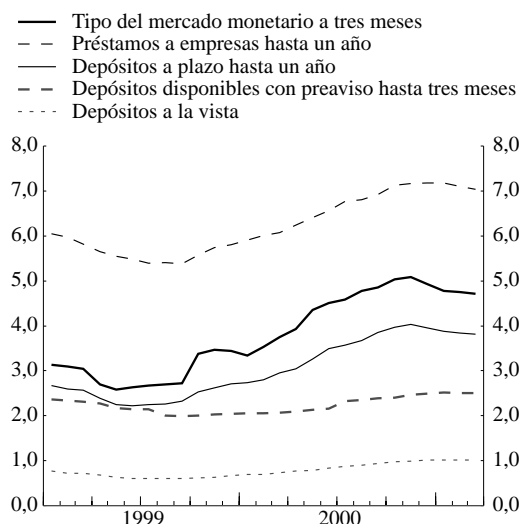
Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, sobre todo los tipos de interés de los préstamos y créditos, disminuyeron en marzo del 2001

Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo se mantuvieron prácticamente sin cambios en marzo del 2001, en comparación con los de febrero, mientras que el tipo de interés de los préstamos a empresas de hasta un año se redujo 6 puntos básicos (véase gráfico 6). A más largo plazo, desde noviembre del 2000, mes en el que los tipos de interés del mercado monetario comenzaron a bajar, hasta marzo del 2001, los tipos medios de los depósitos a plazo de hasta un año y el tipo de interés de los préstamos a empresas con el mismo vencimiento experimentaron un descenso cercano a los 25 puntos básicos. Por el contrario, los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses aumentaron

Gráfico 6

Tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipo de mercado comparable

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuentes: BCE, datos agregados de los distintos países; Reuters.

Nota: A partir del 1 de enero de 2001, se incluyen también datos de Grecia.

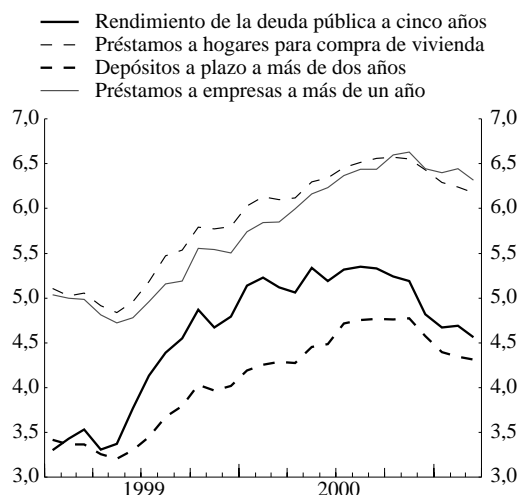
ron ligeramente en el mismo período. Estas variaciones de tipos contrastan con un descenso de los tipos de interés medios a tres meses del mercado monetario de, aproximadamente, 40 puntos básicos entre noviembre del 2000 y marzo del 2001 e indican las considerables diferencias existentes en el traslado de los tipos de interés del mercado monetario a los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela. Puede que estos últimos estén principalmente relacionados con diferencias en la competencia en los distintos segmentos del mercado bancario minorista.

Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela descendieron en marzo del 2001 entre 3 y 13 puntos básicos con respecto al mes de febrero (véase gráfico 7). La reducción de 3 puntos básicos en el tipo de interés de los depósitos a plazo a más de dos años fue modesta, mientras que los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a empresas y de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron 7 y 13 puntos básicos, respectivamente. En cuanto a la evolución de más largo plazo, entre noviembre del 2000 y marzo del 2001, en un período de menores ren-

Gráfico 7

Tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipo de mercado comparable

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuentes: BCE, datos agregados de los distintos países; Reuters.
Nota: A partir del 1 de enero de 2001, se incluyen también datos de Grecia.

dimientos de la deuda pública, los tipos medios de los depósitos a más de dos años, de los préstamos a hogares para compra de vivienda y de los préstamos a empresas a más de un año descendieron en torno a 40 puntos básicos. En comparación, en el mismo período, el rendimiento medio de la deuda pública a cinco años cayó alrededor de 60 puntos básicos. Todo ello indica un traslado relativamente rápido de los tipos de interés de los mercados de capitales a los tipos aplicados por las entidades de crédito a su clientela.

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en abril y principios de mayo del 2001

Los tipos de interés del mercado monetario se elevaron en abril y primeros de mayo, invirtiéndose con creces los descensos observados en marzo. Los aumentos más pronunciados se registraron a los plazos más largos de la curva de rendimientos del mercado monetario, lo que hizo que, a comienzos de mayo, el diferencial negativo entre el EURIBOR a doce meses y el EURIBOR a un mes fuera mucho menos acusado

Los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más corto plazo se vieron influidos transitoriamente por la insuficiencia de las pujas presentadas por las entidades de crédito en la operación principal de financiación que se liquidó el 11 de abril (véase recuadro 2). El tipo de interés a un día, medido por el EONIA, experimentó un brusco aumento debido a las restricciones de liquidez existentes en el mercado monetario, motivadas por la insuficiencia de pujas mencionada, si bien se volvió a normalizar cuando se inició el siguiente período de mantenimiento de reservas el 24 de abril. Los tipos de interés a dos semanas del mercado monetario también se vieron afectados, aunque en menor medida, por dicha insuficiencia. Estos tipos, tras situarse los días previos al 11 de abril ligeramente por debajo del tipo mínimo de puja del 4,75% fijado para las operaciones principales de financiación del BCE, se elevaron de forma acusada alrededor del 5%, como consecuencia de la escasez de liquidez, antes de caer de nuevo y estabilizarse en torno al 4,8% entre el 20 de abril y el 8 de mayo. En las operaciones principales de financiación, los tipos de adjudicación marginal y medio aumentaron hasta el 4,86% y el 4,91%, respectivamente, en la operación que se liquidó el 19 de abril, tras haber permanecido en el 4,75% en las dos operaciones anteriores. Posteriormente, en el período de mantenimiento de reservas que se inició el 24 de abril, los tipos de adjudicación se normalizaron y se mantuvieron en un rango de 5 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja del 4,75% aplicado en las operaciones liquidadas el 25 y el 30 de abril y el 7 de mayo.

Los tipos EURIBOR a uno y tres meses se incrementaron en 12 y 24 puntos básicos, respectivamente, entre finales de marzo y el 8 de mayo, hasta situarse en el 4,82% y el 4,8% (véase gráfico 8). Así pues, el 8 de mayo, la curva de rendimientos del mercado monetario a los plazos más cortos, que había tenido una pendiente claramente negativa a finales de marzo, estaba prácticamente plana.

Como es habitual, las variaciones de los tipos de interés de adjudicación correspondientes a las operaciones de financiación a plazo más largo

Recuadro 2

Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de abril de 2001

Adjudicaciones de las operaciones de política monetaria

Durante el período de mantenimiento de reservas comprendido entre el 24 de marzo y el 23 de abril de 2001, el Eurosistema liquidó cuatro operaciones principales de financiación y una operación de financiación a plazo más largo.

Las operaciones principales de financiación se llevaron a cabo mediante subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja fijado en el 4,75%. En la primera operación principal, el tipo marginal se situó ligeramente por encima del tipo mínimo de puja, y en el mismo nivel que este en las operaciones segunda y tercera. En estas dos operaciones, el tipo medio ponderado de adjudicación fue igual o un punto básico más alto que el tipo mínimo de puja. Sin embargo, en la cuarta operación del período de mantenimiento de reservas, el tipo marginal y el tipo medio ponderado aumentaron al 4,86% y al 4,91%, respectivamente, como consecuencia de la falta de liquidez creada por la insuficiencia de pujas en la operación principal de financiación celebrada el 10 de abril de 2001. El número de entidades de contrapartida que participaron en las subastas osciló entre 240 y 607, con una media de 405.

La diferencia entre los volúmenes correspondientes a las dos operaciones principales de financiación pendientes aumentó considerablemente, debido a la insuficiencia de pujas en la operación realizada el 10 de abril. En dicha operación, el volumen adjudicado registró un mínimo sin precedentes de 25 mm de euros, cifra notablemente más baja que el nivel que habría permitido cubrir sin problemas las reservas mínimas exigidas. Para hacer frente a la situación de escasez de liquidez, en la cuarta operación principal de financiación se adjudicó un volumen récord de 172 mm de euros. No obstante, la falta de liquidez se mantuvo hasta el final del período de mantenimiento de reservas. La *ratio* entre la cuantía de las pujas presentadas y los volúmenes adjudicados fluctuó entre un valor de 1 en la tercera operación, en la que el BCE satisfizo todas las pujas, y de 1,50 en la cuarta operación, mientras que el valor medio correspondiente a todo el período de mantenimiento de reservas se situó en 1,12.

El 28 de marzo de 2001, el Eurosistema efectuó una operación de financiación a plazo más largo mediante una subasta a tipo de interés variable, en la que el volumen adjudicado, anunciado previamente, fue de 20 mm de euros. Sin embargo, debido a un problema técnico en la presentación de las pujas, el volumen adjudicado hubo de

Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de marzo y el 23 de abril de 2001

	<i>Inyección de liquidez</i>	<i>Drenaje de liquidez</i>	<i>Contribuciones netas</i>
(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema	233,0	0,5	+ 232,5
Operaciones principales de financiación	172,4	-	+ 172,4
Operaciones de financiación a plazo más largo	58,4	-	+ 58,4
Facilidades permanentes	2,2	0,5	+ 1,7
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0
(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario	382,1	493,2	- 111,1
Billetes en circulación	-	354,6	- 354,6
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	49,5	- 49,5
Activos exteriores netos (incluido el oro)	382,1	-	+ 382,1
Otros factores (netos)	-	89,1	- 89,1
(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)			121,4
(d) Reservas mínimas exigidas			120,8

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debidas al redondeo.

reducirse a 19,1 mm de euros. El número total de entidades de contrapartida que participaron en esta operación fue de 234 y la cuantía total de las pujas presentadas ascendió a 38,2 mm de euros. El tipo de interés marginal de la operación y el tipo medio ponderado se fijaron en el 4,47% y el 4,50%, respectivamente.

Desde el comienzo del período de mantenimiento de reservas hasta el 9 de abril de 2001, el EONIA fluctuó entre el 4,74% y el 4,78%, salvo el viernes 30 de marzo, en que subió temporalmente hasta un nivel del 4,85%, como consecuencia del habitual efecto de fin de mes. Los tipos de interés a un día alcanzaron niveles más altos inmediatamente después de producirse la insuficiencia de pujas en la operación principal de financiación realizada el 10 de abril. En los días siguientes, volvieron a registrarse incrementos ya que los participantes en los mercados estimaron que la situación de escasez de liquidez se mantendría hasta el final de período de mantenimiento de reservas. El 17 de abril de 2001, el EONIA se situó al mismo nivel que el tipo de la facilidad marginal de crédito por primera vez desde la introducción del euro. Tras la decisión de adjudicación adoptada el 18 de abril, el EONIA bajó al 5,56%. En los tres últimos días del período de mantenimiento, siguió fluctuando dentro de una banda relativamente amplia, muy por encima del tipo mínimo de puja.

Utilización de las facilidades permanentes

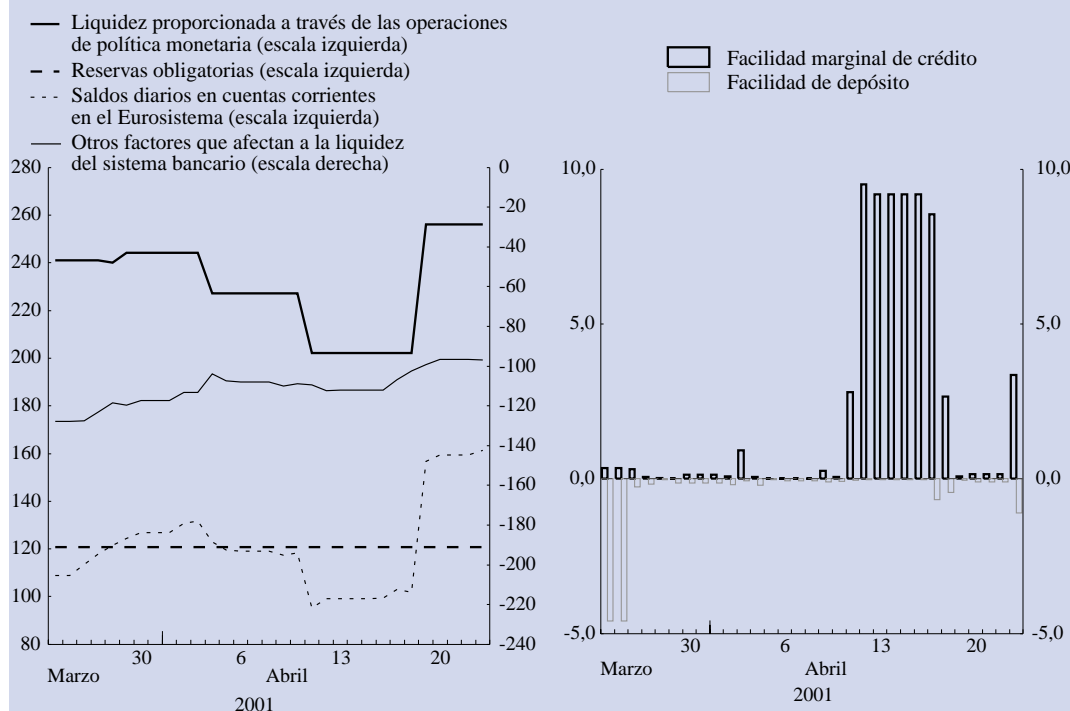
Como consecuencia de la situación de falta liquidez resultante de la insuficiencia de pujas en la operación del 10 de abril, el uso medio de la facilidad marginal de crédito aumentó de 0,5 mm de euros en el anterior período de mantenimiento de reservas a 2,2 mm de euros, lo que corresponde a 67 mm de euros en cifras acumuladas. De este total, 64 mm de euros se utilizaron una vez liquidada la tercera operación el 11 de abril de 2001. El uso medio de la facilidad de depósito se mantuvo estable en 0,4 mm de euros.

Factores de liquidez que no están relacionados con la política monetaria

El efecto neto de absorción de liquidez de los factores autónomos (es decir, los que no están relacionados con la política monetaria) en la liquidez del sistema bancario [rúbrica (b) del cuadro anterior] fue de 111,1 mm de euros

Factores determinantes de la liquidez del sistema bancario durante el período de mantenimiento que terminó el 23 de abril de 2001

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

en promedio, es decir, 7,1 mm de euros menos que en el período de mantenimiento de reservas anterior. Este descenso se debió, principalmente, a una disminución de los depósitos de las Administraciones Públicas y a la transferencia de beneficios de los bancos centrales a dichas Administraciones. El incremento de los activos exteriores netos declarado en el balance consolidado del Eurosistema refleja principalmente la revalorización que se produjo el 30 de marzo de 2001 y que, por lo tanto, no tuvo ningún efecto sobre la liquidez. La suma diaria del valor de los factores autónomos osciló entre 96,7 y 127,9 mm de euros.

Las estimaciones publicadas de las necesidades medias de liquidez imputables a los factores autónomos fluctuaron entre 101,2 mm y 119,1 mm de euros, con lo que la diferencia con las cifras efectivamente registradas osciló entre -1,8 mm a 2,3 mm de euros.

Saldos de las entidades de contrapartida en cuentas corrientes

El saldo medio en cuentas corrientes ascendió a 121,4 mm de euros, mientras que las reservas mínimas obligatorias alcanzaron los 120,8 mm de euros. La diferencia entre estas dos variables, que constituye un exceso de reservas en poder de las entidades de contrapartida, se cifró en 0,6 mm de euros, la misma que en el período de mantenimiento de reservas anterior.

del Eurosistema reflejaban, fundamentalmente, la evolución del EURIBOR a tres meses. En la operación que se liquidó el 25 de abril, los tipos de adjudicación marginal y medio se situaron en el 4,67% y 4,7%, respectivamente, es decir, 20 puntos básicos por encima de los tipos correspondientes a la operación de financiación a plazo más largo que se liquidó el 29 de marzo.

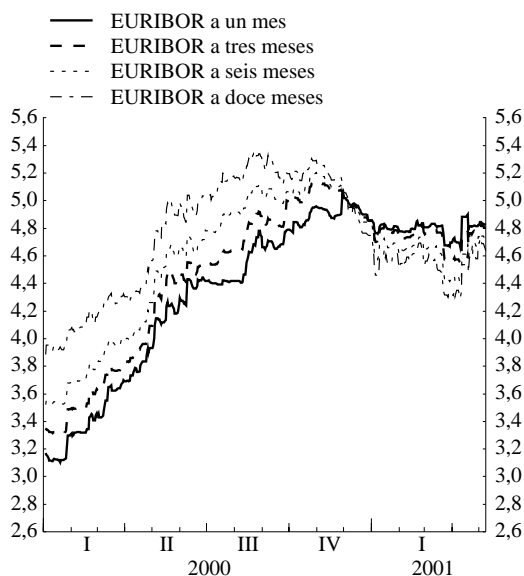
A los plazos más largos de la curva de rendimientos del mercado monetario, los tipos EURIBOR a seis y doce meses aumentaron significativamente, 29 y 32 puntos básicos, respectivamente, entre finales de marzo y el 8 de mayo, hasta situarse en el 4,71% y 4,64%. La diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses se tornó considerablemente menos negativa, pasando de -38 puntos básicos a finales de marzo a -18 puntos básicos el 8 de mayo.

La tendencia esperada de los tipos EURIBOR a tres meses en el 2001, implícita en el precio de los futuros con fecha de entrega en el presente año, también experimentó un considerable ajuste al alza entre finales de marzo y primeros de mayo. El 8 de mayo, los tipos EURIBOR a tres meses implícitos en los contratos con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2001 fueron del 4,66%, 4,46% y 4,46%, respectivamente, es decir, 40, 42 y 36 puntos básicos más que a finales de marzo.

Gráfico 8

Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

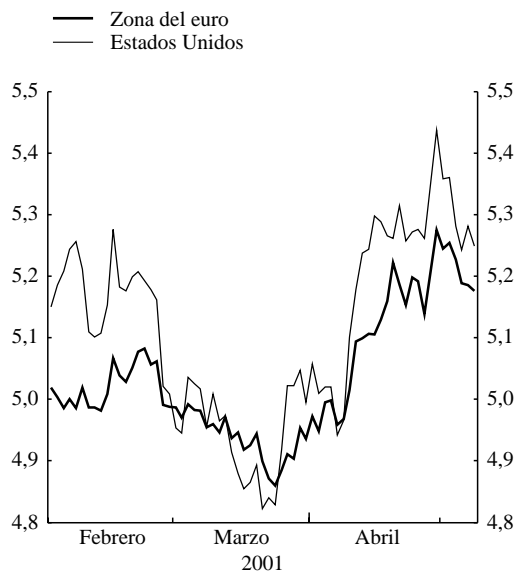
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en abril del 2001

Tras un período de estabilidad general, que persistió durante los tres primeros meses del 2001, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se elevó de forma significativa entre finales de marzo y principios de mayo

Gráfico 9

Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro y Estados Unidos

(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. A partir del 1 de enero de 2001, se incluyen también datos de Grecia.

(véase gráfico 9). El 8 de mayo del 2001, el rendimiento medio de la deuda pública a diez años de la zona del euro se situó en torno al 5,2%, aproximadamente 25 puntos básicos por encima del nivel observado a finales de marzo. Durante el mismo período, en los mercados de renta fija estadounidenses, el rendimiento de los bonos a diez años se incrementó también en alrededor de 25 puntos básicos, hasta colocarse en torno al 5,25%. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años y el de activos similares de la zona del euro se mantuvo, en general, estabilizado ligeramente por encima de cero. Por el contrario, el diferencial entre el rendimiento real de los bonos estadounidenses a diez años indicados con la inflación y el de bonos franceses similares acentuó su trayectoria en la zona de valores negativos en alrededor de 35 puntos básicos, situándose en torno a -50 puntos básicos a comienzos de mayo.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo creció sustancialmente entre finales de marzo y los primeros días de mayo. A ello contribuyó el fuerte rebrote de los precios de los valores de renta variable estadounidenses,

que puede haber provocado una salida del mercado de renta fija, produciendo una reversión de las posiciones de cartera de activos considerados como más seguros, constituidas anteriormente. A este respecto, el recorte de los tipos de interés, realizado inesperadamente el 18 de abril, entre una reunión y otra, por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, dio impulso a los mercados de renta variable de Estados Unidos, al tiempo que pareció disipar algunas de las expectativas más pesimistas del mercado acerca de las perspectivas de la economía estadounidense. Hacia finales de abril y primeros de mayo, la publicación de algunos datos económicos pareció contribuir también a fomentar el optimismo entre los inversores respecto a las perspectivas de crecimiento, que pueden haber ejercido, a su vez, nuevas presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo. Sin embargo, la evolución reciente de la tasa de inflación implícita a diez años de Estados Unidos, obtenida de la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales estadounidenses y de los bonos a diez años indicados con la inflación, sugiere que las expectativas del mercado acerca de una elevación de la inflación en Estados Unidos pueden explicar gran parte del aumento observado del rendimiento de los bonos nominales estadounidenses. En especial, entre finales de marzo y el 8 de mayo, la tasa de inflación implícita a diez años de Estados Unidos subió casi 60 puntos básicos, hasta situarse en torno al 2,3%, lo que se sumó al incremento de alrededor de 30 puntos básicos de la tasa de inflación implícita, que ya se había producido en los tres primeros meses del 2001. Sin embargo, en este contexto, debe tenerse en cuenta que la interpretación de la inflación implícita, como indicador de las expectativas de inflación, puede verse complicada por la incidencia de los desplazamientos de cartera hacia activos considerados como más seguros, registrados entre los mercados de renta fija y de renta variable.

En Japón, el rendimiento de los bonos a diez años apenas experimentó cambios respecto al nivel correspondiente a finales de marzo, situándose en torno al 1,3% el 8 de mayo del 2001. Durante este período, el rendimiento mostró inicialmente una acusada tendencia al alza, que se invirtió posteriormente. Las iniciales presio-

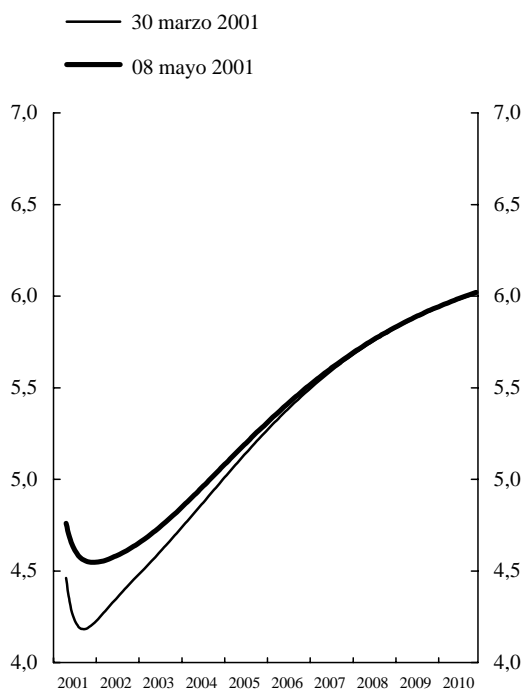
nes al alza sobre el rendimiento de los bonos parecieron reflejar, en gran parte, los desplazamientos de cartera de renta fija a renta variable, registrados tras la subida de las cotizaciones bursátiles en Japón, así como la incertidumbre existente acerca de las perspectivas políticas del país y el temor de los inversores de que la deuda pública pudiera incrementarse más de lo esperado para financiar nuevas medidas de estímulo fiscal. Posteriormente, tras el nombramiento de un nuevo primer ministro, el rendimiento de los bonos volvió a bajar, como consecuencia, entre otros factores, de las expectativas de los inversores de que el nuevo gobierno limitaría la emisión de deuda pública.

Además de verse influido por el entorno internacional, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro lo fue también por otros factores en abril y principios de mayo. El rendimiento de la deuda pública registró un aumento algo más pronunciado en los vencimientos a corto y medio plazo y, en consecuencia, la notable inversión observada en los plazos más cortos de la curva de rendimientos de la zona del euro a partir de finales del 2000 se redujo en alguna medida. Ello tendería a indicar que los participantes en el mercado revisaron al alza sus expectativas acerca de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro. La evolución de la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro entre finales de marzo y el 8 de mayo correspondió a estas expectativas, al tiempo que indicaba que no se habían producido cambios significativos con respecto a las expectativas de tipos de interés a corto plazo en horizontes temporales más largos (véase gráfico 10).

Un importante factor que puede explicar el aumento del rendimiento de la deuda a largo plazo de la zona del euro parece haber sido el repunte de las cotizaciones bursátiles, que dieron lugar a una reversión de los desplazamientos hacia activos considerados como más seguros y pueden haber reducido, en cierta medida, el pesimismo de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas de la economía mundial. En el mercado de bonos

Gráfico 10 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE. La curva de tipos *forward*, que se deriva de la estructura de tipos de interés de mercado observada, 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 del BCE correspondiente al mes de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos *swap*.

franceses indicados con la inflación, el rendimiento real de los bonos a diez años indicados con la inflación se elevó en torno a 10 puntos básicos entre finales de marzo y el 8 de mayo, mientras que la tasa de inflación implícita correspondiente subió alrededor de 15 puntos básicos. El incremento del rendimiento real a largo plazo parecería reflejar la reciente revisión al alza de las expectativas de los inversores respecto a los tipos de interés a corto plazo y, posiblemente, su percepción de una reducción de los riesgos bajistas para las perspectivas de crecimiento futuro. A parte de la cautela habitual con la que debe interpretarse la tasa de inflación implícita, como indicador de las expectativas de inflación, el aumento de dicha tasa se vio probablemente influido por los recientes desplazamientos desde el mercado de renta fija hacia el de renta variable, que invirtieron las posiciones

más seguras constituidas anteriormente, complicando así la interpretación de las tendencias recientes. En conjunto, la tasa actual de inflación implícita a diez años en Francia está en torno al 1,5%, nivel próximo a la tasa media observada desde finales del 2000. Ello parecería indicar una relativa estabilidad de las expectativas de los inversores acerca de las tasas medias de inflación en los próximos años.

Repunte de las cotizaciones bursátiles en abril del 2001

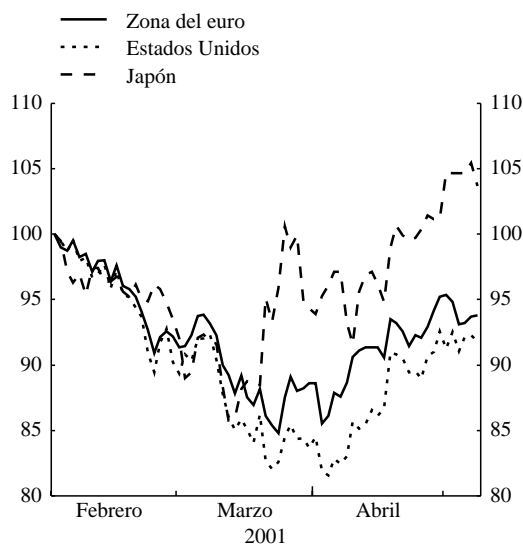
Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, Japón y Estados Unidos, medidas por los índices Dow Jones EURO STOXX, Nikkei 225 y Standard and Poor's 500, respectivamente, registraron claras subidas, entre el 5% y el 10%, entre finales de marzo y el 8 de mayo. Los aumentos observados en abril fueron los más elevados, en términos intermensuales, desde que los tres índices empezaron a descender respecto a los máximos alcanzados a finales del primer trimestre del año anterior. El 8 de mayo, el índice de la zona del euro se situó aproximadamente un 6%, y el índice estadounidense un 3%, por debajo del nivel que habían registrado a finales del 2000, y el índice Nikkei un 1% por encima del nivel alcanzado por dicho índice a finales del mismo año (véase gráfico 11).

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Standard and Poor's 500, alcanzaron su nivel más bajo desde octubre de 1998 el 4 de abril, fecha a partir de la cual se fueron recuperando, experimentando un incremento de más del 12% el 8 de mayo. La brusca subida de las cotizaciones bursátiles estadounidenses se sustentó en varios factores y coincidió con una reducción de la volatilidad. En primer lugar, tras el acusado descenso del índice Standard and Poor's 500 registrado a partir de septiembre del 2000, aún siendo todavía altos, los indicadores tradicionales de los mercados de valores, tales como la relación precio/beneficio del mencionado índice, alcanzaron sus niveles más bajos des-

Gráfico 11

Índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(índice: 1 febrero 2001=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. A partir del 1 de enero de 2001, se incluyen también los datos de Grecia.

de septiembre de 1998. En segundo lugar, si bien los beneficios empresariales disminuyeron, en general, en el primer trimestre, algunos datos de beneficios publicados por las empresas, en especial en el sector de la alta tecnología, fueron mejores de lo previsto. Además, el recorte por sorpresa de los tipos de interés, realizado por la Reserva Federal el 18 de abril, dio un nuevo impulso al mercado bursátil de Estados Unidos, al reducir el coste de oportunidad de mantener valores de renta variable y, probablemente, y lo que es acaso más importante, al aumentar la confianza de los participantes en el mercado en la posibilidad de una rápida recuperación del crecimiento de los beneficios empresariales. Reaccionando inmediatamente a la decisión de la Reserva Federal de rebajar el tipo de referencia de los fondos federales en 50 puntos básicos, el índice Standard and Poor's 500 subió un 5% el 18 de abril. El índice Nasdaq compuesto subió también un 12% el mismo día. En conjunto, los inversores parecieron perder algo de su pesimismo e incertidumbre respecto a la evolución futura del mercado de valores en Estados Unidos, percepción que se

vio avalada por la publicación a finales de abril de la primera estimación del PIB para el primer trimestre.

En Japón, las cotizaciones bursátiles registraron también un pronunciado aumento en abril en un entorno de volatilidad muy elevada, pero en descenso. Además de reflejar los efectos de contagio procedentes, principalmente, del mercado estadounidense, las fuertes subidas observadas en las cotizaciones bursátiles japonesas fueron impulsadas también por factores internos, en especial el compromiso asumido por el nuevo gobierno de resolver el problema de los créditos dudosos de los bancos japoneses.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX repuntaron también, en un contexto de menor volatilidad, experimentando un incremento del 6% entre finales de marzo y el 8 de mayo. El 8 de mayo, el citado índice estaba cerca de un 11% por encima del mínimo alcanzado el 23 de marzo del 2001. Los

efectos de contagio procedentes de Estados Unidos parecen haber influido de forma significativa en el cambio de tendencia mostrado por las cotizaciones bursátiles de la zona del euro. Las revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento de la zona del euro parecen haber sido atenuadas por la publicación de datos positivos sobre el crecimiento de la economía estadounidense, que se consideraron como un respaldo de las perspectivas de rentabilidad del sector empresarial de la zona del euro. El aumento global del índice EURO STOXX desde finales de marzo se vio notablemente influido por la subida del 22% observada en el sector tecnológico, que estuvo en consonancia con el avance de cerca del 24% experimentado por el índice Nasdaq compuesto en el mismo período. Parte de este incremento, puede explicarse por los datos de beneficios positivos publicados por algunas importantes empresas del sector, pero cabe también observar que las cotizaciones bursátiles del sector tecnológico bajaron más que en ningún otro sector en los tres primeros meses del 2001.

2 Evolución de los precios

La inflación medida por el IAPC se mantuvo estable entre febrero y marzo del 2001

La tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) general de la zona del euro se mantuvo en el 2,6% entre febrero y marzo del 2001. Esta estabilidad ocultó un comportamiento dispar, aunque compensado, de las tasas interanuales de los precios de la energía, por un lado, y de los alimentos no elaborados, por otro (véase cuadro 3). La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos estos componentes más volátiles, continuó mostrando la tendencia gradualmente alcista, que se viene apreciando desde el último trimestre de 1999, experimentando un aumento de 0.1 puntos porcen-

tuales, quedando situada en el 1,9% en marzo del 2001.

La tasa de variación interanual de los precios de la energía descendió desde el 8,3% registrado en febrero hasta el 5,6% en marzo del 2001, reflejando tanto la caída de los precios del petróleo en euros entre febrero y marzo del 2001 como los efectos de base asociados a la ligera subida de estos precios observada entre febrero y marzo del 2000. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó hasta el 6,5% en marzo del 2001, 2 puntos porcentuales por encima del nivel alcanzado en febrero (véase gráfico 12). Este incremento parece estar, en gran medida, relaciona-

Cuadro 3

Evolución de precios y costes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1998	1999	2000	2000	2000	2000	2001	2000	2000	2001	2001	2001	2001
				II	III	IV	I	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes													
Índice general	1,2	1,1	2,4	2,1	2,5	2,7	2,6	2,9	2,6	2,5	2,6	2,6	.
<i>Del cual:</i>													
Bienes	0,7	0,9	2,7	2,3	2,9	3,2	2,8	3,5	3,0	2,7	2,9	2,8	.
Alimentos	1,7	0,6	1,4	0,9	1,9	2,2	3,2	2,2	2,3	2,8	3,0	3,9	.
Alimentos elaborados	1,5	1,0	1,2	1,0	1,2	1,4	2,0	1,5	1,4	1,7	2,1	2,2	.
Alimentos no elaborados	2,0	0,1	1,7	0,7	3,1	3,5	5,2	3,4	3,7	4,5	4,5	6,5	.
Bienes industriales	0,2	1,0	3,4	3,0	3,4	3,8	2,6	4,1	3,3	2,7	2,8	2,3	.
Bienes indust, no energéticos	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	1,1	1,3	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	.
Energía	-2,6	2,3	13,4	12,3	13,7	13,8	7,3	15,3	11,3	7,9	8,3	5,6	.
Servicios	2,0	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	2,3	1,9	1,8	2,2	2,3	2,3	.
Otros indicadores de precios y costes													
Precios industriales ¹⁾	-0,7	-0,4	5,4	5,2	5,8	6,1	4,5	6,4	5,4	4,8	4,5	4,1	.
Costes laborales unitarios ²⁾	0,2	1,3	1,0	0,6	1,3	1,6	.	.	.	.	.	.	.
Productividad del trabajo ²⁾	1,2	0,9	1,2	1,5	1,0	0,5	.	.	.	.	.	.	.
Remuneración por asalariado ²⁾	1,5	2,3	2,3	2,1	2,4	2,1	.	.	.	.	.	.	.
Costes laborales totales por hora ³⁾	1,8	2,2	3,7	3,8	3,8	3,4	.	.	.	.	.	.	.
Precios del petróleo (EUR/barril) ⁴⁾	12,0	17,1	31,0	28,8	33,7	34,5	28,4	37,7	28,8	27,5	29,9	28,1	29,8
Precios de las materias primas ⁵⁾	-12,5	-3,1	18,1	18,3	18,0	16,4	1,4	18,2	8,6	3,3	1,7	-0,8	-1,1

Fuentes: Eurostat, datos nacionales, International Petroleum Exchange, HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburgo) y cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden a Euro 12 (incluidos los periodos anteriores al 2001).

1) Excluida la construcción.

2) Total de la economía.

3) Total de la economía (excluidos la agricultura, las Administraciones Públicas, la educación, la sanidad y otros servicios).

4) Brent (para entrega dentro de un mes). ECU hasta diciembre de 1998.

5) Excluida la energía. En euros; ECU hasta diciembre de 1998.

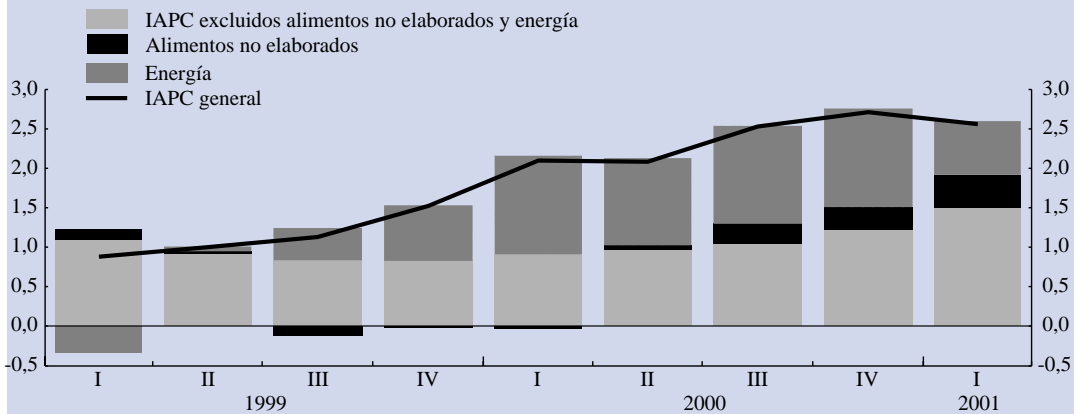
Recuadro 3

Evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados: impacto de la encefalopatía espongiforme bovina y de la fiebre aftosa

En la evolución del IAPC de la zona del euro a lo largo de los últimos años han influido significativamente las variaciones de sus componentes más volátiles, sobre todo las de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados. Si bien la contribución de los precios energéticos a la tasa de inflación, medida por el IAPC general, ha descendido últimamente, el aumento ininterrumpido de la contribución de los precios de los alimentos no elaborados a la inflación registrada el pasado año se ha intensificado en los últimos meses (véase gráfico siguiente). Esta mayor contribución de los precios de los alimentos no elaborados es uno de los motivos por los que la inflación general se ha mantenido en tasas muy altas, a pesar de que la tasa de variación interanual de los precios energéticos se redujo sustancialmente, pasando del 15,5% en noviembre del 2000 al 5,6% en marzo del 2001.

Contribuciones a la inflación, medida por el IAPC general, de la zona del euro

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Si bien las condiciones climatológicas y otros factores estacionales suelen influir en los precios de los alimentos no elaborados, el último aumento registrado en su contribución a la inflación general parece guardar, en parte, relación con la inquietud suscitada en el ámbito sanitario tras el descubrimiento de la encefalopatía espongiforme bovina en algunos países de la zona del euro. Más recientemente, los casos de fiebre aftosa declarados en varios países europeos y las medidas preventivas adoptadas para combatir su propagación también podrían haber influido en este crecimiento. Principalmente como resultado de estos factores, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó considerablemente, hasta alcanzar el 6,5% en marzo del 2001, superando en dos puntos porcentuales el registro del mes anterior y muy por encima de la tasa media de crecimiento del 1,7% del año 2000. Dado que la ponderación de los precios de este componente de los productos alimenticios en el IAPC general es del 8%, estos aportaron, aproximadamente, 0,5 puntos porcentuales del incremento del 2,6%, en tasa interanual, que registró el IAPC general en marzo del 2001. Asimismo, si bien el brusco incremento de los precios de los alimentos se ha registrado, en gran medida, en el componente alimentos no elaborados, en los primeros meses del 2001 también se ha producido un repunte en los precios de los alimentos elaborados, lo que ha exacerbado la presión general al alza del sector alimentario sobre el IAPC. Lo más destacable es que han subido los precios de la leche, el queso y los huevos.

La subida de los precios de la carne evidencia un cambio en la demanda de los consumidores

Para realizar un seguimiento más detallado de la situación, en el cuadro que figura a continuación se ofrece una desagregación de la evolución de los precios de los alimentos no elaborados en sus cuatro subcomponentes: carne, pescado, frutas y verduras, cuyas ponderaciones en el agregado de alimentos no elaborados son de 51,5%, 14,6%, 14,3% y 19,6%, respectivamente. Habida cuenta de su elevada ponderación, los precios de la carne han constituido

el principal factor determinante de la evolución de los alimentos no elaborados a lo largo de los tres primeros meses del año. Si bien no se dispone de una desagregación detallada de los precios de la carne para el IAPC de la zona del euro, hay indicios -a nivel nacional- de que esta situación es reflejo, en parte, de la subida de los precios de los sustitutos del vacuno, como el cerdo y las aves, de lo que se deduce que los consumidores podrían haber desplazado su consumo de carne de vacuno hacia otros productos. El repunte de los precios del pescado corrobora también esta opinión. En marzo del 2001, subieron, asimismo, los precios de las frutas y de las verduras, aunque es más probable que este aumento sea resultado de las adversas condiciones climatológicas. Por otra parte, además del incremento de los precios de los sustitutos, hay también indicios de que la propia carne de vacuno ha incrementado su precio, como consecuencia, quizás, de un cambio en la demanda de los consumidores, que podrían haberse decantado por carne más cara, importada o criada con piensos orgánicos.

Evolución de los precios de los alimentos no elaborados en la zona del euro

(tasas de variación interanuales; salvo indicación en contrario)

	Ponderaciones ¹⁾		1999	2000	2000	2000	2000	2001	2000	2000	2001	2001	2001
	2)	3)											
					II	III	IV	I	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar
Alimentos no elaborados	100,0	8,0	0,1	1,7	0,7	3,1	3,5	5,2	3,4	3,7	4,5	4,5	6,5
De los cuales:													
Carne	51,5	4,1	-1,3	2,1	1,9	2,5	3,3	6,3	3,1	3,7	4,8	6,3	7,7
Pescado	14,6	1,2	2,5	3,2	2,8	3,4	4,3	5,2	4,6	4,3	4,6	5,2	5,8
Fruta	14,3	1,1	-0,2	0,1	-1,6	1,9	2,0	3,9	1,9	3,1	3,5	3,0	5,2
Verduras	19,6	1,6	2,6	0,7	-1,9	5,4	4,4	3,2	4,7	3,8	4,2	0,7	4,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Ponderaciones del gasto de consumo en el 2001.

2) De alimentos no elaborados.

3) Del IAPC general.

No se prevé que el posible efecto sobre la inflación medida por el IAPC sea duradero

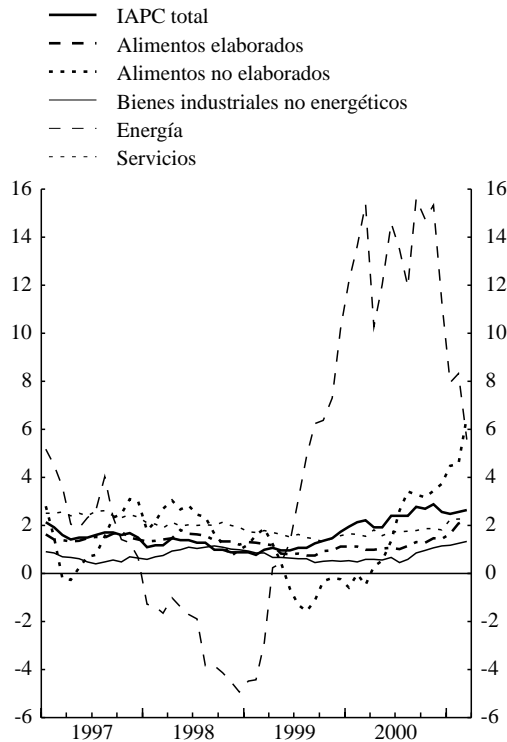
Aún es demasiado pronto para evaluar definitivamente esta evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados. La evolución más reciente puede interpretarse, en parte, como una variación del nivel de los precios relativos de algunos alimentos ante un desplazamiento de la demanda de los consumidores. A este respecto, todavía reina una gran incertidumbre en cuanto a la posibilidad de que dicho cambio en la demanda sea o no permanente. En caso de que fuera únicamente transitorio, algunas de las últimas subidas de precios podrían revertirse en parte o en su totalidad. No obstante, aún cuando resultasen ser más persistentes, una vez que la oferta del mercado se haya ajustado a estos cambios, también deberían cesar los recientes incrementos de los precios. Así pues, estas variaciones de los precios relativos no deberían, por sí mismas, ejercer un efecto duradero sobre la inflación de la zona del euro. Sin embargo, existen también efectos por el lado de la oferta. En particular, las medidas adoptadas para erradicar la encefalopatía espongiforme bovina e impedir la propagación de la fiebre aftosa podrían asociarse con una reducción de la cabaña disponible y, por lo tanto, intensificar la presión al alza que los cambios en la demanda de los consumidores ejerce sobre los precios. Además, estas medidas relativas a la demanda pueden imponer costes más altos al sector agrícola y, en consecuencia, podrían provocar un efecto de «empuje» sobre los precios más duradero.

Por lo que respecta a la posible incidencia sobre el IAPC de la zona del euro en el futuro, sería de esperar que, al igual que en meses anteriores, dichos efectos se observaran con más claridad en los precios de los alimentos no elaborados. Sin embargo, tanto los factores de demanda como de oferta mencionados anteriormente podrían afectar adicionalmente a otros componentes como los alimentos elaborados (v.g. la leche, el queso y los huevos) y a algunos subcomponentes de los precios de los servicios para los que los alimentos representan un insumo importante (v.g. servicios de restauración, restaurantes, cafés, etc.). Por lo tanto, en los próximos meses, es necesario realizar un seguimiento atento de la evolución de los precios de los alimentos y de otros productos afines.

Gráfico 12

IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos corresponden a Euro 12 (incluidos los periodos anteriores al 2001).

do con la inquietud suscitada por la encefalopatía espongiforme bovina y con las medidas adoptadas recientemente para frenar la propagación de la fiebre aftosa en la UE. Dentro de este contexto, el recuadro 3 presenta un análisis y una evaluación más detallados de la evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados. Por otro lado, probablemente como consecuencia del aumento de los precios de los consumos intermedios y de cambios en la demanda de los consumidores asociados a la mencionada evolución en el sector agrícola, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió a crecer en 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,2% en marzo del 2001.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 1,3% entre febrero y marzo del 2001. Desde el mínimo observado en julio del 2000 hasta marzo del 2001, dicha tasa se ha incrementado

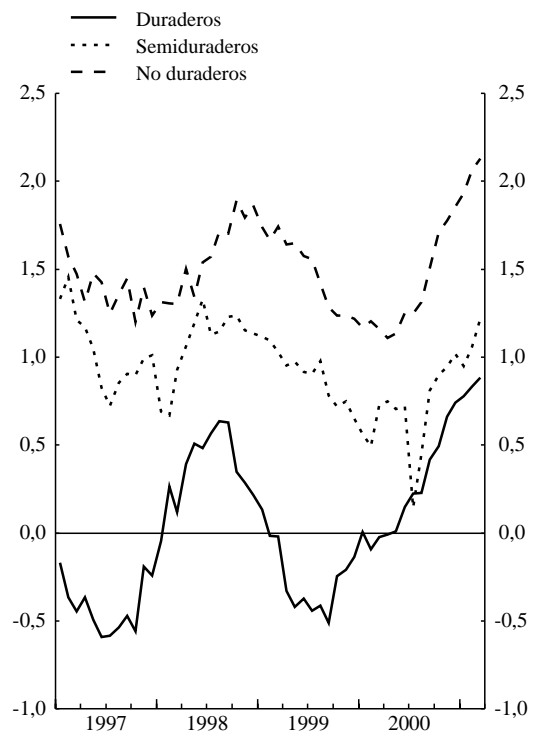
en 0,9 puntos porcentuales. Este comportamiento se explica por la elevación de las tasas de variación interanuales de los precios de los bienes duraderos, semiduraderos y no duraderos (véase gráfico 13). En efecto, un análisis más detallado muestra que prácticamente todos los componentes de los bienes industriales no energéticos tuvieron una contribución positiva a este aumento. Este ascenso generalizado es reflejo de los efectos indirectos de las anteriores subidas de los precios del petróleo y de la depreciación del euro.

La tasa de variación interanual de los precios de los servicios tampoco mostró variaciones respecto a febrero, manteniéndose en el 2,3% en marzo del 2001. Esto indica que se ha absorbido, en gran medida, el efecto alcista de los recientes cambios, realizados en los precios administrados y en los impuestos indirectos en algunos países de la zona del euro, sobre los precios de los servicios en los últimos meses, tal como se señalaba en anteriores ediciones del *Boletín Mensual del BCE*.

Gráfico 13

Evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos corresponden a Euro 12 (incluidos los periodos anteriores al 2001).

Probable volatilidad de la inflación medida por el IAPC en los próximos meses antes de empezar a descender

En los próximos meses, las tasas de inflación se verán probablemente afectadas por una serie de factores, en gran parte temporales, antes de que las tendencias a medio plazo lleguen a evidenciarse completamente. Es posible que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumente en abril del 2001. Los efectos de base asociados a la reducción de los precios de la energía observada en abril del 2000, junto con el repunte de los precios del petróleo desde 28,1 euros por barril en marzo hasta 29,8 euros por barril en abril del 2001, sugieren que no se producirá un efecto bajista apreciable sobre la inflación medida por el IAPC general, como resultado del comportamiento de los precios de la energía. Además, la evolución de los precios de los alimentos no elaborados puede haber ejercido nuevamente presiones al alza sobre la inflación medida por el IAPC en abril del 2001. Por el contrario, en un horizonte más dilatado, es probable que, en promedio, la contribución de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC disminuya en los próximos meses, debido a los efectos de base. Evidentemente, un descenso del precio actual del petróleo en euros representaría también una contribución positiva a esta evolución. Sin embargo, una nueva tendencia a la baja de la inflación medida por el IAPC, impulsada por los precios de la energía, se verá compensada, en parte, todavía durante algunos meses más, por los actuales efectos indirectos de las anteriores subidas de los precios de importación, que tendrán una incidencia especial sobre los precios de los bienes industriales no energéticos. Además, a la luz de la evolución reciente de la situación relativa a la encefalopatía espongiforme bovina y la fiebre aftosa, es probable que se produzcan nuevos aumentos de los precios de los alimentos, o de componentes relacionados con los alimentos, en el futuro inmediato. En este contexto, y conjuntamente con el hecho de que la reducción de los precios del petróleo ha sido menos pronunciada de lo que se suponía hace algunos meses, es probable que se retrase el momento en el que la inflación medida por el IAPC caiga por debajo del 2%, respecto a las expectativas

anteriores. En una perspectiva más a medio plazo, la moderación del ritmo de crecimiento de la actividad económica debería atenuar las presiones alcistas sobre los precios. Todas las previsiones actualmente disponibles de varias organizaciones internacionales señalan una inflación medida por los precios de consumo en la zona del euro inferior al 2%, como promedio, en el 2002. Sin embargo, esta previsión parece basarse en el supuesto de que continúe la moderación salarial.

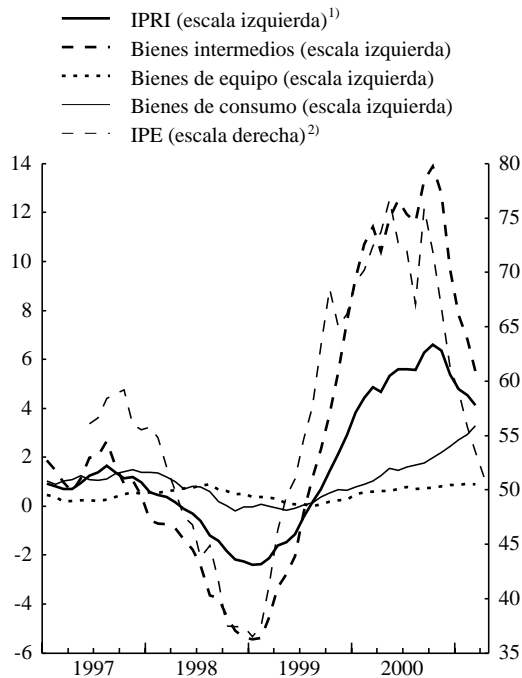
Siguió el descenso de la tasa de variación interanual de los precios industriales en marzo del 2001

Los últimos datos disponibles muestran una nueva reducción de la tasa de crecimiento interanual de los precios industriales de la zona del euro desde el 4,5% en febrero hasta el 4,1% en marzo del 2001 (véase gráfico 14). Al igual que en meses anteriores, la evolución reciente de la tasa de variación de los precios industriales se explica por la disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios desde el 6,8% en febrero hasta el 5,5% en marzo del 2001. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo se mantuvo en el 0,9% por cuarto mes consecutivo. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se elevó en 0,3 puntos porcentuales respecto al mes anterior, situándose en el 3,1% en marzo del 2001, como consecuencia de la tendencia al alza registrada en sus dos componentes principales. En marzo del 2001, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes duraderos fue del 2,1%, con un aumento de 0,2 puntos porcentuales respecto a febrero, y la de los bienes no duraderos se cifró en el 3,7%, 0,4 puntos porcentuales por encima del nivel observado en el mes anterior. Gran parte del incremento de los precios de los bienes no duraderos puede explicarse por la subida de los precios industriales de los sectores de producción de alimentos y bebidas. Además, la tendencia alcista de los precios de los bienes de consumo refleja también la traslación gradual de los anteriores aumentos de los precios de las materias primas y del petróleo y la depreciación del euro durante la mayor parte del año 2000.

Gráfico 14

Precios industriales y de los consumos intermedios del sector manufacturero en la zona del euro

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y Reuters.

Nota: Cuando hay datos disponibles, corresponden a Euro 12 (incluidos los periodos anteriores al 2001).

- 1) Índice de precios industriales; tasas de variación interanuales; excluida la construcción.
- 2) Índice de precios de la zona del euro, precios de los consumos intermedios del sector manufacturero, obtenidos a partir de la encuesta de directores de compras. Todo valor del índice por encima del 50% representa un incremento del precio de dichos consumos intermedios, mientras que los valores inferiores al 50% suponen una disminución.

Considerando la evolución probable a corto plazo del índice general de precios industriales, algunos factores sugieren una cierta moderación adicional de las tasas de variación interanuales de dichos precios, derivada de los precios de los bienes intermedios. En primer lugar, la tasa de variación interanual de los precios industriales tenderá a moderarse, como resultado de los efectos de base asociados a las altas tasas de variación registradas en el 2000. En segundo lugar, el índice de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero (encuesta de directores de compras) de la zona del euro ha venido mostrando una tendencia a la baja desde el otoño del 2000, reflejando, en cierta medida, la disminución

de la tasa de variación interanual del precio del petróleo en euros. Más recientemente, el índice experimentó un nuevo descenso, pasando de 53,5 en marzo a 51,2 en abril del 2001. Sin embargo, por lo que se refiere a los precios de los bienes de equipo y de consumo, pueden producirse nuevas presiones al alza sobre el índice general de precios industriales, como consecuencia de los efectos indirectos adicionales derivados del fuerte incremento de los precios de importación observado en los dos últimos años.

Ligera revisión a la baja del crecimiento de los costes laborales por hora en el cuarto trimestre del 2000

En su última publicación, Eurostat ha revisado a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, su estimación de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales totales por hora para el cuarto trimestre del 2001, que se sitúa en el 3,4%, con un descenso de 0,4 puntos porcentuales respecto al tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó desde el 2,4% en el tercer trimestre hasta el 2,1% en el cuarto trimestre del 2000. Tal como se indicaba en anteriores ediciones del *Boletín Mensual del BCE*, el mayor aumento de los costes laborales por hora respecto al de la remuneración por asalariado puede explicarse, en gran medida, por la reducción del número de horas trabajadas por semana, los efectos estadísticos y algunos factores transitorios que afectan a los costes laborales totales por hora. En cuanto a la evolución de los costes laborales unitarios, el efecto bajista de la disminución de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado se vio compensado con creces por la continuación del descenso cíclico de la tasa de crecimiento interanual de la productividad laboral, que bajó en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarse en el 0,5% entre el tercer y el cuarto trimestres del 2000. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se elevó hasta el 1,6% en el último trimestre del 2000 desde el 1,3% registrado en el trimestre anterior.

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

Continúa el vigoroso crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del 2000

La tercera estimación de Eurostat sobre la evolución de las cuentas nacionales en el cuarto trimestre del 2000, confirmó en general las estimaciones anteriores. Se estima que el PIB real aumentó un 0,7% en el cuarto trimestre del 2000 en relación con el trimestre precedente, crecimiento que supera ligeramente la tasa del 0,6% registrada en el tercer trimestre (véase cuadro 4). Este ligero aumento de la tasa de crecimiento intertrimestral en el cuarto trimestre del pasado año fue consecuencia de una mayor contribución de la demanda interna, y en especial del consumo privado, que se incrementó en un 0,3% intertrimestral en el cuarto trimestre del 2000, en comparación con el 0,2% observado en el trimestre anterior. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se estabilizó en 0,2 puntos por-

centuales en el cuarto trimestre del 2000. En comparación con la primera mitad del 2000, el crecimiento del PIB real se moderó ligeramente en la segunda mitad del año pasado, aunque continuó siendo vigoroso. Para el año 2000 en su conjunto, el crecimiento registrado, del 3,4%, fue considerable.

En lo que se refiere a la producción en las distintas ramas de actividad, medida por el valor añadido, el crecimiento del último trimestre del 2000 vino fundamentalmente impulsado por el sector servicios, en el que se registró un aumento intertrimestral del 0,9%, mientras que el crecimiento del sector industrial se mantuvo en el 0,5%. En comparación con la segunda estimación, la tasa de crecimiento de la industria para el año 2000 en su conjunto fue revisada a la baja por Eurostat, desde el 3,9% hasta el 3,7%, mientras que la tasa de crecimiento de los servicios se revisó al alza, del 3,3% al 3,6%.

Cuadro 4

Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

(tasas de variación, salvo indicación en contrario; cifras desestacionalizadas)

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	1998	1999	2000	1999	2000	2000	2000	2000	1999	2000	2000	2000	2000
				IV	I	II	III	IV	IV	I	II	III	IV
Producto interior bruto real	2,9	2,5	3,4	3,4	3,5	3,8	3,3	3,0	1,0	0,9	0,8	0,6	0,7
<i>Del cual:</i>													
Demanda interna	3,5	3,1	2,8	3,2	2,8	3,3	2,8	2,4	0,9	0,7	0,8	0,3	0,5
Consumo privado	3,1	3,0	2,6	2,9	2,6	3,2	2,5	2,1	0,7	0,7	0,9	0,2	0,3
Consumo público	1,0	1,5	1,9	1,7	2,0	2,1	1,7	1,9	0,5	0,8	0,3	0,1	0,6
Formación bruta de capital fijo	5,1	5,2	4,6	5,5	5,6	4,9	4,0	3,8	0,7	1,6	0,6	1,0	0,5
Variación de existencias ³⁾⁴⁾	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1
Demanda exterior neta ³⁾	-0,6	-0,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,5	0,6	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2
Exportaciones ⁵⁾	7,1	4,8	11,8	10,1	12,3	11,8	11,7	11,6	3,1	2,7	2,4	3,0	3,1
Importaciones ⁵⁾	9,6	6,8	10,6	9,7	10,4	10,8	10,7	10,4	3,0	2,2	2,6	2,5	2,8
Valor añadido bruto real:													
Agricultura y pesca ⁶⁾	1,6	2,4	0,3	2,9	0,8	-0,1	0,8	-0,2	0,7	-1,1	-0,6	1,8	-0,3
Industria	2,5	1,4	3,7	2,9	4,1	4,0	3,6	3,2	0,8	1,6	0,5	0,5	0,5
Servicios	3,1	2,9	3,6	3,2	3,6	3,7	3,5	3,5	0,9	1,0	0,8	0,8	0,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden a Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001).

1) Tasas interanuales: tasa de variación respecto al mismo período del año anterior.

2) Tasas intertrimestrales: tasas de variación respecto al trimestre anterior.

3) Contribución al crecimiento del PIB real; en puntos porcentuales.

4) Incluyendo adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

5) Exportaciones e importaciones de bienes y servicios; se incluye el comercio realizado entre los países de la zona del euro. Las cifras de exportaciones e importaciones de contabilidad nacional no eliminan el comercio realizado entre los países de la zona del euro. En consecuencia, estos datos no son plenamente comparables con las cifras de la balanza de pagos.

6) Incluye también caza y silvicultura.

Recuadro 4

Evolución de la producción manufacturera y de cada una de las ramas de actividad en la zona del euro

El crecimiento interanual de la producción manufacturera experimentó tan sólo una ralentización limitada en el período que abarca desde su máximo de la primavera del 2000 hasta febrero del 2001. Se trata, sin duda, de una evolución destacable, teniendo en cuenta la fuerte subida de los precios del petróleo a lo largo del año 2000 y el deterioro que experimentó el entorno exterior desde finales del pasado año. En conjunto, el crecimiento de la producción durante el período que finaliza en los dos primeros meses del presente año no ha mostrado la clara tendencia a la desaceleración que habría sugerido la caída del indicador de confianza industrial y del IDC (véase gráfico 15 del presente *Boletín Mensual del BCE*). Además, la ralentización del crecimiento de la producción acumulada desde el máximo alcanzado en la primavera del 2000 ha sido, hasta ahora, muy inferior a la que se registró en el período correspondiente que siguió al máximo de principios de 1998. El presente recuadro examina la evolución del crecimiento de la producción de los componentes sectoriales del sector manufacturero, con objeto de investigar si su relativo vigor en el período más reciente debería atribuirse a la evolución de solo unas pocas ramas de actividad, o si se trata de un fenómeno más general. La primera posibilidad viene sugerida, por ejemplo, por el grado de divergencia relativamente mayor que han alcanzado las tasas de crecimiento interanuales en las distintas actividades manufactureras en el período más reciente. Sin embargo, diversas razones podrían explicar el mayor grado de divergencia. Más concretamente, esta mayor divergencia en el crecimiento de la producción de las distintas ramas en los últimos meses puede estar reflejando el distinto grado de exposición a los anteriores incrementos de los precios del petróleo y a los cambios en el entorno exterior.

Detalle del sector manufacturero de la zona del euro por ramas de actividad

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Ponderación (%) ¹⁾	1999		2000			2001			2000		2000		2001	
		1999	2000	2000	2001	2001	2000	2001	2001	2000	2000	2000	2001		
				Dic	Ene	Feb	Dic	Ene	Feb	Oct	Nov	Dic	Ene		
						Intermensual			Medias móviles de 3 meses						
Sector manufacturero	100,0	2,0	6,0	9,6	6,6	4,8	1,8	-0,5	0,5	1,0	1,5	1,8	2,2		
Alimentos, bebidas, tabaco	11,5	2,2	2,0	2,0	1,0	1,3	1,4	-3,0	2,0	-0,7	-0,5	-0,5	-0,1		
Textil y confección	5,2	-6,4	-0,3	8,3	3,8	2,1	3,0	-3,0	0,1	-0,6	0,7	1,2	1,7		
Cuero y productos derivados	1,1	-3,1	-1,5	2,5	2,5	1,2	3,7	-1,9	1,9	-2,2	0,2	0,5	3,1		
Madera y productos derivados	2,0	3,5	4,7	2,8	0,5	-2,0	0,8	-1,5	1,0	-1,4	-0,8	-0,3	0,3		
Papel y edición	8,3	4,0	3,2	5,5	1,6	2,3	2,2	-3,2	1,4	0,2	0,7	0,5	0,6		
Coque y refino de petróleo y combustibles nucleares	1,3	-5,1	1,2	1,6	3,4	-1,4	-3,1	2,2	-1,7	2,6	1,7	0,8	-0,7		
Industria química															
Fibras artificiales	10,9	4,0	4,6	3,6	3,9	3,2	-0,4	-1,3	0,1	1,2	1,8	1,3	0,3		
Caucho y materias plásticas	4,5	3,3	6,1	8,5	3,8	2,3	2,8	-2,9	-0,1	-0,6	0,2	1,2	1,7		
Productos minerales no metálicos	5,0	2,1	3,2	4,5	1,8	-0,9	1,6	-2,4	1,6	1,3	1,6	1,8	1,6		
Metales básicos y productos metálicos	13,3	0,4	6,0	8,0	5,9	2,8	1,2	-0,5	-0,2	-0,1	0,4	1,3	1,7		
Maquinaria y equipo mecánico	11,0	-1,1	6,9	15,7	8,8	5,4	5,2	-2,3	-1,6	1,8	0,3	1,2	2,3		
Equipo eléctrico y óptico	12,0	4,3	13,8	17,4	16,5	13,9	4,1	-0,4	0,3	2,9	3,7	3,8	4,8		
Material de transporte	10,2	3,5	8,4	14,8	10,1	7,1	4,5	-1,8	0,3	-1,1	0,5	3,4	5,2		
Resto de ind. manufactureras	3,7	2,1	3,5	8,6	1,7	2,1	3,8	-3,4	0,8	0,1	0,9	1,2	1,9		

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las tasas de variación interanuales se calculan con datos ajustados por el número de días laborables; las tasas de variación intermensuales y las medias móviles centradas de tres meses sobre la media correspondiente a los tres meses anteriores se calculan con datos desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables.

1) Las ponderaciones se basan en el valor añadido de 1995.

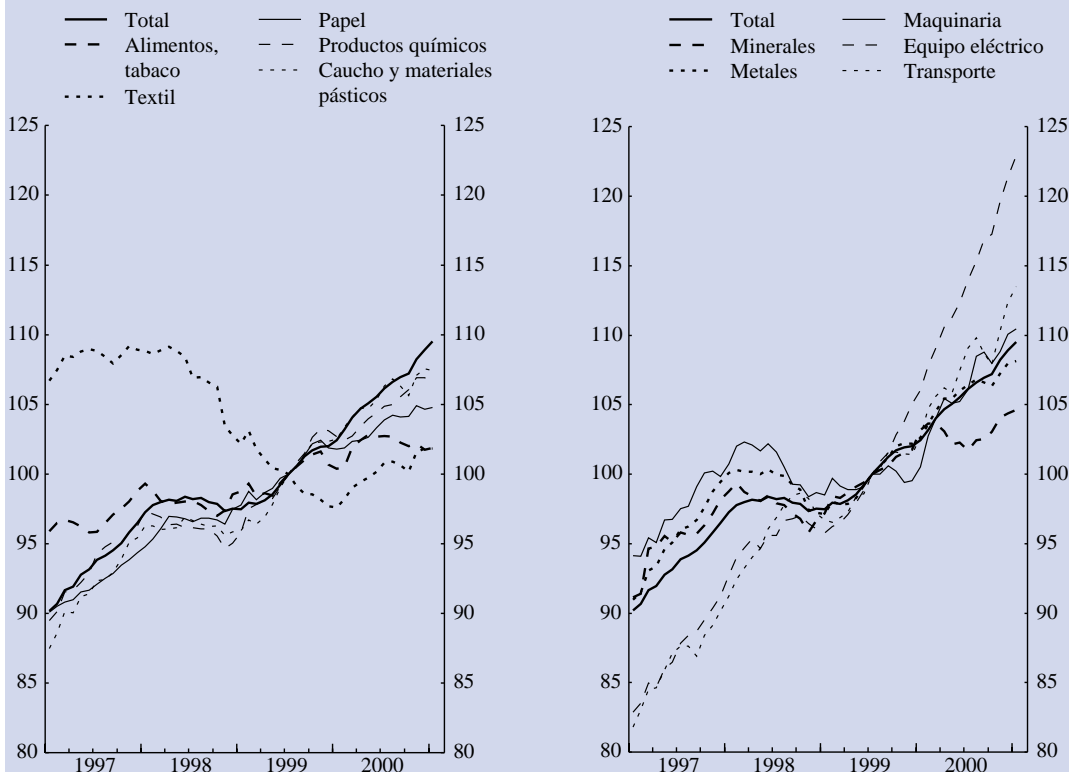
El repunte de la producción manufacturera entre los años 1999 y 2000 fue bastante generalizado. No obstante, se observaron claras diferencias entre los distintos sectores en cuanto a la magnitud del repunte y el nivel de crecimiento al que este se produjo (véase cuadro). Por ejemplo, el crecimiento en los sectores productores de textiles y cuero siguió siendo en conjunto negativo en el año 2000, pero en el caso de los textiles, se produjo un fuerte crecimiento de 6 puntos porcentuales en comparación con 1999. Por el contrario, en otros sectores como los

de maquinaria y equipo eléctrico, el crecimiento de la producción aumentó en 8 y 9,5 puntos porcentuales respectivamente, pero solo en el caso del equipo eléctrico la tasa de crecimiento del 2000 se situó claramente por encima de la media (un 13,8% en comparación con el 6% de la industria manufacturera en su conjunto). El crecimiento en los sectores de metales básicos y productos metálicos, así como en la producción de caucho y materias plásticas fue de alrededor del 6% en el 2000, porcentaje que se correspondía con el nivel medio de crecimiento de las manufacturas, mientras que, en comparación con 1999, el crecimiento era más limitado. Los sectores productores de alimentos, bebidas y tabaco, así como los de papel, constituyeron una excepción, ya que su tasa de crecimiento fue, en el año 2000, menor que en 1999.

La pauta de crecimiento durante los primeros meses del 2001 fue muy similar a la del año 2000. En particular, se aprecia que el crecimiento relativamente vigoroso de la producción manufacturera proviene, en gran medida, de los sectores que registraron un alto crecimiento durante el 2000. Por ejemplo, la producción de los sectores de equipo eléctrico y óptico, material de transporte, maquinaria y equipo mecánico continuó registrando altas tasas de crecimiento (con tasas medias de crecimiento interanuales en enero y febrero del 2001, del 15%, 8,5% y 7%, respectivamente). Estos sectores representan algo más del 30% de la producción manufacturera total, y el aumento de su producción compensó con creces el crecimiento mucho menor de otras actividades, como la producción de alimentos, bebidas y tabaco, que registraron un tasa media de crecimiento interanual del 1% en los primeros dos meses del 2001, o como las de productos minerales no metálicos, cuya tasa de crecimiento media fue de solo el 0,5% interanual en los primeros dos meses del presente año. En otros sectores, como los de metales básicos y productos metálicos, así como la producción de caucho y materias plásticas, que representan en conjunto casi el 20% de la producción manufacturera total, la tasa de crecimiento media en los dos primeros meses del 2001 fue del 4,5% y el 3%, respectivamente. Considerando la evolución intermensual, solo los sectores productores de alimentos y bebidas mostraron una clara tendencia hacia una reducción de la actividad en el periodo que finaliza en febrero del 2001. En el caso de la industria química, el caucho y materias plásticas

Sector manufacturero de la zona del euro

(índice II 1999=100; medias móviles centradas de tres meses; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Véase más información en el cuadro que figura en este recuadro.

y la producción de papel, los indicios de una menor actividad son más recientes y no están todavía muy claros en la coyuntura actual. (Véanse en el gráfico los índices de producción desestacionalizados de los sectores más importantes).

En conjunto, parece que el fuerte crecimiento de la producción manufacturera durante los meses transcurridos hasta febrero del 2001 puede atribuirse fundamentalmente al elevado ritmo de crecimiento de las industrias de bienes de capital, tales como las productoras de material de transporte, maquinaria y equipo mecánico y equipo eléctrico y óptico. Esta fortaleza se ha podido ver beneficiada por el vigoroso crecimiento de la economía en su conjunto en el 2000 y por las ganancias de competitividad derivadas de la anterior depreciación del euro y de los moderados incrementos de los precios y salarios internos. Sin embargo, el alto grado de exposición de los bienes de capital al entorno exterior frenará probablemente el crecimiento de este sector en los próximos meses. El fuerte crecimiento de las industrias de bienes de capital hasta febrero del 2001 compensó, en parte, el lento crecimiento de algunos sectores de bienes de consumo no duradero y de bienes intermedios. Estos últimos podrían haberse visto afectados por el acusado y prolongado aumento de los precios del petróleo durante el 2000, así como por las presiones de costes asociadas y por las pérdidas de ingreso real.

El crecimiento de la producción industrial se moderó en febrero del 2001

En febrero del 2001, la producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 0,6% en comparación con el mes anterior, después de haber disminuido un 1,7% en enero (véase cuadro 5). En términos de crecimiento interanual, el aumento fue del 4,2% en febrero, en comparación con el 5,5% correspondiente a enero del 2001 y con el crecimiento medio del 5,6% registrado en la segunda mitad del 2000. Cabe destacar que los efectos de base son responsables, en parte, de la disminución de la tasa de crecimiento interanual en febrero del 2001, ya que la producción aumentó considerablemente entre

enero y febrero del 2000. En conjunto, a pesar del moderado descenso observado en los dos primeros meses del 2001, el crecimiento de la producción industrial siguió siendo vigoroso y (hasta febrero del 2001) no ha reflejado la clara y prolongada disminución que sugerían las encuestas de opinión (véase gráfico 15).

El crecimiento de la producción manufacturera cayó hasta el 4,8%, en tasas interanuales en febrero del 2001, en comparación con el 6,6% registrado en el mes anterior y con la media del 6,2% observada en la segunda mitad del 2000. La desaceleración de la tasa de crecimiento de la producción manufacturera, que aún se mantiene relativamente alta,

Cuadro 5

Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1999	2000	2000	2001	2001	2000	2001	2001	2000	2000	2000	2000	2001
			Dic	Ene	Feb	Dic	Ene	Feb	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene
				Intermensuales			Medias móviles de tres meses						
Total industria, excl. construcción	2,0	5,6	8,2	5,5	4,2	1,7	-1,7	0,6	0,9	1,3	1,6	1,7	1,4
Manufacturas	2,0	6,0	9,6	6,6	4,8	1,8	-0,5	0,5	1,3	1,0	1,5	1,8	2,2
<i>Por principales destinos económicos:</i>													
Bienes intermedios	2,5	5,6	6,5	4,4	3,9	1,1	-1,2	1,1	0,8	1,2	1,5	1,4	1,3
Bienes de equipo	1,5	9,1	14,8	11,5	8,3	1,8	0,3	0,2	2,5	2,4	2,5	2,9	3,0
Bienes de consumo	1,7	2,5	5,7	3,5	2,9	0,9	-0,3	0,6	0,5	0,6	1,0	1,1	1,3
Bienes de consumo duraderos	3,1	7,5	11,9	6,6	2,7	1,6	-0,7	0,5	0,9	1,2	1,6	1,9	1,9
Bienes de consumo no duraderos	1,4	1,5	4,4	2,8	2,9	0,8	-0,2	0,6	0,4	0,5	0,9	1,0	1,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

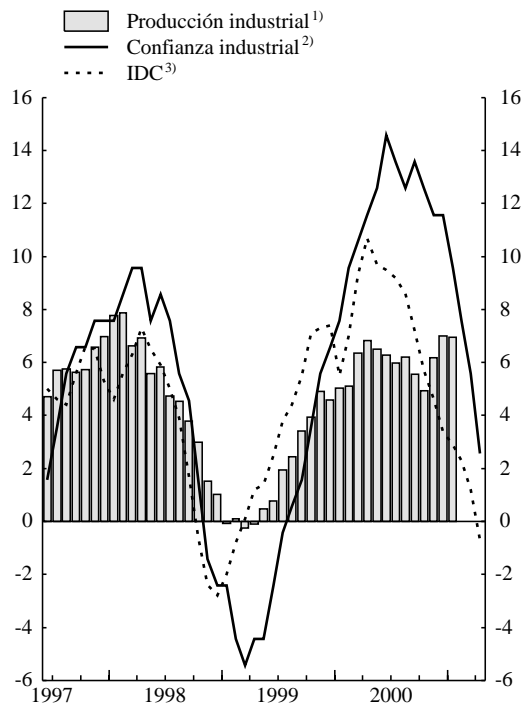
Notas: Las tasas de variación interanuales están calculadas con datos ajustados por el número de días laborables; las tasas de variación intermensuales y las medias móviles centradas de tres meses sobre la media correspondiente a los tres meses anteriores están calculadas con datos desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables.

Los datos corresponden a Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001).

Gráfico 15

Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras de la zona del euro

(datos mensuales)



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

Nota: Cuando hay datos disponibles, corresponden a Euro 12 (incluidos los periodos anteriores al 2001).

- 1) Sector manufacturero; tasas de variación interanuales de las medias móviles de tres meses; datos ajustados por el número de días laborables.
- 2) Porcentajes netos; desviaciones con respecto a la media desde enero de 1985.
- 3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50; los valores positivos indican una expansión en la actividad económica.

ha afectado a la totalidad de las actividades principales. En particular, el crecimiento interanual de las industrias de bienes intermedios y bienes de consumo, si bien ha seguido siendo positivo en febrero del 2001, se ha reducido en relación con el mes anterior, y, en el caso de los bienes intermedios, también con respecto a la tasa de crecimiento media del 2000. El sector de bienes de capital también experimentó un menor ritmo de avance que, sin embargo, continúa siendo muy elevado en febrero del 2001 (8,3% en tasas interanuales). En el recuadro 4 se describe con más detalle la evolución de la producción industrial.

Los datos de las encuestas de opinión del sector industrial siguen apuntando a una ralentización de la actividad en la primera mitad del 2001.

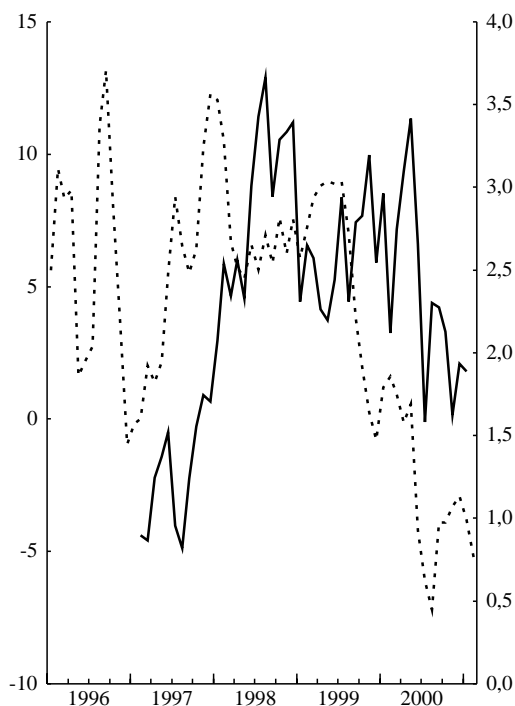
De acuerdo con los últimos datos de las encuestas de opinión de la zona del euro, la divergencia entre la confianza industrial y la de los consumidores siguió aumentando en febrero del 2001 (véase cuadro 6). Dicha divergencia corrobora la idea de que el reciente empeoramiento del entorno exterior está incidiendo principalmente a la industria, y que la evolución del sector hogares no se ve tan afectada. Según la encuesta empresarial de la Comisión Europea, la confianza industrial siguió cayendo en abril, registrando una disminución mayor que la observada en los meses anteriores. Sin embar-

Gráfico 16

Nuevas matriculaciones de automóviles y ventas del comercio al por menor en la zona del euro

(tasas de variación interanuales; medias móviles centradas de tres meses)

- Nuevas matriculaciones de automóviles (escala izquierda)
- Ventas totales del comercio al por menor (escala derecha) ¹⁾



Fuentes: Eurostat y AEFA (Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles, Bruselas).

Nota: Los datos corresponden a Euro 12 (incluidos los periodos anteriores al 2001).

1) Calculadas utilizando datos desestacionalizados.

Cuadro 6

Resultados de las encuestas empresarial y del consumidor de la Comisión Europea para la zona del euro

(datos desestacionalizados)

	1998	1999	2000	2000	2000	2000	2001	2000	2000	2001	2001	2001	2001
				II	III	IV	I	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Índice de clima económico ¹⁾	2,9	0,1	1,6	0,2	-0,4	-0,9	-0,6	-0,2	0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,2
Indicador confianza consumidores ²⁾	6	8	10	11	10	8	9	7	10	10	9	9	9
Indicador confianza industrial ²⁾	6	0	12	13	14	12	8	12	12	10	8	6	3
Indicador confianza de la construcción ²⁾	2	14	22	23	23	20	19	20	19	21	18	18	18
Indicador confianza comercio minorista ²⁾	2	0	5	8	3	2	3	2	1	5	5	-1	3
Indicador de clima empresarial ³⁾	0,7	-0,1	1,3	1,4	1,4	1,3	0,8	1,2	1,2	1,0	1,0	0,6	0,4
Utiliz. de la capacidad productiva (%) ⁴⁾	82,9	81,9	83,9	83,8	84,3	84,5	84,1	-	-	84,4	-	-	83,7

Fuente: Encuestas empresarial y del consumidor de la Comisión Europea y Comisión Europea (DG ECFIN).

Nota: Los datos corresponden a Euro 12 (incluidos los periodos anteriores al 2001).

1) Tasas de variación respecto al periodo anterior.

2) Porcentajes netos; los datos se han calculado como desviaciones respecto a la media acumulada desde enero de 1985.

3) Las unidades se definen en puntos de desviación típica.

4) La encuesta se realiza en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas, es decir, la realizada al comienzo del trimestre en cuestión y la correspondiente al comienzo del trimestre siguiente. Los datos anuales son medias trimestrales.

go, a pesar de la fuerte disminución en los cuatro primeros meses del 2001, dicho índice se mantuvo por encima de su media a largo plazo. El índice de directores de compras (IDC) también continuó descendiendo en abril, por duodécimo mes consecutivo, si bien con mayor intensidad que en los meses anteriores. El nivel alcanzado por el IDC, 49,3, ha sido el más bajo de los dos últimos años, y se sitúa por debajo de 50, el umbral teórico correspondiente al crecimiento cero (véase gráfico 15). La utilización de la capacidad productiva fue, en abril del 2001, inferior a la registrada en enero, pero se mantuvo cercana al nivel muy elevado alcanzado en octubre del 2000. En conjunto, la evidencia empírica que proporcionan las encuestas sobre el sector manufacturero sigue apuntando hacia una disminución del crecimiento de la producción industrial en la primera mitad del 2001.

La confianza del consumidor siguió siendo alta en abril del 2001

En contraste con la disminución de la confianza industrial, la confianza de los consumidores permaneció en un nivel elevado en abril del 2001. Durante los cuatro primeros meses del presente año, se mantuvo muy cercana a los altos niveles registrados a mediados del 2000. Un ras-

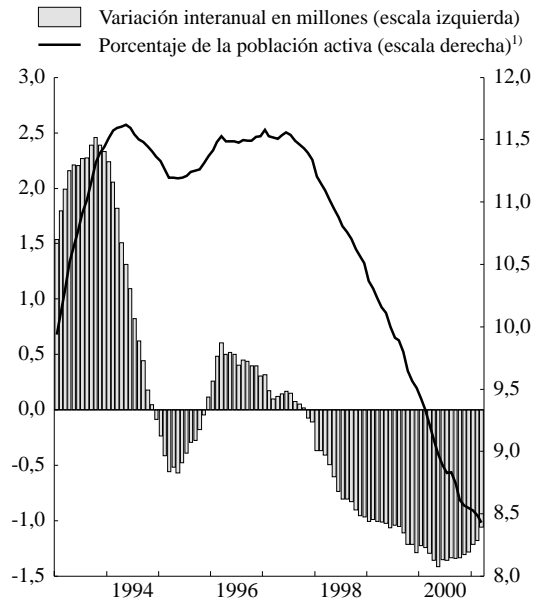
go común de la elevada confianza de los consumidores en los cuatro primeros meses del año fue el hecho de que los hogares siguieran evaluando positivamente su propia situación financiera. Varios factores pueden haber contribuido al fortalecimiento de la confianza de los consumidores, incluyendo la positiva evolución del mercado de trabajo, la disminución de los precios del petróleo y, en algunos países de la zona del euro, las reducciones de impuestos. La confianza en el sector del comercio al por menor se recuperó en abril del 2001, tras la fuerte caída registrada en el mes anterior. Este indicador ha permanecido también, en los últimos meses, considerablemente por encima de su media de largo plazo.

Los últimos datos sobre volúmenes de ventas en el comercio minorista apuntan a un aumento intermensual del 0,1% en febrero del 2001, tras el aumento del 0,5% registrado en el mes anterior. El crecimiento, en términos interanuales, fue del 1,2% en febrero del 2001, en comparación con el 2,7% registrado en enero (véase gráfico 16). El crecimiento interanual medio en los dos primeros meses del 2001 se situó en niveles muy cercanos a la tasa media de crecimiento observada en la segunda mitad del 2000, pero claramente por debajo de la media registrada en la primera mitad del año pasado (véase gráfico 16). En marzo del 2001, las matriculaciones de automó-

Gráfico 17

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; series desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos corresponden a Euro 12 (incluidos los periodos anteriores al 2001).

1) Desestacionalizado.

viles cayeron un 0,4% en tasas intermensuales y un 4,2% en tasas interanuales. En el primer trimestre del año, las matriculaciones experimentaron un descenso del 5,2% en relación con el mismo período del año anterior, si bien se mantuvieron aproximadamente estables desde el tercer trimestre del 2000.

En conjunto, el crecimiento de la zona del euro siguió siendo relativamente vigoroso, pese a algunos indicios que apuntaban a una moderación en la segunda mitad del 2000. Las encuestas de opinión sugieren que el crecimiento de la producción industrial podría registrar una cla-

ra disminución en la primera mitad del 2001. La evolución de la producción industrial, y de la producción total en general, dependerá de la importancia del deterioro del entorno exterior y del grado de sostenimiento de la demanda interna. Por el momento, los indicadores disponibles referentes al sector hogares, tales como el índice de confianza del consumidor de la Comisión Europea, parecen sugerir que el consumo privado, y con él la demanda interna, podrían mantenerse relativamente estables.

La tasa de desempleo cayó hasta el 8,4% en marzo del 2001

En marzo del 2001, la tasa de desempleo normalizada para la zona del euro cayó hasta el 8,4%, 0,1 puntos porcentuales por debajo del valor correspondiente al mes de febrero (véase cuadro 7). Esta caída se corresponde con una reducción del nivel de paro, de aproximadamente 81.000 personas, descenso claramente superior al registrado en los dos meses anteriores y similar a la tasa de disminución observada, en promedio, en el último trimestre del 2000. Conjuntamente con la publicación de las cifras de marzo, se ha revisado significativamente a la baja, en torno a 0,2 puntos porcentuales, el nivel de desempleo a partir de mediados de 1999. La estimación revisada del desempleo para febrero del 2001 presenta alrededor de 200.000 desempleados menos que en la estimación anterior. Alrededor de las tres cuartas partes de la revisión son atribuibles a la inclusión de los datos de la Encuesta 2000 sobre la población activa de la Comunidad, mientras que el resto puede deberse al cambio de la metodología utilizada por Eurostat para estimar los agregados de la

Cuadro 7

Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

	1998	1999	2000	2000	2000	2000	2001	2000	2000	2000	2001	2001	2001
				II	III	IV	I	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar
Total	10,9	10,0	8,9	9,0	8,8	8,6	8,5	8,6	8,6	8,5	8,5	8,5	8,4
Menores de 25 años ¹⁾	21,6	19,5	17,5	17,6	17,3	16,8	16,7	16,9	16,7	16,7	16,7	16,8	16,7
De 25 o más años ²⁾	9,4	8,6	7,8	7,8	7,6	7,5	7,4	7,5	7,5	7,4	7,4	7,4	7,3

Fuente: Eurostat.

Nota: De acuerdo con las recomendaciones de la OIT. Los datos corresponden a Euro 12 (incluidos los periodos anteriores al 2001).

1) En 2000 esta categoría representaba un 23,6% del desempleo total.

2) En 2000 esta categoría representaba un 76,4% del desempleo total.

Cuadro 8

Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

	1998	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
				I	II	III	IV	I	II	III	IV	Tasas intertrimestrales ¹⁾
Total de la economía	1,6	1,6	2,0	1,8	2,0	2,0	2,1	0,5	0,5	0,5	0,6	
Agricultura y pesca ²⁾	-1,3	-3,0	-1,2	-1,3	-1,6	-1,3	-0,4	0,2	-0,5	-0,3	0,2	
Industria	1,0	0,4	0,9	0,8	0,8	1,0	1,1	0,1	0,2	0,4	0,4	
Excluida construcción ³⁾	1,2	0,3	0,7	0,1	0,7	0,9	1,0	0,1	0,3	0,3	0,3	
Construcción	0,4	0,8	1,4	2,3	0,8	1,1	1,6	0,2	-0,2	0,6	0,9	
Servicios ⁴⁾	2,1	2,5	2,7	2,5	2,8	2,7	2,8	0,7	0,7	0,6	0,7	
Comercio y transporte ⁵⁾	1,6	2,2	2,6	2,6	2,8	2,4	2,4	0,6	0,5	0,6	0,7	
Finanzas y empresas ⁶⁾	4,9	5,3	6,1	6,1	6,4	6,1	5,7	1,6	1,6	1,2	1,2	
Administración Pública ⁷⁾	1,3	1,4	1,4	1,0	1,3	1,4	1,8	0,4	0,5	0,3	0,5	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden a Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001).

1) Tasas intertrimestrales: variación con respecto al trimestre anterior.

2) Incluye también caza y silvicultura.

3) Incluye minería, industrias extractivas, manufacturas, electricidad, gas y agua.

4) Excluye entidades y organismos extraterritoriales.

5) Incluye también reparaciones, comunicaciones, hoteles y restaurantes.

6) Incluye también servicios inmobiliarios y de alquiler.

7) Incluye también educación, salud y otros servicios.

zona del euro, que corrige el sesgo del enfoque anterior hacia la sobreestimación. Estas revisiones no modifican el cuadro global de una rápida disminución de la tasa de desempleo de la zona del euro durante el año 2000 y confirman que el desempleo ha seguido cayendo en los últimos meses, aunque a un ritmo algo menor que en los últimos años (véase gráfico 17).

El panorama que ofrece el desglose por edades se ve prácticamente inalterado por esta revisión, aunque ha disminuido el desempleo estimado en los dos grandes grupos de edad, entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales, a partir de la segunda mitad de 1999. La tasa de desempleo de los menores de 25 años se situó en el 16,7% en marzo del 2001, es decir, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la cifra de febrero, reanudando una lenta disminución tras dos meses consecutivos de pequeños aumentos en el número de jóvenes desempleados. La tasa de desempleo de los mayores de 25 años cayó también en 0,1 puntos porcentuales en marzo, hasta el 7,3%, lo que

se corresponde con una caída del número de desempleados de alrededor de 70.000 personas, similar a la registrada en febrero, y en línea con el ritmo de disminución observado en la segunda mitad del 2000.

Vigoroso crecimiento del empleo en el cuarto trimestre del 2000

El crecimiento del empleo en la zona del euro, basado en datos de las cuentas nacionales del SEC95, se estima en un 0,6% en el cuarto trimestre del 2000 (véase cuadro 8). Esta tasa de crecimiento supera ligeramente a la registrada en el trimestre anterior, tasa que fue revisada a la baja en 0,1 puntos porcentuales hasta situarse en el 0,5%. En términos anuales, el crecimiento del empleo alcanzó el 2,1% en el último trimestre del año, lo que indica una continuidad del dinamismo que caracterizó la evolución del empleo en la segunda mitad del 2000. Este comportamiento resulta coherente con la evidencia empírica pasada, que indica que el

crecimiento del empleo experimenta retardos respecto de la evolución de la actividad económica. Para el conjunto del año, la creación neta de puestos de trabajo fue del 2%, cifra claramente mayor que la correspondiente a los dos años anteriores.

El fuerte crecimiento del empleo en el cuarto trimestre del 2000 se manifestó en todos los sectores. El avance del empleo industrial confirmaba su crecimiento firme a lo largo del año, desde el 0,1% al 0,4% en términos trimestrales, lo que representa un incremento medio anual del 0,9%. Por su parte, el empleo en el sector servicios mantuvo una vigorosa tasa de

crecimiento intertrimestral del 0,7%, creciendo un 2,7% en el conjunto del año 2000. En lo que se refiere a la evolución en el año 2001, las expectativas de empleo apuntadas en las encuestas de opinión siguen mostrando unas perspectivas positivas. Los datos del índice de directores de compras, que abarcan hasta mayo del 2001, señalan una continuidad en el proceso de creación de empleo en los servicios, si bien a un ritmo algo inferior al del año anterior. No obstante, las expectativas de empleo para el sector industrial que presenta en abril la encuesta empresarial de la Comisión Europea sugieren una ralentización más marcada de la creación de empleo.

4 Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos

Los principales tipos de cambio se mantuvieron bastante estables en abril y en los primeros días de mayo

Pese a que continuó la incertidumbre con respecto a las perspectivas de la economía mundial, y tras un período de apreciación general del dólar de Estados Unidos en marzo, en abril y en los primeros días de mayo los mercados de divisas se mantuvieron relativamente estables.

Frente al dólar, el euro fluctuó dentro de una banda relativamente estrecha y, al final del período de referencia, se situaba prácticamente al mismo nivel que a primeros de abril (véase gráfico 18). Un factor que parece haber propiciado la apreciación temporal del euro en la segunda quincena de abril fue la decisión de la Reserva Federal de recortar los tipos de interés en 50 puntos básicos el 18 de abril, lo que hizo que los tipos de interés de Estados Unidos descendieran por debajo de los niveles vigentes en la zona del euro por vez primera desde la introducción de la moneda única. Además, se han revisado las previsiones realizadas por los principales organismos internacionales en el sentido de que la economía de la zona del euro crecería a un ritmo más rápido que la estadounidense también en el año 2002, lo que puede haber concienciado en mayor medida a los participantes en los mercados respecto a las diferen-

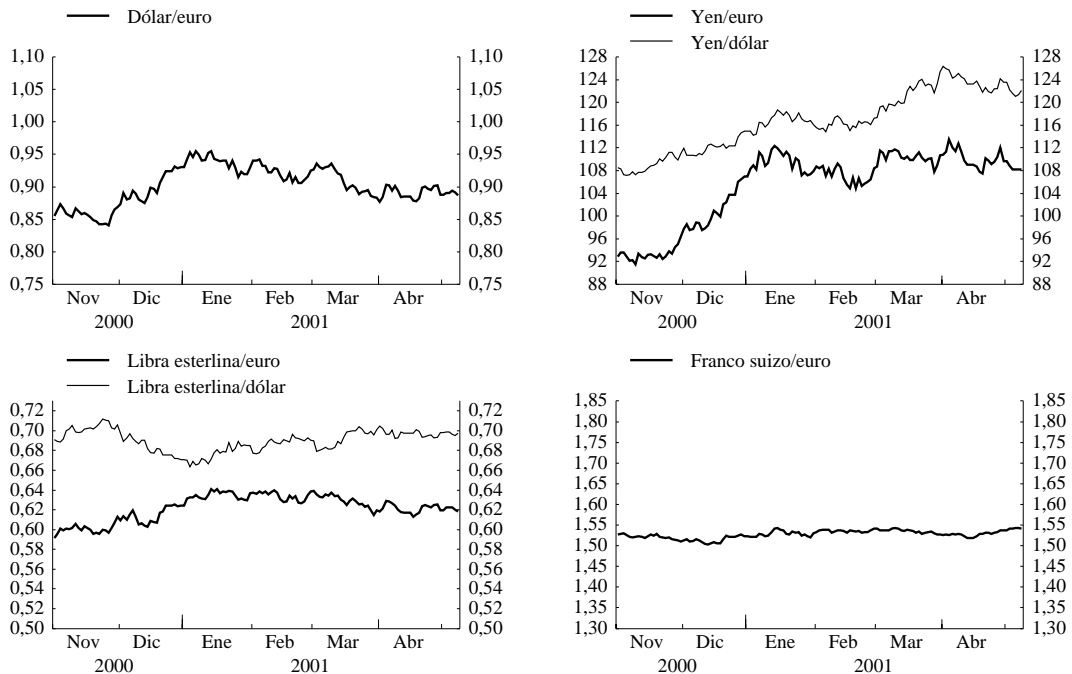
cias entre la zona del euro y Estados Unidos en lo que se refiere a las variables económicas fundamentales a medio plazo. A primeros de mayo, el euro se estabilizó tras publicarse datos que mostraban una estimación preliminar del crecimiento del PIB en Estados Unidos mayor de lo prevista en el primer trimestre del 2001, de lo que se desprende que la desaceleración de la economía estadounidense podría ser menos acusada de lo previsto. El 8 de mayo el euro cotizaba a 0,89 dólares, un 3,4% por debajo del nivel medio registrado en el año 2000.

Frente al yen japonés, y tras un período de notable inestabilidad en marzo, el euro fluctuó dentro de una banda relativamente estrecha, depreciándose ligeramente a partir de finales de abril, en consonancia con la evolución del tipo de cambio entre el dólar y el yen. La apreciación de este último se produjo, principalmente, tras el repunte de los mercados bursátiles japoneses y quizá refleje la percepción de que se puedan adoptar medidas importantes para poner en marcha reformas estructurales. Entre tanto, los datos económicos publicados en Japón siguieron apuntando a un descenso de la actividad industrial y a la presencia de tendencias deflacionistas generales. El 8 de mayo, el euro cotizaba a 108,8 yenes, un 8,6% por encima del nivel medio observado en el año 2000.

Gráfico 18

Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

En abril y en los primeros días de mayo el euro siguió fluctuando dentro de una banda estrecha frente a la libra esterlina que, a su vez, se estabilizó frente al dólar tras una ligera depreciación en marzo. Los indicios de una mejora de la situación presupuestaria, por una parte, y, por otra, la publicación de datos negativos que apuntan a una desaceleración de la economía británica más acusada de lo previsto en el primer trimestre del 2001, podrían haber contribuido a la inercia general que han mostrado las cotizaciones de la libra. El 8 de mayo el euro cotizaba a 0,62 libras, un 1,7% por encima del nivel medio registrado en el año 2000. Además, la proximidad de las elecciones en el Reino Unido no parece haber afectado sensiblemente a la libra.

En cuanto a las monedas que integran el MTC II, en abril y en los primeros días de mayo, la corona danesa continuó fluctuando dentro de una banda estrecha en torno a su paridad central frente al euro (véase gráfico 19). Con respecto a otras monedas europeas, el euro se apreció en abril y a primeros de mayo frente al franco suizo, posiblemente como consecuencia de la decisión del Banco Nacional de Suiza de reducir la banda que utiliza como objetivo para el tipo LIBOR a tres meses.

En términos efectivos nominales, es decir, medida frente a las monedas de los países más importantes con los que comercia la zona del euro, la estabilidad bilateral general del euro significa que el índice del tipo de cambio efectivo se mantuvo también estable en un nivel cercano al promedio registrado en lo que va de año (véase gráfico 20). El 8 de mayo, el índice del tipo de cambio efectivo del euro se situaba un 1,5% por encima del nivel medio observado en el año 2000. Los índices del tipo de cambio efectivo de la moneda única, deflactados por el IPC, el IPP y los costes laborales unitarios del sector manufacturero siguieron una trayectoria paralela a la del tipo de cambio nominal.

Superávit por cuenta corriente en febrero del 2001

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit de 2,1 mm de euros en febrero del presente año frente al déficit de 1,1 mm de euros contabilizado en febrero del 2000. Este resultado se debió principalmente a un incremento del superávit de la balanza de bienes (de 2,2 mm de euros en febrero del 2000 a

3,3 mm de euros en febrero del 2001), conjugado con un cambio de signo de la balanza de rentas (que pasó de un déficit de 1 mm de euros a un superávit de 0,5 mm de euros) y con un ligero descenso del déficit de la balanza de servicios (de 1,8 mm a 1,1 mm de euros). Al mismo tiempo, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se mantuvo prácticamente sin cambios (véase cuadro 9).

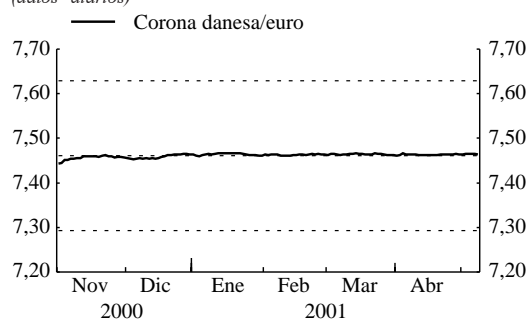
El déficit acumulado por cuenta corriente en enero y febrero del presente año se situó en 6,5 mm de euros, en comparación con un déficit de 11,5 mm de euros en el mismo período del año 2000. Ello se debió al cambio de signo experimentado por la balanza de transferencias corrientes, que pasó de un déficit de 1,5 mm de euros a un superávit de 1,8 mm de euros (principalmente, como consecuencia del superávit de 2,5 mm de euros registrado en enero del 2001) y por la balanza de bienes que pasó de un déficit de 0,2 mm de euros a un superávit de 1,4 mm de euros.

El cambio de signo del saldo acumulado de la balanza de bienes en los dos primeros meses del presente año en comparación con el mismo período del año anterior tiene su origen en el hecho de que, durante este período, las exportaciones en términos nominales crecieron a un ritmo relativamente más vigoroso (18,7%) que las importaciones (17,5%). En parte, ello parece ser el resultado de las presiones a la baja sobre el crecimiento de los precios de las im-

Gráfico 19

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

(datos diarios)



Fuente: BCE.

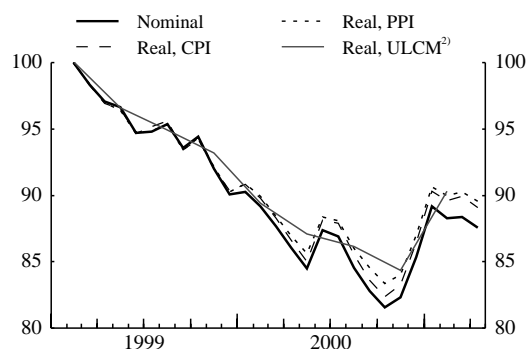
Nota: Las líneas horizontales indican la paridad central (corona danesa, 7,46) y las bandas de fluctuación ($\pm 2,25\%$ para la corona danesa).

Gráfico 20

Tipos de cambio efectivos del euro

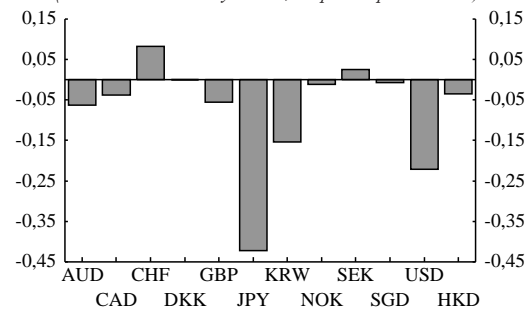
TCE nominal y real¹⁾

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



Contribución a las variaciones de los TCE nominales³⁾

(10 abril 2001 - 8 mayo 2001; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

- 1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro. Las observaciones más recientes corresponden a abril del 2001 y, para los TCE basados en los CLUM, al primer trimestre del 2001.
- 2) Costes laborales unitarios del sector manufacturero.
- 3) Las variaciones se calculan aplicando las ponderaciones del comercio exterior frente a los 12 principales socios comerciales.

portaciones como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo y de la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro durante el último trimestre del 2000, a las que siguió una estabilización general.

La mejora de la balanza de bienes también es atribuible, en parte, a la respuesta retardada de las exportaciones en términos reales a los aumentos de competitividad resultantes de la anterior depreciación del euro. Los datos desestacionalizados de volúmenes y precios de exportación e importación, que ya están disponibles para todo el año 2000, indican que la mayor parte del crecimiento de las exportaciones en términos nominales de Euro II se debió a

un incremento de las mismas en términos reales (14,1% durante el año 2000, frente al 7,1% registrado por las importaciones). Sin embargo, el crecimiento de las importaciones en términos nominales tuvo su origen principalmente

en un incremento de sus precios (20,6% en el año 2000, frente al 8,8% que aumentaron los precios de las exportaciones), como consecuencia de la depreciación del euro y del alza de los precios del petróleo.

Cuadro 9

Balanza de pagos de Euro 12

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	2000 Ene-Feb	2000 Feb	2001 Ene-Feb	2000 Dic	2001 Ene	2001 Feb
Cuenta corriente	-11,5	-1,1	-6,5	-9,9	-8,5	2,1
Ingresos	228,1	116,2	271,2	146,2	138,2	133,0
Pagos	239,7	117,3	277,7	156,1	146,8	130,9
Bienes	-0,2	2,2	1,4	-0,4	-1,9	3,3
Exportaciones	135,6	71,9	161,0	86,5	79,4	81,5
Importaciones	135,8	69,7	159,6	86,8	81,3	78,3
Servicios	-3,6	-1,8	-3,6	-3,5	-2,5	-1,1
Exportaciones	38,2	19,3	42,1	26,0	21,2	20,9
Importaciones	41,9	21,2	45,7	29,5	23,7	22,0
Rentas	-6,2	-1,0	-6,2	-0,1	-6,7	0,5
Transferencias corrientes	-1,5	-0,4	1,8	-6,0	2,5	-0,6
Cuenta de capital	2,4	0,9	3,0	1,8	1,4	1,6
Cuenta financiera	.	.	-2,6	.	-4,7	2,1
Inversiones directas	146,4	145,9	-5,2	-31,3	-4,5	-0,8
En el extranjero	-27,4	-20,1	-30,1	-19,9	-13,0	-17,1
Acciones y participaciones de capital y reinversión de beneficios	-20,4	-13,6	-16,7	-19,8	-9,0	-7,7
Otro capital, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	-7,1	-6,5	-13,4	-0,1	-4,0	-9,5
Otro capital, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	173,8	166,1	24,9	-11,4	8,5	16,4
En la zona del euro	166,5	159,1	20,0	-51,6	6,2	13,9
Acciones y participaciones de capital y reinversión de beneficios	7,4	7,0	4,8	40,2	2,3	2,5
Otro capital, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	-155,9	-152	-44,5	8,9	-45,5	0,9
Otro capital, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	-176,3	-161	-17,4	-7,8	-19,9	2,5
Inversiones de cartera	-90,4	-68,6	-28,8	-32,4	-17,8	-11,0
Acciones y participaciones	-86,0	-92,7	11,4	24,6	-2,1	13,5
Activos	20,4	9,6	-27,2	16,7	-25,6	-1,6
Pasivos	-17,7	-17,1	-34,9	5,6	-16,5	-18,3
Valores distintos de acciones	38,1	26,7	7,7	11,1	-9,1	16,8
Activos						
Pasivos						
Pro memoria:						
Inversión neta total directa y de cartera	-9,5	-5,8	-49,8	-22,4	-50,0	0,2
Derivados financieros	1,1	1,9	-6,0	-4,2	-5,1	-1,0
Otras inversiones	30,0	1,4	44,7	18,3	47,9	-3,2
Activos de reserva	.	.	8,5	.	2,4	6,1
Errores y omisiones	.	.	6,1	.	11,9	-5,7

Fuente: BCE.

Notas: Pueden producirse discrepancias, debidas al redondeo. En la cuenta financiera, un signo positivo indica un flujo de entrada; un signo negativo, un flujo de salida. En los activos de reserva, un signo negativo indica un aumento; un signo positivo, una disminución. En las páginas «Datos anteriores de indicadores económicos de la zona del euro más Grecia» de la sección de «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín Mensual del BCE y en la dirección del BCE en Internet, se presentan cuadros más detallados de la balanza de pagos de Euro 12.

Las cuentas de inversiones directas y de cartera se aproximan al equilibrio en febrero del 2001

En cifras netas, las inversiones totales directas y de cartera alcanzaron prácticamente el equilibrio en febrero del 2001, en acusado contraste con las salidas netas de inversiones directas y, sobre todo, de cartera registradas en enero, que ascendieron en total a 50 mm de euros (véase cuadro 9).

Las salidas netas de inversiones directas totalizaron 0,8 mm de euros en febrero de este año, en comparación con los 4,5 mm de euros registrados en enero y con los 31,3 mm de euros de diciembre del 2000. Este descenso guarda relación con los niveles relativamente altos de inversión extranjera directa en la zona del euro, observados en febrero (16,4 mm de euros frente a 8,5 mm de euros enero). Las inversiones directas en el extranjero, realizadas por residentes en la zona del euro ascendieron a 17,1 mm de euros en febrero (13 mm de euros en

enero); de este total, más de la mitad (9,5 mm de euros), corresponde a la partida «otro capital», que se compone principalmente de préstamos entre empresas relacionadas.

Las inversiones de cartera registraron entradas netas de 0,9 mm de euros en febrero del 2001, en comparación con unas salidas netas de 45,5 mm de euros en enero y unas entradas netas de 8,9 mm de euros en diciembre del 2000. Tras contabilizar unas salidas netas extraordinariamente altas en enero del 2001, que parecen atribuibles a factores transitorios, en febrero se observan unas cifras más en consonancia con la tendencia de las inversiones de cartera a registrar entradas o salidas netas relativamente pequeñas, percibida desde septiembre del año 2000. Cabe señalar que, en febrero del presente año, se produjeron también entradas netas de acciones y participaciones (2,5 mm de euros) por primera vez desde agosto del 2000, como consecuencia, principalmente, del descenso de las inversiones en el extranjero por parte de los residentes en la zona del euro.

Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario

El objetivo fundamental de la política monetaria del BCE es el mantenimiento de la estabilidad de precios. El BCE organiza su análisis de la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios en el contexto de dos pilares. De conformidad con el primer pilar, el dinero desempeña un papel destacado, lo que implica un análisis en profundidad del contenido informativo de los agregados monetarios relevantes para la política monetaria. Dicho papel se señala mediante el anuncio de un valor de referencia para el crecimiento del agregado monetario amplio M3. Conforme al segundo pilar, se analiza un conjunto de otros indicadores económicos y financieros relevantes para la evolución futura de los precios. Ambos pilares se complementan mutuamente y permiten una sólida evaluación, basada en una amplia gama de indicadores, de los riesgos que amenazan a la futura estabilidad de los precios.

El presente artículo se centra en el primer pilar. Según la evidencia empírica disponible para la zona del euro, el agregado monetario amplio M3 mantiene una relación estable con el nivel de precios y reúne las características de un buen indicador adelantado de la inflación futura. Estas propiedades empíricas son condiciones previas, tanto para un análisis monetario significativo, como para que el contenido informativo del dinero sea adecuado a efectos de la política monetaria. Basándose en las propiedades empíricas, todo análisis monetario integral ha de adoptar una perspectiva amplia. En este sentido, para lograr una evaluación adecuada de la evolución monetaria y de sus repercusiones en los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, es necesario complementar los instrumentos econométricos con el buen juicio de los expertos. El presente artículo estudia diversos instrumentos que pueden servir de base para el análisis monetario.

I Introducción

La afirmación de que la inflación es un fenómeno monetario a largo plazo constituye uno de los principios centrales de la teoría económica. Por lo tanto, independientemente de la estrategia de política monetaria que adopten, la mayoría de los principales bancos centrales del mundo conceden importancia al análisis monetario¹. Existe un consenso generalizado respecto de que un análisis de la vertiente monetaria de la economía puede proporcionar información relevante para adoptar decisiones de política monetaria encaminadas a mantener la estabilidad de precios. Esto se debe a la estrecha relación existente entre el crecimiento monetario y la inflación en horizontes temporales más largos, relación que se ha demostrado para un amplio y variado conjunto de países.

La evidencia empírica disponible para la zona del euro revela también una relación estrecha entre crecimiento monetario e inflación, que es la base del papel destacado que la estrategia de política monetaria del BCE atribuye explícitamente al dinero², y que se refleja en el anuncio de un valor de referencia cuantitativo para la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio M3. El Consejo de Gobierno del BCE

fijó dicho valor de referencia en el 4,5% en diciembre de 1998, confirmándolo posteriormente en diciembre de 1999 y en diciembre del 2000. Este valor se ha obtenido basándose en la definición de estabilidad de precios del BCE [incrementos del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro inferiores al 2% anual], en un supuesto de crecimiento tendencial del producto potencial (del 2% al 2,5%) y en un supuesto sobre la disminución tendencial de la velocidad de M3 (del 0,5% al 1%). Esta definición presupone que las desviaciones sustanciales o prolongadas del crecimiento monetario respecto del valor de referencia del 4,5% habrían de considerarse normalmente como una señal de la existencia de riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

¹ Véanse en la dirección del BCE en Internet los documentos presentados en el «Seminar on monetary analysis: Tools and applications» del BCE, de noviembre del 2000.

² Véanse los artículos titulados «Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema» en el Boletín Mensual de febrero de 1999, y «Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE» en el Boletín Mensual de noviembre del 2000.

Si bien la evaluación de la situación monetaria de la zona del euro se centra en el valor de referencia, el primer pilar va más allá de una simple comparación entre el crecimiento efectivo de M3 y dicho valor. Por ejemplo, las desviaciones pequeñas o a corto plazo respecto del valor de referencia no necesariamente indican la existencia de riesgos para la estabilidad de precios. Además, después de un período prolongado en el que el crecimiento monetario haya superado el valor de referencia o no haya llegado a él, el crecimiento de M3 puede ser, temporalmente, menor o mayor que este, sin que ello sea necesariamente motivo de preocupación. Por otra parte, a veces, los datos monetarios pueden verse sujetos a influencias especiales que reducen temporalmente su contenido informativo respecto de la evolución futura de los precios. Por estas razones, siempre es necesario analizar atentamente la dinámica de la evolución monetaria y determinar las causas de las desviaciones del crecimiento de M3 respecto del valor de referencia, con objeto de evaluar los riesgos que amenazan a la estabilidad de precios por la vertiente monetaria.

El análisis monetario ha de basarse en un conjunto amplio de indicadores. La comparación entre el crecimiento de M3 y el valor de referencia debe complementarse con una evaluación detallada basada en modelos econométricos y en el balance consolidado de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) y con un conocimiento económico e institucional. Para explicar la evolución monetaria y evaluar sus repercusiones, puede uti-

lizarse un conjunto de técnicas e instrumentos analíticos diferentes. En primer lugar, con ayuda de modelos de demanda de dinero se puede analizar el crecimiento del agregado monetario amplio M3 (véase sección 2). En segundo lugar, para analizar el contenido informativo de M3 de cara a la futura evolución de los precios, además del crecimiento del agregado monetario, pueden emplearse diversos indicadores que permiten evaluar la situación de liquidez de la economía (véase sección 3). En tercer lugar, será igualmente necesario un análisis atento de los componentes y las contrapartidas de M3 (véase sección 4). Por último, el análisis monetario a medio plazo puede acompañarse de análisis a corto plazo, con objeto de detectar, a su debido tiempo, los cambios en la dinámica de los agregados monetarios, así como identificar factores especiales que influyen en M3, pero que no afectan a la evolución de los precios (véase sección 5).

La utilización de un abanico de instrumentos complementarios permite una explicación y evaluación más completas de los riesgos que amenazan a la estabilidad de precios a la vista de la evolución monetaria. Los resultados conforme al primer pilar de la estrategia de política monetaria del BCE han de contrastarse con el análisis realizado en el contexto del segundo pilar, con objeto de llegar a una evaluación general y fiable de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. Esto es de gran importancia para un banco central, especialmente si existe incertidumbre en cuanto a la estructura de la economía.

2 Análisis de la evolución de M3 con ayuda de modelos de demanda de dinero

Un aspecto del análisis monetario consiste en identificar los factores determinantes de la evolución monetaria. El marco conceptual de la demanda de dinero constituye un instrumento muy útil en este sentido. En teoría, su objetivo es relacionar explícitamente el dinero con sus determinantes económicos. La presente sección se centra en los modelos de demanda de dinero para el agregado monetario amplio M3, ya que, en la zona del euro, M3 guarda una estrecha relación con la inflación. M3 abarca un con-

junto de pasivos relativamente líquidos (efectivo en circulación, depósitos a corto plazo e instrumentos negociables) de las IFM de la zona del euro frente a residentes en la zona que no son IFM (excluida la Administración Central).

Los modelos de demanda de dinero se expresan normalmente en términos de «saldos reales», es decir, los saldos monetarios nominales deflactados por un índice de precios. Si puede identificarse una relación estable entre los sal-

dos reales y algunas variables explicativas de su demanda, ello significa que, probablemente, exista también una relación estable a largo plazo entre los saldos monetarios nominales y los precios. En los modelos econométricos, la demanda a largo plazo de saldos monetarios reales puede expresarse como función de una *variable de escala* y una *medida de los costes de oportunidad*. Desde un punto de vista teórico, la elección de una variable de escala (por ejemplo, el consumo privado real, el PIB real, la riqueza real) depende de si el dinero se considera principalmente medio de pago o también depósito de valor. En la mayoría de los modelos empíricos para un agregado monetario amplio, la medida que se prefiere es el PIB real. El resultado general de los modelos de demanda de dinero para agregados monetarios amplios como el M3 de la zona del euro es una elasticidad renta mayor que uno, lo que significa que la demanda de saldos reales tiende a aumentar más rápidamente que el PIB real. Esto puede explicarse por el hecho de que la demanda de un agregado monetario amplio como M3 no solo depende de la renta corriente, sino también de la riqueza, que no se refleja plenamente en el producto real corriente. En otras palabras, se debe a que los agregados monetarios amplios se mantienen tanto con fines de transacción como de ahorro.

Aparte de la variable de escala, la construcción de modelos de demanda de dinero requiere también la elección de una medida adecuada de los costes de oportunidad de mantener dinero, que influyen en las decisiones de cartera del inversor. Para medir los costes de oportunidad del agregado monetario amplio M3, hay que elegir una *tasa de rendimiento propio* de M3, que representa el tipo de interés que remunera el agregado monetario M3, y la *tasa de rendimiento de los activos alternativos relevantes*.

Los tipos de interés de mercado a corto plazo se utilizan a veces como variable para aproximar la tasa de rendimiento propio de M3. Sin embargo, M3 incluye componentes que no se remuneran (efectivo en circulación) o que se remuneran a tipos de interés inferiores a los de mercado (la mayor parte de los depósitos a corto plazo). Además, la remuneración de la mayo-

ría de los componentes de M3 solo se ajusta con retardos a las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario. En este contexto, un enfoque alternativo para medir el rendimiento de M3 consiste en construir una tasa de rendimiento propio de este agregado, utilizando una media ponderada de las tasas de rendimiento de sus componentes [véase gráfico I (A) y (B)].

En cuanto a la tasa de rendimiento de los activos alternativos, desde el punto de vista teórico, deben tenerse en cuenta los rendimientos esperados de un amplio conjunto de activos. Al mismo tiempo, principalmente por razones técnicas, los modelos empíricos de demanda de dinero suelen incluir solamente un tipo de interés representativo, lo que se justifica por la observación de que los tipos de interés de los distintos activos financieros tienden a moverse en paralelo. Además, para los activos físicos, la tasa de inflación (esperada) podría considerarse una variable aproximada del rendimiento nominal esperado. Un aumento de la inflación esperada puede inducir una sustitución del dinero por activos físicos, ya que el valor real del dinero se reduce con la inflación mientras que el de los activos físicos se mantiene.

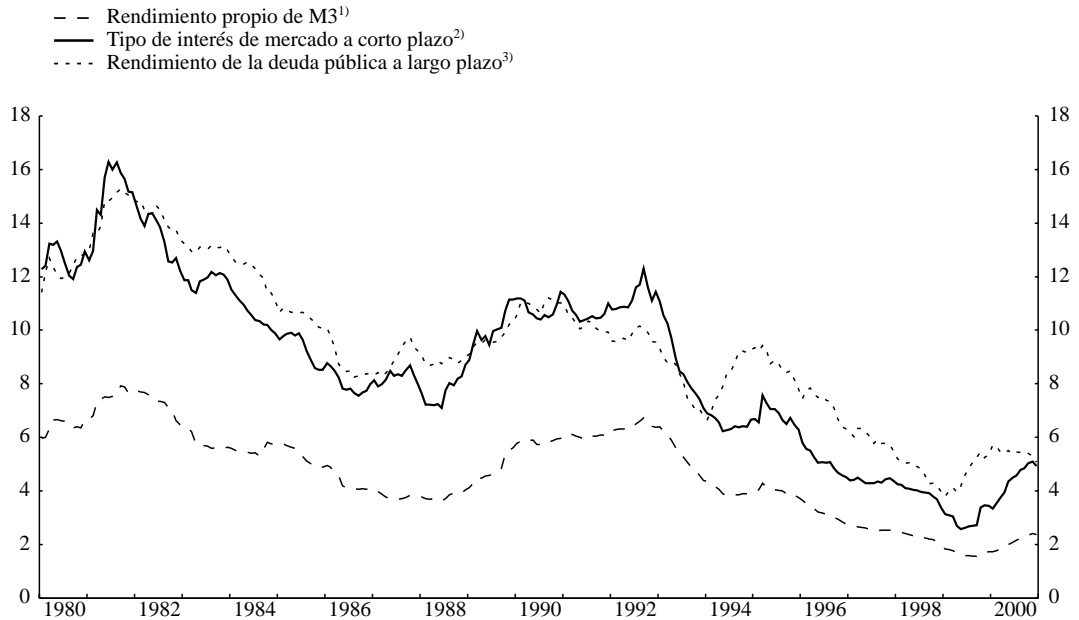
Por último, en los modelos de demanda de dinero se ha de tener en cuenta el hecho de que, por ejemplo, debido a los costes de transacción, los agentes económicos no ajustan inmediatamente sus tenencias de dinero a su demanda deseada de saldos monetarios reales a largo plazo, es decir, los agentes económicos ajustan lentamente su demanda de dinero a las variaciones de la renta y los tipos de interés. Por lo tanto, la relación entre el dinero y sus determinantes a largo plazo ha de situarse en el contexto de un marco dinámico que capte también el comportamiento del dinero a corto plazo.

Estas consideraciones constituyen una base común de los distintos modelos de demanda de dinero existentes para la zona del euro. En el recuadro I se presentan ejemplos de modelos del agregado monetario M3 elaborados por los expertos del BCE. La utilización de más de un modelo de demanda de dinero para la zona del euro contribuye a proporcionar un fundamento

Gráfico I

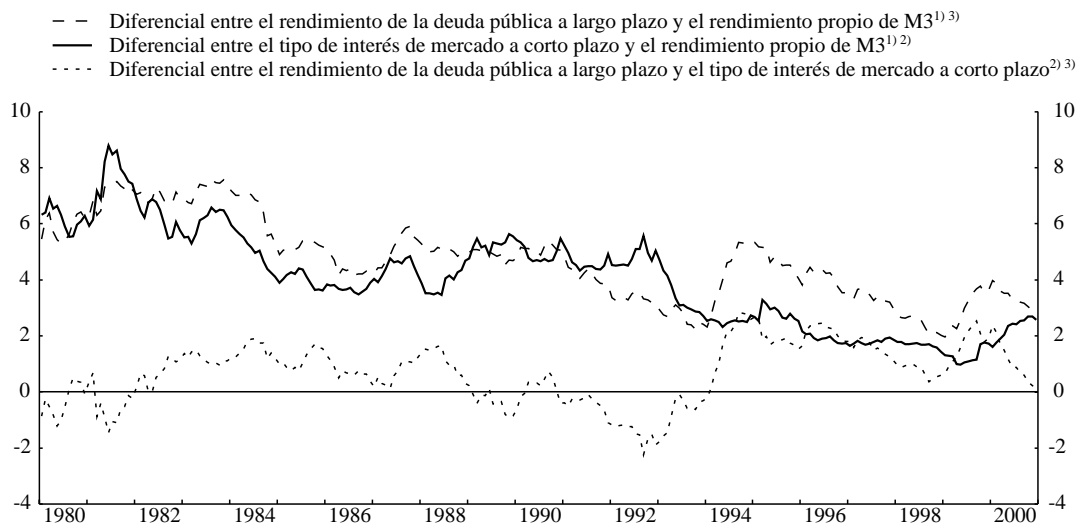
(A) Rendimiento propio de M3 y tipos de interés de mercado

(en porcentaje; datos mensuales)



(B) Medidas alternativas de los costes de oportunidad del dinero

(en puntos porcentuales; datos mensuales)



1) El rendimiento propio de M3 se calcula como media ponderada de los rendimientos de sus componentes en función de su participación en M3.

2) El tipo de interés de mercado a corto plazo se refiere a la media, para la zona del euro, de los tipos interbancarios nacionales a tres meses hasta finales de 1998, y al EURIBOR a tres meses a partir de 1999.

3) El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a la media, para la zona del euro, de los rendimientos de la deuda pública nacional a 10 años, o de su sustituto más próximo.

sólido para la evaluación de la evolución monetaria. En concreto, los modelos emplean diferentes enfoques para reflejar los costes de oportunidad de mantener efectivo.

Todos los modelos muestran evidencia empírica de la existencia de una función de demanda de dinero estable a largo plazo para la zona del euro. Como se indicó anteriormente, la estabilidad a largo plazo es una característica importante para el análisis monetario, porque solo si la relación entre el dinero y sus determinantes es estable, o al menos predecible, resulta posible identificar una tasa de crecimiento del dinero compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. En este contexto, un rasgo importante de estos modelos es que su ecuación de demanda de dinero a largo plazo es coherente con el supuesto de velocidad de circulación en que se basa el valor de referencia que asigna el BCE al crecimiento de M3. Por consiguiente, utilizando el valor de equilibrio a largo plazo del crecimiento del producto y la definición de estabilidad de precios, las ecuaciones del modelo a largo plazo llegan a un valor de equilibrio para el crecimiento de M3 de alrededor del 4,5% anual (véase recuadro 1).

Los modelos de demanda de dinero pueden utilizarse también para desagregar el crecimiento total de M3 en los determinantes de la demanda de dinero. El objetivo de dicha desagregación es mejorar el conocimiento cuantitativo de las causas que determinan la evolución monetaria, lo que puede ayudar a explicar el crecimiento monetario en curso.

La desagregación muestra en qué medida los determinantes macroeconómicos del modelo pueden explicar el crecimiento monetario actual. Por ejemplo, una elevada tasa del crecimiento monetario puede tener su origen en un fuerte incremento del PIB real, que, a su vez, puede indicar riesgos al alza para la futura estabilidad de precios. Además, un nivel bajo de los tipos de interés puede estimular también la demanda de dinero, debido a los bajos costes de oportunidad, con la posibilidad de que se produzcan riesgos al alza para la estabilidad de pre-

cios. Sin embargo, en este caso, el mayor crecimiento monetario puede también guardar relación, en parte, con simples reajustes de cartera, que no conllevarían un aumento de las presiones futuras sobre los precios. Un análisis del crecimiento monetario de estas características es importante para obtener una evaluación sólida de los riesgos, procedentes del dinero, que amenazan a la estabilidad de precios, ya que las repercusiones en la evolución de los precios varían de acuerdo con las distintas causas del crecimiento de M3.

La desagregación del crecimiento monetario en sus determinantes macroeconómicos indica también en qué medida el modelo no explica el crecimiento monetario. Por consiguiente, puede revelar información adicional contenida en los agregados monetarios, que otras variables macroeconómicas no captan. Esta parte inexplicada del crecimiento actual de M3 puede ser, o no, indicativa de la existencia de riesgos para la estabilidad de precios provenientes del dinero. Puede indicar, por ejemplo, una perturbación monetaria, como un aumento de la oferta de préstamos motivado por la aplicación de criterios de calificación menos estrictos a las IFM, que podría reflejarse en el crecimiento monetario y, probablemente, afectar a la evolución de los precios. Sin embargo, podría deberse también a factores especiales. Normalmente, un *factor especial* es una perturbación monetaria identificable que no captan las variables macroeconómicas explicativas de un modelo de demanda de dinero y que puede no tener repercusiones en la evolución de los precios. Por ejemplo, podría referirse a cambios institucionales, como un cambio en la fiscalidad que afecte a la atracción relativa de mantener saldos monetarios, o a transacciones de carácter extraordinario de gran cuantía (por ejemplo, la financiación de las ventas de licencias UMTS en Alemania en agosto y septiembre del 2000). En el mejor de los casos, un análisis institucional detallado puede aportar algunas ideas adicionales al proporcionar información relativa a acontecimientos especiales, reduciéndose, así, la parte inexplicada del crecimiento monetario.

Recuadro I

Modelos de demanda de dinero para el agregado monetario M3 de la zona del euro

Este recuadro presenta dos ejemplos de los modelos de demanda de dinero para el agregado monetario amplio M3 de la zona del euro: Brand y Cassola (Modelo 1) y Coenen y Vega (Modelo 2)¹.

En línea con la literatura empírica, estos modelos de demanda de dinero explican los saldos reales de M3 como función de una variable de escala y de las medidas del coste de oportunidad de mantener efectivo. Los modelos de demanda de dinero están relacionados, habitualmente, con los saldos monetarios reales, de acuerdo con la idea de que una variación en el nivel de precios quedará completamente reflejada, a largo plazo, en el agregado nominal. Una característica común de estos modelos es que todos ellos incluyen el PIB real como variable de escala. Sin embargo, difieren en cuanto a la variable que aproxima el coste de oportunidad incluida en sus ecuaciones de demanda de dinero a largo plazo: mientras que el Modelo 1 incluye el rendimiento de la deuda pública a largo plazo, el Modelo 2 incluye tanto la tasa de inflación como el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo y el tipo de interés de mercado a corto plazo.

En el cuadro siguiente figuran las elasticidades renta y las semielasticidades de los tipos de interés (o sus diferenciales) con respecto al agregado M3 real en las ecuaciones de demanda de dinero a largo plazo de los distintos modelos (LP y CP representan el rendimiento de la deuda pública y el tipo de interés de mercado a corto plazo, respectivamente, y indica el logaritmo natural del PIB real y π , las variaciones intertrimestrales anualizadas del nivel de precios).

Resumen de las ecuaciones de demanda de dinero a largo plazo

Modelo	y	(LP-CP)	LP	π
Modelo 1	1,34		-2,03	
Modelo 2	1,28	-0,44		-1,3

Nota: En ambos casos, la demanda de dinero se ajusta a un modelo basado en el logaritmo natural del dinero real, en el que se deflacta M3 aplicando el deflactor del PIB. Los coeficientes del cuadro se estiman utilizando datos trimestrales para el período muestral I 1980 - III 2000. Los datos de M3 se agregan aplicando los tipos de conversión irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Algunos de los coeficientes estimados que se presentan aquí difieren, en cierta medida, de los presentados en los estudios originales, debido a los cambios en el período muestral y en los procedimientos de estimación.

Ambos modelos muestran elasticidades renta por encima de uno muy similares. Una implicación de estos resultados es que el valor de referencia del 4,5% para el crecimiento de M3 puede calcularse a partir de los modelos de demanda de dinero estimados. De hecho, el valor de referencia puede obtenerse multiplicando las elasticidades renta estimadas por la tendencia a medio plazo del crecimiento del producto (entre el 2% y el 2,5%) y añadiendo la definición de estabilidad de precios formulada por el BCE (es decir, un incremento del IAPC inferior al 2%).

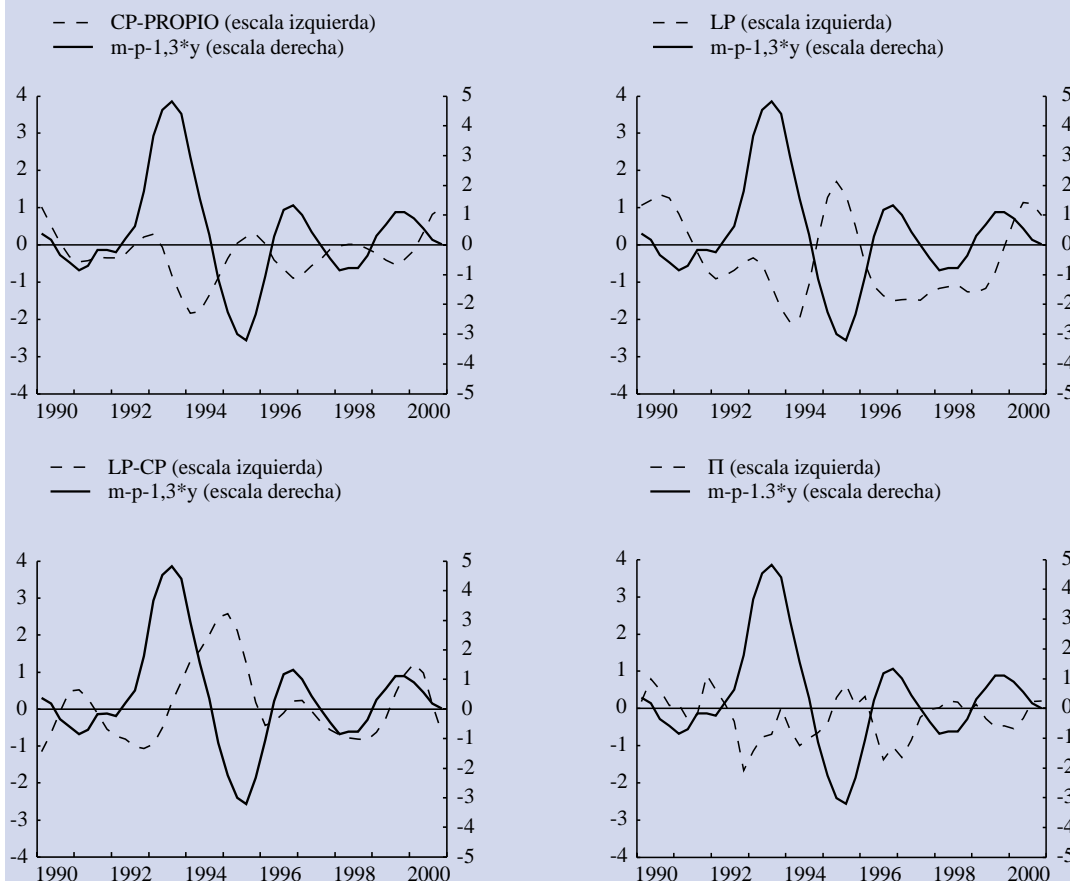
Los gráficos que figuran a continuación representan un sencillo ejemplo del efecto de las variables que aproximan el coste de oportunidad de la demanda de dinero en la zona del euro. En primer lugar, se ha calculado la diferencia entre (1) los saldos de M3 (m) y (2) la suma del nivel de precios (p) y el PIB real (y), multiplicados por la elasticidad renta de la demanda de dinero de la zona del euro (fijada en el valor medio de 1,3, sobre la base de los resultados anteriores). En el contexto de un marco convencional de demanda de dinero, cabe interpretar la variable resultante, $m - p - 1,3 \times y$, como una medida aproximada de la parte de la demanda de M3 que explican los costes de oportunidad. Así, la evolución de esta variable debería mostrar una correlación inversa con las distintas variables que aproximan el coste de oportunidad. El gráfico representa las tasas de crecimiento interanual de $m - p - 1,3 \times y$ y las diferencias interanuales de las siguientes variables: LP, (LP-CP) y π , así como al diferencial entre el tipo de interés a corto plazo y el rendimiento propio de M3 (CP-PROPIO), que, según las

¹ C. Brand y N. Cassola, «A money demand system for euro area M3», ECB Working Paper n° 39, 2000; G. Coenen y J.L. Vega, «The demand for M3 in the euro area», ECB Working Paper n° 6, 1999

investigaciones empíricas internas, parece representar una medida alternativa convincente del coste de oportunidad de tener M3. Las series se transforman a través de una media móvil de cuatro trimestres, con el fin de suavizar las variaciones a corto plazo que podrían oscurecer la relación a largo plazo entre las variables. Como muestra el gráfico, en los últimos años puede observarse una correlación razonablemente estrecha entre la evolución de $m - p - 1,3$ y y y las variaciones en las variables coste de oportunidad.

Relación inversa entre los costes de oportunidad del dinero y la demanda de M3

(diferencias anuales en puntos porcentuales; tasas de variación interanuales; datos trimestrales)



Nota: Las series se suavizan con medias móviles de cuatro trimestres.

3 Propiedades de M3 como indicador adelantado y medidas del exceso de liquidez

El dinero como indicador de la futura evolución de los precios

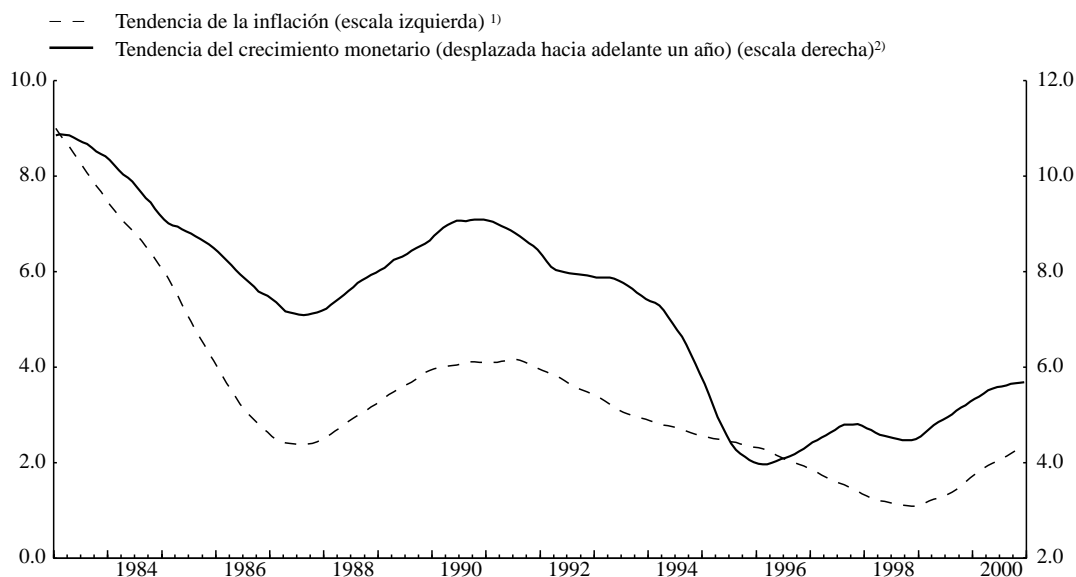
Para que el análisis monetario tenga sentido es necesario que exista una relación a largo plazo estable, o al menos predecible, entre los saldos reales y sus determinantes macroeconómicos. Además, la evolución monetaria es importante para la ejecución de la política monetaria, ya que contiene información referente a la futura evolución de los precios y a los riesgos para la estabilidad de los precios en el futuro.

Según la evidencia empírica disponible para la zona del euro, el agregado monetario amplio M3 posee propiedades convincentes como indicador adelantado de la inflación futura en un horizonte temporal de medio a largo plazo. El gráfico 2 presenta al respecto un ejemplo sencillo que muestra que, en un horizonte temporal de medio plazo, el crecimiento de M3 anticipa aproximadamente la evolución de la inflación, lo que corrobora el papel significativo que se asigna al crecimiento nominal de M3 en el contexto del primer pilar.

Gráfico 2

Tendencias del crecimiento de M3 y de la inflación

(datos mensuales)



1) Media móvil de 24 meses de la tasa de variación interanual de los precios de consumo (IPC hasta enero de 1996; IAPC a partir de entonces).

2) Media móvil de 24 meses de la tasa de variación interanual de M3 desplazada hacia adelante un año.

Medidas del exceso de liquidez

Aparte del crecimiento anual de M3, las medidas del exceso de liquidez pueden proporcionar también indicios útiles sobre la futura evolución de los precios. Estas medidas se refieren a la diferencia entre el nivel de los saldos monetarios efectivos y una estimación de los saldos monetarios de equilibrio. Aunque normalmente se denominan medidas del «exceso de liquidez», estos conceptos pueden indicar tanto excesos como déficit de liquidez. Un «exceso de liquidez» corresponde a una desviación positiva de los saldos monetarios efectivos con respecto a la estimación de los saldos monetarios de equilibrio, mientras que un «déficit de liquidez» es una desviación negativa.

Aparte de utilizarse para controlar la tasa de crecimiento interanual de M3, estas medidas resultan útiles también para un análisis monetario completo orientado al medio plazo, ya que una desviación prolongada, por exceso o por defecto, de los saldos monetarios observados con respecto a su nivel de equilibrio puede generar riesgos para la estabilidad de precios, que quizás no se aprecien en la tasa de crecimiento interanual de M3.

Un análisis en profundidad del nivel de los saldos monetarios permite tener debidamente en cuenta las desviaciones positivas o negativas del crecimiento monetario, que todavía pueden contener información sobre los riesgos que amenazan a la estabilidad de precios.

Basándose en el nivel de M3, es posible construir varias medidas del exceso de liquidez, o del déficit de liquidez, como la «brecha monetaria nominal», la «brecha monetaria real» y «el excedente monetario». Estos conceptos difieren en el cálculo de los saldos monetarios de equilibrio. Pueden depender, por ejemplo, del uso y la especificación de un modelo de demanda de dinero, de la elección de un período base y de la determinación de los valores de equilibrio³.

La medida más sencilla del exceso de liquidez es la *brecha monetaria nominal*, que se refiere al exceso de liquidez (o, en el caso de una brecha negativa, al déficit de liquidez) resultante de la desviación de los saldos monetarios nominales

3 Véase también el artículo de K. Masuch, H. Pill y C. Willeke, titulado «Framework and tools of monetary analysis» en el «Seminar on monetary analysis: Tools and applications», de noviembre del 2000, publicado en la dirección del BCE en Internet.

observados con respecto a un saldo nominal de equilibrio. La evolución de este último puede basarse, por ejemplo, en los supuestos que determinan el valor de referencia fijado por el BCE para M3, es decir, la cantidad de dinero en términos nominales compatible con la estabilidad de precios (una inflación por debajo del 2%), en el supuesto del crecimiento tendencial del producto potencial (del 2% al 2,5%) y en el supuesto de la disminución tendencial de la velocidad de M3 (del 0,5% al 1%).

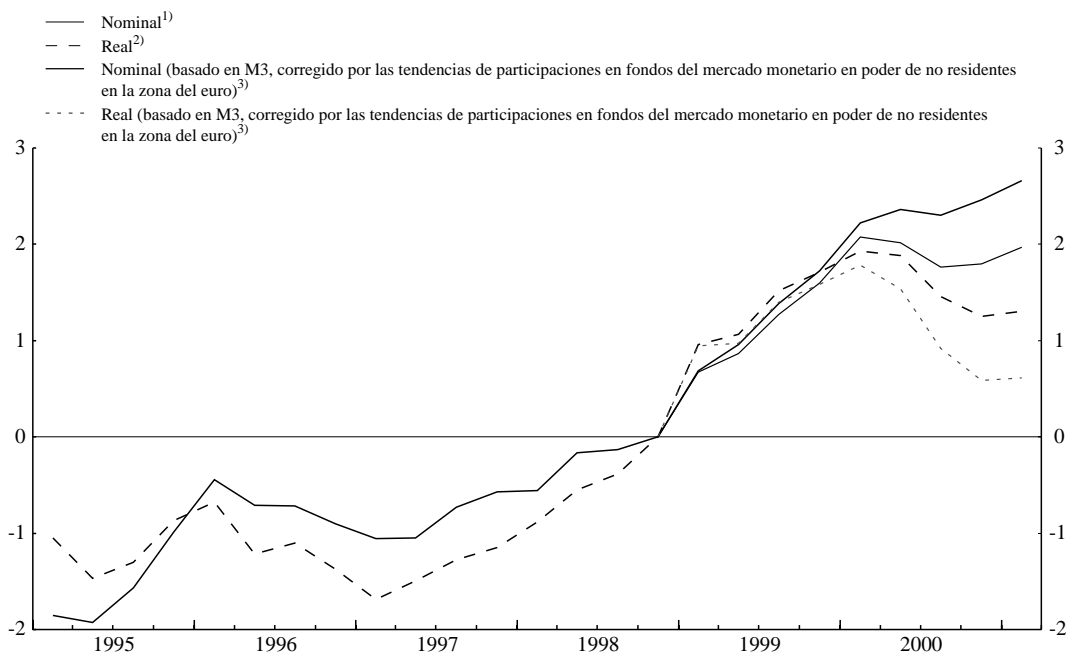
Un aspecto crucial a la hora de medir la brecha monetaria nominal es la elección de un período base, que, inevitablemente, es arbitraria. El gráfico 3 presenta la brecha monetaria nominal, eligiendo —arbitrariamente— como período base el último trimestre anterior al inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). El gráfico también tiene en cuenta la evidencia de que parte de la brecha monetaria se debe a las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario en poder de no residentes en la

zona del euro (véase recuadro 1 en la sección de «Evolución monetaria y financiera», del presente *Boletín Mensual*). Puede observarse que, en los años 1999 y 2000, se produjo una brecha monetaria nominal positiva, debido a que el crecimiento monetario sobrepasó el valor de referencia. En cierta medida, esta brecha refleja probablemente el hecho de que el crecimiento efectivo del producto en el año 2000 resultó ser mayor que el supuesto sobre el crecimiento tendencial del producto potencial en que se basa el valor de referencia. Sin embargo, parte de la brecha se debió también a que la inflación, medida por el IAPC, excedió el nivel considerado compatible con la estabilidad de precios. Como este último factor se debió principalmente a un incremento extraordinario del precio del petróleo, no toda la brecha monetaria debería interpretarse como indicio de riesgos para la futura estabilidad de precios. Además, una parte de la brecha monetaria nominal puede explicarse por el efecto de las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario en poder de no residentes

Gráfico 3

Estimaciones de la brecha monetaria nominal y real

(en porcentaje del nivel de M3 implícito en el valor de referencia del 4,5%)



- 1) La brecha monetaria nominal se calcula como la desviación del saldo efectivo de M3, sin ajustar de factores especiales ni problemas de medición, con respecto al nivel compatible con un crecimiento monetario igual al valor de referencia fijado en el 4,5%, tomando como período base el último trimestre de 1998.
- 2) La brecha monetaria real es igual a la brecha monetaria nominal menos la desviación de los precios con respecto a la definición de estabilidad de precios, calculada tomando como período base el último trimestre de 1998.
- 3) Brecha monetaria nominal y real, respectivamente, corregida por las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario en poder de no residentes en la zona del euro (véase recuadro 1 de la sección titulada «Evolución monetaria y financiera» del presente *Boletín Mensual*).

en la zona del euro sobre M3. Finalmente, existen razones para pensar que la brecha monetaria también guarda relación con factores especiales (véase recuadro 4), así como con los problemas de medición estadística que entraña la correcta identificación de las tenencias de instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones a corto plazo en la cartera de los no residentes en la zona del euro incluidas en M3, lo que ha dado lugar a una distorsión al alza del crecimiento de M3. Esto no debería interpretarse como indicativo de riesgos para la futura estabilidad de precios.

El concepto de *brecha monetaria* puede definirse también en términos reales. La *brecha monetaria real* refleja la desviación del nivel efectivo de los saldos monetarios reales con respecto a un saldo monetario real de equilibrio. Por consiguiente, la brecha monetaria real se corresponde con la brecha monetaria nominal, excepto en que no incluye las desviaciones pasadas de los precios respecto de la definición de estabilidad de precios. Cuando se elige el último trimestre de 1998 como período base, la brecha monetaria real revela también una considerable acumulación de excesos de liquidez en 1999 (véase grá-

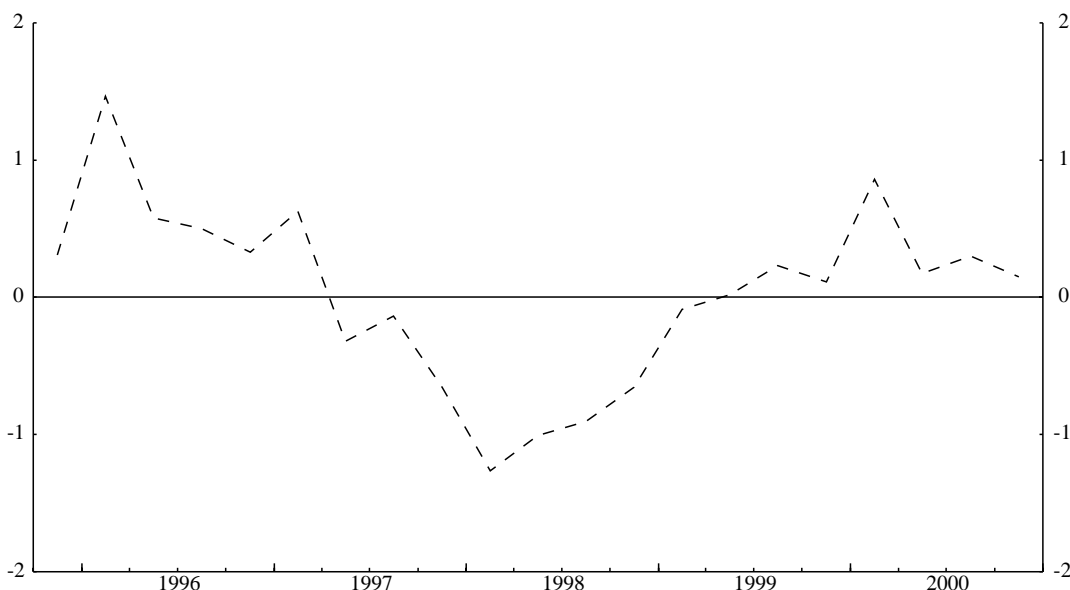
fico 3). A diferencia de la brecha monetaria nominal, la brecha monetaria real disminuyó a lo largo del 2000, debido, en parte, al hecho de que el crecimiento monetario real se vio atenuado porque la inflación sobrepasó la tasa definida como de estabilidad de precios. Al considerar las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario en poder de no residentes en la zona del euro, la brecha monetaria real se aproximó bastante a cero en el primer trimestre del 2001. Además hay que tener en cuenta también los factores especiales y los problemas de medición estadística de M3 en relación con las tenencias de instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones en las carteras de no residentes, anteriormente mencionados, así como la elección arbitraria del período base.

Otra medida del exceso de liquidez es el *excedente/déficit monetario*, que describe la desviación positiva/negativa del nivel observado de los saldos monetarios nominales con respecto al saldo de equilibrio estimado en un modelo, que se determina en función de la situación económica actual, es decir, insertando los valores corrientes de los determinantes macroeconómicos de la de-

Gráfico 4

Estimación del excedente monetario

(en porcentaje del saldo de equilibrio de M3; datos trimestrales)



Nota: La serie que aparece en el gráfico representa la media del excedente monetario, sin ajustar de factores especiales ni problemas de medición, calculado sobre la base de los dos modelos de demanda de dinero distintos en el recuadro 1.

Recuadro 2

Propiedades de los indicadores monetarios como indicador adelantado de la inflación futura

Uno de los puntos naturales de atención del análisis monetario es examinar el papel del dinero como variable indicativa de la futura evolución de los precios. Este enfoque no explica necesariamente las causas de la evolución monetaria, sino que considera exclusivamente el dinero como variable informativa tratando de evaluar y aprovechar el contenido predictivo de la inflación futura que encierran los agregados monetarios. Estudios recientes han demostrado que los agregados monetarios y crediticios contienen un gran volumen de información relevante para la evolución futura de los precios en la zona del euro, especialmente en un horizonte de medio plazo.

En un estudio realizado por Nicoletti-Altimari¹, se han examinado sistemáticamente las propiedades de indicador adelantado de una amplia gama de indicadores basados en el dinero, valorando el comportamiento predictivo de los modelos que incluyen estos indicadores en la predicción de la inflación futura en la zona del euro durante el período 1992-2000. Los indicadores monetarios contemplados en dicho estudio son los saldos de M1, M2 y M3, el crédito al sector privado y otros indicadores basados en el dinero, como la brecha monetaria real y la medida del excedente monetario (véase sección 3). El contenido predictivo de la inflación futura de los modelos que incluyen los indicadores mencionados se compara con el de los modelos que incluyen otros indicadores derivados de los mercados financieros, de las medidas de la actividad real, de los indicadores del mercado de trabajo y de las medidas de costes y precios (como los costes laborales unitarios y las tasas de crecimiento de los salarios).

El procedimiento se basó en un ejercicio de predicción extramuestral simulada (es decir, utilizando solo la información disponible previa al período que abarca la predicción) para prever la inflación en horizontes que variaban desde un trimestre hasta tres años. Las previsiones se basaban en un modelo lineal bivariante simple, que incluía la inflación pasada y el indicador elegido. El comportamiento relativo de los indicadores para horizontes temporales diferentes se evaluó comparando sus errores de predicción². Para comprobar la robustez de los resultados obtenidos, se realizó el mismo ejercicio para diferentes medidas de la inflación (IAPC, deflactor del consumo privado y deflactor del PIB) y diferentes períodos muestrales, así como con distintas especificaciones para el modelo de predicción.

Las principales conclusiones de este estudio han sido las siguientes. En primer lugar, los resultados corroboran la idea de que los agregados monetarios y crediticios contienen un gran cúmulo de información sobre la evolución futura de los precios en la zona del euro. En términos de comportamiento predictivo, las ventajas comparativas de los modelos que incluyen indicadores basados en el dinero tienden a aumentar a medida que se amplía el horizonte de predicción, lo cual es coherente con la idea de que el dinero contiene información especialmente útil para prever tendencias de medio plazo y baja frecuencia en la inflación.

En segundo lugar, cabe señalar que, entre las variables monetarias, el nivel de la brecha monetaria real y la tasa de variación de un indicador P-asterisco, basado en M3, (es decir, la desviación del saldo monetario nominal de los saldos monetarios reales de equilibrio) parecen ser especialmente útiles para prever la inflación en horizontes de hasta dos años. Por el contrario, los modelos que incluyen la tasa de crecimiento de M3 y del crédito son los que mejores resultados ofrecen para horizontes más largos (de más de dos años). En estos casos también ha sido muy útil incluir el nivel del excedente monetario obtenido del modelo de demanda de M3 de Brand/Cassola (véase recuadro 1). El análisis también indicó claramente que, para horizontes más largos, los agregados monetarios amplios demuestran tener mejores propiedades de indicador adelantado de la inflación futura que los agregados estrechos. En general, estos resultados son robustos con independencia de los indicadores de precios que se utilicen y también son coherentes con otros estudios empíricos³ que han prestado un amplio respaldo a la idea de que la brecha monetaria real presenta un notable contenido predictivo de la evolución futura de los precios en la zona del euro.

1 Véase S. Nicoletti-Altimari, «Does money lead inflation in the euro area?», ECB Working Paper, de próxima aparición.

2 El método seguido consistió en comparar la ratio del error cuadrático medio (MSE) del modelo, usando los distintos indicadores.

3 Véase Gerlach y Svensson, «Money and Inflation in the Euro Area: A Case for Monetary Indicators?» NBER Working Paper n° 8025, 2000, y Trecroci y Vega, «The information content of M3 for future inflation», ECB Working Paper n° 33, 2000.

En general, los resultados corroboran la idea de que los agregados monetarios y crediticios proporcionan información adicional útil e independiente sobre las perspectivas de inflación a medio plazo en la zona del euro, en comparación con los mejores indicadores no monetarios, especialmente para horizontes superiores a un año y medio.

manda de dinero (producto, precios y costes de oportunidad) en la ecuación de demanda de dinero a largo plazo. En consecuencia, el excedente/déficit monetario refleja la evolución de los saldos monetarios que no explican las variables macroeconómicas del modelo de demanda de dinero a largo plazo. Así pues, incluye la información sobre la cantidad de dinero que refleja la parte no explicada del crecimiento monetario efectivo antes mencionada y la dinámica monetaria a corto plazo. Un análisis institucional en profundidad puede contribuir a la evaluación del excedente/déficit monetario en relación con los riesgos potenciales para la estabilidad de precios.

El gráfico 4 muestra el excedente/déficit monetario medio calculado a partir de los dos modelos de demanda de dinero descritos en el recuadro 1. Puede observarse que, en 1999, se había acumulado un excedente, lo que supone que el crecimiento monetario fue mayor de lo que previsto conforme a la ecuación de demanda de dinero a largo plazo. Sin embargo, a partir del segundo trimestre del 2000, este excedente monetario medio ha ido disminuyendo. Teniendo en cuenta los factores especiales y los problemas de medición antes mencionados, parece ser que, a finales del 2000, los saldos monetarios estaban práctica-

mente en consonancia con la demanda de dinero a largo plazo resultante del valor efectivo de sus determinantes a largo plazo.

Como se indicó anteriormente, aparte del crecimiento del agregado monetario M3, esas medidas del exceso de liquidez pueden presentar propiedades positivas de indicador adelantado de la inflación futura. Según la evidencia empírica (véase recuadro 2), algunas de las medidas del exceso de liquidez, y especialmente la brecha monetaria real, han constituido en el pasado un buen indicador de la inflación futura, en concreto para un horizonte temporal de corto a medio plazo. No obstante, hay que tener en cuenta la incertidumbre que rodea a estas medidas del exceso de liquidez, por lo que deben interpretarse siempre con cautela, teniendo en cuenta las circunstancias económicas específicas. El recuadro 2 presenta también evidencia empírica que muestra cómo, a medida que se amplía el horizonte temporal, el crecimiento del agregado monetario amplio M3 resulta ser el indicador más informativo de la inflación futura, lo que corrobora el papel destacado que se asigna al crecimiento nominal de M3 en el contexto del primer pilar de la estrategia de política monetaria a medio plazo del BCE.

4 Análisis de los componentes y contrapartidas de M3

En el análisis monetario, los componentes y contrapartidas de M3 pueden examinarse también en el contexto del balance consolidado de las IFM. El balance consolidado de las IFM de la zona del euro se basa en los balances individuales de las entidades de crédito (incluido el Eurosistema), los fondos del mercado monetario y otras IFM residentes en la zona del euro, pero excluye las interrelaciones entre dichas entidades.

Las identidades del balance, como tales, no revelan las relaciones económicas subyacentes. No obstante, en conjunción con un análisis institucional sólido y basándose en un conocimiento

económico de las variables macroeconómicas explicativas de las partidas del balance (como el dinero y el crédito), permiten una mejor comprensión y evaluación de la evolución monetaria. El análisis de la estructura del crecimiento de M3 resulta útil para explicar y evaluar el propio crecimiento del agregado. El análisis de sus componentes y contrapartidas contribuye a relacionar el crecimiento de M3 con sus determinantes económicos e institucionales. Además, algunos de estos componentes y contrapartidas son directamente informativos en lo que se refiere a la actividad económica o la inflación. Los componentes y contrapartidas de M3 pueden analizarse tam-

bién utilizando un modelo econométrico⁴. Sin embargo, actualmente, la posibilidad de utilizar instrumentos econométricos es limitada, ya que, en el caso de las contrapartidas de M3 en particular, las series temporales para la mayoría de ellas no comienzan hasta septiembre de 1997.

Análisis de los componentes de M3

Entre los distintos componentes de M3, el análisis por separado del *agregado monetario estrecho M1*, que incluye los componentes más líquidos de M3 (efectivo en circulación y depósitos a la vista), es objeto de una especial atención. Esto se debe principalmente al elevado porcentaje que representa en el agregado monetario amplio M3 de la zona del euro (alrededor del 40%). Además, puesto que M1 refleja estrechamente la demanda de dinero para fines de transacción, parece más directamente relacionado con el gasto agregado que M3. Por otra parte, M1 es muy sensible a las variaciones de los tipos de interés y, por consiguiente, muestra habitualmente una fuerte reacción negativa a los aumentos de los costes de oportunidad. A pesar de que esto implica una considerable volatilidad del agregado monetario estrecho M1 a corto plazo, se ha identificado una función de demanda estable de M1 para la zona del euro (véase recuadro 3). No obstante, debido a su volatilidad, M1 parece tener menor contenido informativo que M3 en cuanto a la inflación a medio plazo.

Los otros componentes de M3 (*depósitos a corto plazo que no son depósitos a la vista e instrumentos negociables*) también son objeto de un estrecho seguimiento, principalmente para obtener información adicional que permita explicar y evaluar el crecimiento de M3. Estos componentes reflejan —en mayor medida que M1— la utilización del dinero como depósito de valor, pero también son relevantes a efectos de transacciones, ya que pueden hacerse líquidos sin costes significativos. En suma, su inclusión en M3 implica que este agregado amplio es menos sensible a los tipos de interés y más estable que M1, dado que los trasvases entre distintos activos a corto plazo en las carteras de los residentes en la zona del euro que no son IFM están internalizados, en parte, dentro de M3. Al mismo tiempo, sin em-

bargo, estos componentes pueden impedir una ralentización significativa e inmediata del crecimiento de M3 en períodos de aumento de los tipos de interés a corto plazo, ya que la remuneración de los instrumentos negociables y de parte de los depósitos a corto plazo tiende a guardar una estrecha relación con los tipos de interés de mercado. Por consiguiente, y sobre todo en períodos en los que los tipos de interés a corto plazo están variando, se requiere un análisis atento de la estructura del crecimiento de M3.

Análisis de las contrapartidas de M3

En el balance consolidado del sector IFM, toda variación de M3 se refleja en la evolución de sus contrapartidas, sobre todo en el crédito al sector privado, el crédito a las Administraciones Públicas, los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y los activos exteriores netos de las IFM. La interpretación de estas interrelaciones resulta útil para entender mejor las causas que determinan el crecimiento monetario, especialmente a más corto plazo. Por ejemplo, las perturbaciones que inciden en la evolución monetaria pueden estar relacionadas con la oferta de crédito o con una sustitución por pasivos financieros a más largo plazo. Si esto último se produce en una situación de acusada incertidumbre en los mercados financieros, la evolución de la cantidad de dinero resultante podría, probablemente, considerarse como reajustes temporales en la composición de las carteras, que no necesariamente influyen en la inflación futura. Por el contrario, si la evolución monetaria está relacionada con cambios más permanentes en la disponibilidad de crédito, dichos reajustes pueden ser relevantes a efectos de la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios.

Al mismo tiempo, debe tenerse en cuenta que la causalidad económica puede operar en varias direcciones. Por un lado, un mayor crecimiento del crédito puede dar lugar a un aumento de la liquidez en la economía y, por lo

⁴ Véase, por ejemplo, A. Calza, A. Jung y L. Stracca: «An econometric analysis of the main components of M3 in the euro area», *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 136 (4), 2000.

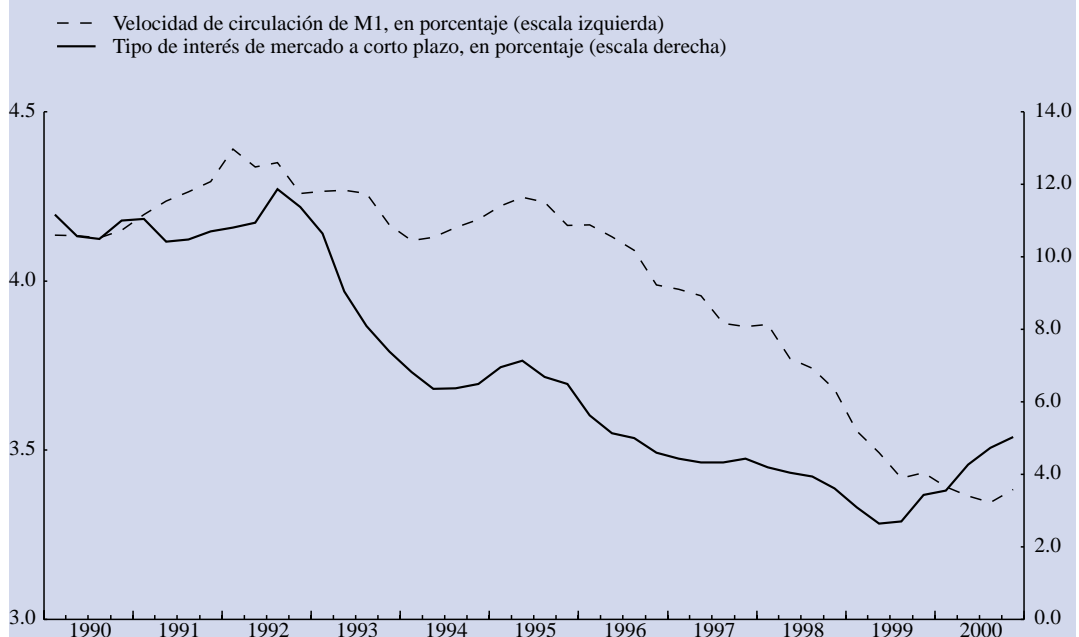
Recuadro 3

La demanda de M1 en la zona del euro

El agregado monetario estrecho M1 incluye los componentes más líquidos de M3: efectivo en circulación y depósitos a la vista. M1 registró altas tasas de crecimiento hacia finales de la década de los noventa. En consecuencia, se produjo un acusado descenso de su velocidad de circulación (es decir, la *ratio* del PIB real en relación con los saldos reales de M1) en ese mismo período. Como puede observarse en el gráfico siguiente, esta evolución se registró en paralelo con un descenso de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro.

Velocidad de circulación de M1 y tipo de interés de mercado a corto plazo

(en porcentaje; datos trimestrales)



Nota: La velocidad se mide como la *ratio* del PIB nominal en relación con M1 (ambos desestacionalizados).

En principio, es natural esperar un aumento de M1 —y un descenso de su velocidad de circulación— cuando bajan los tipos de interés nominales a corto plazo, ya que estos tipos representan el coste de oportunidad de mantener efectivo y depósitos a la vista. No obstante, también se ha demostrado que la notable reducción de la velocidad de circulación de M1 guarda relación no solo con la bajada de los tipos de interés, sino también con un aumento de la elasticidad de M1 con respecto a los tipos de interés en los últimos años¹. A su vez, este aumento puede haberse debido al hecho de que los tipos de interés a corto plazo se han situado en niveles relativamente bajos en estos últimos años. El incremento de la elasticidad con respecto a los tipos de interés cuando los tipos nominales son bajos puede guardar relación con los costes de transacción. Debido a que la inversión en activos remunerados conlleva costes fijos de transacción y de aprendizaje, el aumento de la demanda de dinero puede ser mayor de lo previsto por los modelos estándar cuando el coste de oportunidad de mantener efectivo se reduce hasta niveles relativamente bajos². Además, es posible que la transición a un entorno de estabilidad de precios en la tercera fase de la UEM, y, por lo tanto, las expectativas de que los tipos de interés nominales se mantengan en niveles bajos de forma duradera, haya cambiado la manera en la que los agentes tratan las inversiones financieras y evalúan los costes y los beneficios.

¹ Véase L. Stracca, «The functional form of the demand for euro area M1», ECB Working Paper n°51, 2001.

² Véase C. Mullighan y X. Sala i Martín, «Extensive Margins and the Demand for Money at Low Interest Rates», *Journal of Political Economy*, vol. 108, n° 5, 2000.

Desde el inicio de la tercera fase de la UEM, la demanda de M1 en la zona del euro se ha visto afectada por dos factores especiales. En primer lugar, en enero de 1999 se registró un acusado incremento de las tenencias de M1, sobre todo, de los depósitos a la vista. Es probable que ello se debiera, al menos en parte, al nuevo marco institucional y normativo vigente desde el inicio de la tercera fase (por ejemplo, el nuevo régimen en materia de reservas mínimas obligatorias), sin que necesariamente hubiera riesgos para la estabilidad de precios (véase recuadro 4). También es posible, por otro lado, que la incertidumbre en relación con la transición al año 2000 haya ejercido temporalmente una influencia al alza en las tenencias de M1, aunque su efecto parece haber sido de magnitud limitada. Aparte de estos factores especiales, no hay evidencia de que se haya producido una ruptura significativa en la demanda de M1 desde la introducción del euro.

tanto, a tasas de crecimiento más altas de los agregados monetarios. Por otro lado, un incremento de los saldos monetarios de las entidades que no son IFM, debido, por ejemplo, a un mayor aumento de la renta, puede inducir un mayor crecimiento del crédito. Además, los componentes del balance de las IFM pueden verse impulsados en paralelo por los mismos factores económicos, como el crecimiento de la renta o las variaciones de los tipos de interés. Por último, los movimientos de las contrapartidas de M3 no necesariamente conllevan movimientos del propio agregado. Pueden ser también reflejo de las interrelaciones existentes entre las contrapartidas, por ejemplo, entre el crédito y los activos exteriores netos, como consecuencia de la financiación de inversiones realizadas en el extranjero por parte de entidades de la zona del euro que no son IFM.

El crédito al sector privado (préstamos y tenencias de valores en poder de las IFM) es la contrapartida más importante de M3 en términos cuantitativos y, por consiguiente, una de los posibles factores determinantes de M3. En sus análisis monetarios periódicos, el BCE hace especial hincapié en la evolución de los préstamos al sector privado, que suponen alrededor del 90% del crédito a dicho sector y corresponden a las variaciones en la posición neta de préstamos por parte de los prestatarios. Por el contrario, las variaciones en las tenencias de valores en la cartera de las IFM suelen reflejar simplemente operaciones en el mercado secundario. El crecimiento de los préstamos merece especial atención, ya que puede estar estrechamente relacionado con el gasto agregado. Además, existe evidencia empírica que sugiere que los préstamos al sector privado en las dos últimas décadas presentan buenas propiedades como

indicador adelantado de la inflación, medida por los precios de consumo (véase recuadro 2).

Para realizar una evaluación rigurosa de los factores determinantes del crecimiento de los préstamos, resultan especialmente útiles como complemento del análisis habitual de las contrapartidas los datos trimestrales para la zona del euro sobre préstamos por sectores (sociedades no financieras, instituciones financieras, hogares y Administraciones Públicas) y por finalidad (los préstamos a los hogares se desglosan en crédito al consumo, préstamos para la adquisición de viviendas y otros préstamos). Por ejemplo, es más probable que el crédito al consumo incida directamente en el gasto agregado que los préstamos a las instituciones financieras, que pueden concederse para fines diversos. Un ritmo fuerte de crecimiento de los préstamos al sector privado suele asociarse con unas condiciones favorables de financiación y con sólida actividad económica en términos reales. Más concretamente, la evidencia empírica disponible para la zona del euro indica que la demanda real de préstamos guarda una relación positiva con el PIB real y negativa con los tipos de interés reales a corto plazo, y en especial, con los tipos de interés reales a largo plazo, lo que está en consonancia con la estructura de vencimientos más bien a largo plazo de los préstamos en la zona del euro⁵. Sin embargo, a veces, la evolución de los préstamos obedece a otros factores, como una contracción de los beneficios que obligue a las empresas a encontrar un sustitutivo para la financiación interna. Además, los datos sobre adquisiciones y fusiones y la información sobre los precios de los merca-

5 Véase A. Calza, C. Gartner y J. Sousa, «Modelling de demand for loans to the private sector in the euro area», ECB Working Paper nº 55, 2001.

6 Véase el artículo «Características de la financiación empresarial en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2001.

dos inmobiliarios pueden contribuir a la comprensión de la evolución de los préstamos. Por último, las estadísticas de balanza de pagos también pueden proporcionar, a veces, información útil, ya que, por ejemplo, las salidas de capital debidas a inversiones directas en el extranjero pueden estimular la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras sin que ello repercuta en la evolución de los precios internos. Por lo tanto, la evolución de los préstamos debe ser objeto de un estrecho seguimiento.

Al evaluar las posibles repercusiones del crecimiento del crédito en el gasto agregado y la inflación, ha de tenerse en cuenta también el aumento de la cuantía de la financiación que se genera fuera del sector IFM. Aunque las IFM son la fuente más importante de financiación, la emisión de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras se ha incrementado sustancialmente durante los últimos años⁶. Por lo tanto, para obtener una imagen completa de las posibles repercusiones de las actividades de financiación e inversión de las instituciones de la zona del euro que no son IFM, es importante adoptar una perspectiva más amplia, como la que se obtiene del análisis de las cuentas financieras trimestrales, que complementa el análisis del balance consolidado del sector IFM (véase el artículo «Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros de la zona del euro», en el presente *Boletín Mensual del BCE*).

El crédito de las IFM a las Administraciones Públicas, que representa actualmente algo más del 20% del crédito total de la zona del euro, está relacionado con las necesidades de financiación del sector público. Sin embargo, en su interpretación debe tenerse en cuenta que una parte significativa de la deuda pública total consiste en valores de renta fija (actualmente, alrededor de las tres cuartas partes de la deuda pública total de la zona del euro). Por consiguiente, siempre es necesario analizar si las variaciones que experimenta el crédito de las IFM a las Administraciones Públicas obedecen principalmente a variaciones correspondientes en la deuda pública, o si son simplemente reflejo de un cambio en la estructura de financiación de las Administraciones Públicas.

Los pasivos financieros a más largo plazo incluyen principalmente los activos de inversión (depósitos, valores de renta fija) ofrecidos por las IFM que son menos líquidos y que, por lo tanto, no están incluidos en M3. Su evolución depende de la actividad económica real y de los costes de oportunidad, y refleja también, en parte, los efectos de sustitución dentro de los balances de las IFM, que deben analizarse siempre detenidamente. Por ejemplo, los cambios de composición de carteras hacia activos no incluidos en M3, debidos a un aumento de los costes de oportunidad, pueden reflejar un cambio en las decisiones de reparto del gasto entre consumo y ahorro, con posibles implicaciones para la evolución de los precios. Sin embargo, una sustitución entre los pasivos financieros a más largo plazo y M3, puede también tener su origen, por ejemplo, en cambios fiscales o en factores tales como la incertidumbre en los mercados de renta fija, en cuyo caso supondría meramente un cambio en la composición de las carteras, sin repercusión duradera alguna en el gasto agregado ni en las previsiones para la estabilidad de precios.

Por último, los activos exteriores netos del sector IFM (es decir, los activos exteriores menos los pasivos exteriores) reflejan fundamentalmente las transacciones de las entidades de la zona del euro que no son IFM con los residentes de fuera de dicha zona. Si bien las transacciones entre IFM y no residentes en la zona del euro tienen, en la mayoría de los casos, un impacto similar tanto sobre los pasivos exteriores como sobre los activos exteriores (con la excepción de las transacciones de deuda pública o de acciones de entidades que no son IFM) y, por lo tanto, no producen variación en los activos exteriores netos, la liquidación de transacciones por cuenta corriente o financieras entre entidades que no son IFM y residentes fuera de la zona del euro, se refleja en la posición exterior neta del sector de IFM. Por ejemplo, los pagos por importaciones o por adquisición de valores extranjeros generarán, o bien un aumento de los pasivos exteriores, o una disminución de los activos exteriores y, por consiguiente, una reducción de los activos exteriores netos del sector IFM. Por lo tanto, es conveniente analizar esta partida del balance conjuntamente con la balanza de pagos de la

zona del euro. Sin embargo, hasta el momento no es posible obtener de las estadísticas de balanza de pagos de la zona del euro más que indicios muy aproximados de los factores que determinan las variaciones de los activos exteriores netos, ya que no se dispone de un detalle por sectores de las transacciones de balanza de pagos.

En conjunto, el análisis en profundidad de los componentes y contrapartidas de M3, constitu-

ye una parte importante de la evaluación detallada de la evolución monetaria conforme al primer pilar de la estrategia de política monetaria del BCE. Dicho análisis debe basarse tanto en el balance consolidado del sector IFM (posiblemente ampliado para incluir el análisis de las cuentas financieras trimestrales), complementado con información adicional de la evolución económica e institucional real, como en modelos econométricos.

5 El Análisis a corto plazo de la evolución monetaria

Debido a su orientación de medio plazo, el principal interés de la política monetaria del BCE se centra en las tendencias a medio plazo de las variables monetarias. Al mismo tiempo, sin embargo, en el análisis monetario de cada mes se ha de comprobar si los nuevos datos monetarios confirman la evaluación previa o la hacen variar. En especial, es necesario reconocer con la mayor prontitud los signos que puedan ser indicio de puntos de inflexión en la evolución monetaria. Además, ha de investigarse la evolución monetaria mensual con vistas a identificar factores especiales y errores de medición. Estas distorsiones han de ser tenidas en cuenta al evaluar la evolución monetaria. Por estas razones, resulta adecuado en el análisis de la evolución monetaria utilizar instrumentos para el corto plazo.

Las variaciones mensuales de las tasas de crecimiento *interanual* de M3 y de sus componentes y contrapartidas, proporcionan un primer indicio de la evolución monetaria a corto plazo. Sin embargo, para una evaluación de la dinámica del crecimiento monetario a corto plazo, los datos *mensuales* desestacionalizados aportan una información más fiable, ya que no les afectan los efectos de la base. Además, el seguimiento de la evolución de los datos monetarios desestacionalizados en diferentes horizontes temporales (por ejemplo, las variaciones intersemestrales anualizadas y desestacionalizadas) resulta útil para evaluar la dinámica monetaria a corto plazo y detectar un cambio en las tendencias monetarias.

Además del seguimiento de los datos desestacionalizados, el análisis a corto plazo puede apoyarse en modelos de series temporales (por

ejemplo, los modelos rag-ARIMA; véase recuadro 4). Dichos modelos pueden usarse para identificar efectos calendario que, de producirse, tienen un efecto sobre la variación de las tasas de crecimiento interanuales. Además, los modelos de series temporales permiten separar la tendencia de una serie temporal monetaria de sus distorsiones transitorias, y constituyen, por lo tanto, una herramienta adicional útil para la detección anticipada de un cambio en la tendencia de la evolución monetaria. Por otra parte, al comparar la dinámica monetaria que el modelo puede explicar con la evolución monetaria efectiva, el análisis de corto plazo basado en modelos contribuye a detectar y cuantificar los factores especiales y los errores de medición, lo que constituye una importante ventaja para lograr una evaluación adecuada de la evolución monetaria y evitar errores de interpretación.

No obstante, basándose en los modelos de series temporales, no es posible clasificar inmediatamente una desviación del crecimiento monetario observado respecto del crecimiento estimado por el modelo. Entre otras razones, porque un cambio en la tendencia monetaria requiere naturalmente confirmación durante varios meses. Además, el modelo por sí solo no es capaz de identificar un factor especial o un error de medición. Por consiguiente, siempre es esencial un conocimiento institucional detallado de los factores especiales. En cualquier caso, incluso con ese conocimiento, puede resultar a veces difícil evaluar, en una etapa temprana, las posibles repercusiones de las perturbaciones monetarias en la evolución de los precios. Por lo tanto, es necesario actuar con cautela a la hora de evaluar los factores especiales.

Recuadro 4

Identificación y cuantificación de la distorsión de M3 al inicio de la tercera fase de la UEM tomando como base un modelo lineal univariante de series temporales

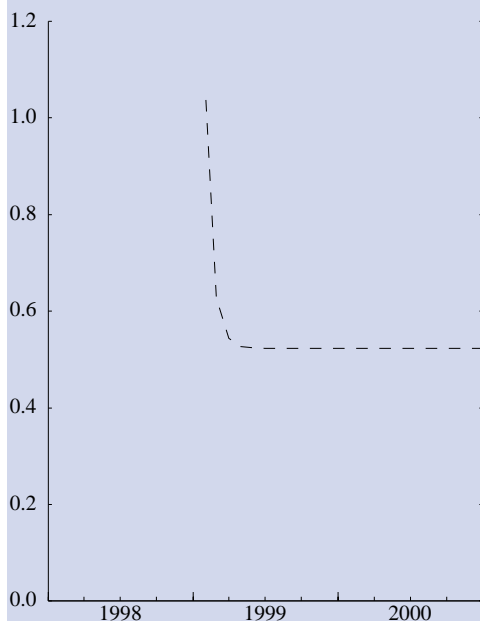
En el análisis a corto plazo de la evolución monetaria, se pueden utilizar, para distintos fines, modelos lineales univariantes, como los modelos reg-ARIMA estacionales (modelos autorregresivos integrados de medias móviles, que permiten también la existencia de variables de regresión)¹. Estos modelos son especialmente útiles para la predicción y la extracción de señales a corto plazo, es decir, para la estimación y el análisis de las tendencias a corto plazo. Una aplicación interesante de este tipo de modelos es el examen de la evolución monetaria en torno al inicio de la tercera fase de la UEM. En enero de 1999, la tasa de crecimiento interanual de M3 registró un fuerte aumento, que, en los meses siguientes, pareció invertirse solo en parte.

En tales circunstancias, el análisis de series temporales es una primera medida para detectar la posible existencia de «acontecimientos especiales». El error de predicción un período hacia delante del agregado monetario M3 de la zona del euro para enero de 1999 puede calcularse a partir de los datos disponibles anteriores a diciembre de 1998. Tests formales efectuados utilizando este tipo de modelos para comparar la predicción con un intervalo de confianza del 95% y el valor observado real apuntan a que el valor observado para enero de 1999 no podría explicarse mediante los valores de M3 pasados. En consecuencia, es necesario analizar estas observaciones con mayor detenimiento.

Para el período en torno al inicio de la tercera fase de la UEM, se identificaron varios factores como posible origen de este fuerte incremento de la tasa de crecimiento interanual de M3. Entre ellos figuran, en particular, los nuevos sistemas de remisión de la información estadística, la introducción de la remuneración de las reservas mínimas (que se tradujo en una entrada de fondos en la zona del euro), los cambios en la legislación fiscal de algunos países de la zona y la incertidumbre de los mercados financieros en relación con la transición a la tercera fase. Por todos estos motivos, a comienzos de 1999, el Consejo de Gobierno no consideró el incremento de la tasa de crecimiento de M3 registrado en enero de 1999 motivo de preocupación en relación con los riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Estimación de la distorsión del nivel de M3 en torno al inicio de la tercera fase de la UEM

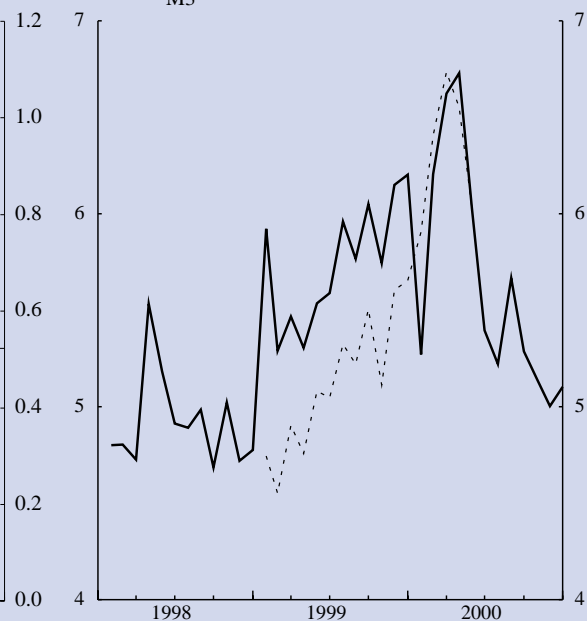
(en porcentaje del saldo)



Tasa de crecimiento interanual de M3

(tasas de variación interanuales)

--- Estimación de M3 corregida por el efecto «enero de 1999»
— M3



¹ Véase también la publicación del BCE titulada «Seasonal adjustment aggregates and HICP for the euro area», de agosto del 2000.

Con el fin de respaldar esta consideración, se utilizó un modelo reg-ARIMA para estimar el tipo y la magnitud de la distorsión de M3 en enero de 1999. Un efecto plausible al inicio de la tercera fase de la UEM que se pudo estimar utilizando este modelo fue la combinación de un «efecto transitorio», que desaparecía exponencialmente, y un cambio permanente en el nivel. Tal combinación es razonable porque algunos de los factores institucionales mencionados parecen haber sido temporales (v.g. la mayor incertidumbre), mientras que se espera de otros que cambien permanentemente el nivel de M3 (v.g. los cambios en el sistema de remisión de información estadística y el sistema de reservas mínimas). El modelo reg-ARIMA indica que el nivel de M3 registró una distorsión al alza de alrededor del 1% en enero de 1999. Sin embargo, en los meses siguientes, el efecto desapareció exponencialmente en parte y convergió hacia un cambio permanente en el nivel cercano a 0,5 puntos porcentuales.

Los gráficos anteriores ilustran los resultados de este ejercicio. El gráfico de la izquierda muestra la estimación del efecto distorsionante en el nivel de M3 en torno al inicio de la tercera fase de la UEM, en puntos porcentuales (un efecto transitorio en enero de 1999, que desaparece exponencialmente y que termina en un cambio permanente de nivel). El gráfico de la derecha se centra en el impacto de esta distorsión sobre la tasa de crecimiento interanual de M3. Como puede observarse en el gráfico 2, la serie corregida por el efecto «enero de 1999» muestra un panorama mucho más suave y claro de la evolución de M3 durante 1999 y hasta el tercer trimestre del 2000, sin cambiar el cuadro general del patrón de crecimiento. Aunque hay que hacer hincapié en que la serie estimada en el gráfico de la derecha se encuentra sujeta a una incertidumbre considerable y su utilidad es únicamente ilustrativa, puede considerarse que justifica la valoración de la evolución monetaria que el Consejo de Gobierno realizó en 1999.

6 Conclusiones

El BCE ha asignado un papel destacado al dinero en su estrategia de política monetaria y lo ha puesto de manifiesto mediante el anuncio de un valor de referencia cuantitativo para el crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 a medio plazo. Como muestra el presente artículo, existe una amplia evidencia empírica que justifica dicho enfoque: la demanda de M3 en la zona del euro es estable y M3 parece presentar buenas propiedades como indicador adelantado de la evolución de los precios a medio plazo.

Aunque el valor de referencia para la tasa de crecimiento de M3 desempeña un papel destacado en el análisis realizado de conformidad con el primer pilar de la estrategia de política monetaria del BCE, un análisis monetario completo debe basarse en un conjunto de instrumentos que profundicen y complementen el análisis de las desviaciones del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia. En el presente artículo se ha examinado una serie de instrumentos disponibles para apoyar el análisis de la evolución monetaria. Dichos instrumentos sirven a dos propósitos principales: explicar la evolución monetaria y evaluar sus repercusiones en los riesgos para

la estabilidad de precios. En este sentido, el análisis monetario debe conjugar el uso de modelos econométricos con una evaluación detallada basada en el balance consolidado de las IFM y en los conocimientos institucionales.

Los distintos enfoques analíticos contribuyen a dar forma a la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios, basándose en la evolución monetaria y crediticia. Además, para obtener una evaluación rigurosa de dichos riesgos, es necesario contrastar los resultados obtenidos en el marco del primer pilar con la evaluación derivada de los indicadores económicos y financieros en el contexto del segundo pilar. Para que la evaluación sea adecuada, es necesario considerar toda la información que pueda resultar relevante para una política monetaria encaminada a mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Desde el inicio de la tercera fase de la UEM, y en vista de la incertidumbre que rodea a la estructura de la economía de la zona del euro y de la disponibilidad de datos, este enfoque ha demostrado ser especialmente útil para la política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad.

El nuevo marco para la adecuación de los recursos propios: el enfoque del BCE

El nuevo Acuerdo de Capital propuesto por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea representa un notable avance con respecto al anterior, contribuyendo a mejorar la eficacia de la regulación de los recursos propios y la estabilidad del sistema bancario. En efecto, el nuevo Acuerdo es más amplio y tiene una mayor perspectiva de futuro, con lo que se incrementa la eficacia de la regulación. Asimismo, los requisitos de recursos propios están más en consonancia con los riesgos asumidos por las entidades de crédito, lo que permite reforzar la estabilidad del sistema bancario. Por otro lado, el nuevo Acuerdo fomenta el desarrollo de sistemas de gestión de riesgos por parte de las entidades, al poder utilizarse calificaciones internas de riesgos para establecer los requisitos mínimos de recursos propios (enfoque basado en calificaciones internas o enfoque IRB).

El cambio hacia un marco regulador notablemente más sensible al riesgo plantea retos para las autoridades supervisoras que deben ponerlo en práctica, así como para la cooperación internacional.

El primer reto está relacionado con la mayor volatilidad y sensibilidad cíclica de los requisitos mínimos de recursos propios según el enfoque IRB. Por consiguiente, las entidades de crédito podrían necesitar mantener un mayor nivel de recursos propios, muy por encima de los requisitos mínimos, para evitar posibles restricciones de capital en períodos de recesión económica. Al adoptar el nuevo marco regulador, los supervisores deberían tener en cuenta la necesidad de animar a las entidades de crédito a desarrollar sistemas de medidas internas de riesgos que atribuyan mayor importancia a la dimensión temporal de los mismos, prestar especial atención para que las reservas de capital de las entidades tengan un nivel adecuado y adoptar otras medidas complementarias de supervisión (encaminadas, principalmente, a la constitución dinámica de provisiones). En general, la adopción por parte de un elevado número de entidades de crédito de un enfoque IRB sensible al riesgo y aplicado de forma continuada potenciaría la estabilidad financiera.

El segundo reto procede del papel atribuido en la nueva propuesta a las autoridades supervisoras y a los participantes en el mercado en materia de disciplina de asunción de riesgos por las entidades de crédito. Con el fin de promover la solidez y solvencia de las entidades de crédito es fundamental conseguir una buena interacción entre los tres pilares del nuevo Acuerdo (requisitos mínimos de recursos propios, proceso de supervisión y disciplina de mercado). En especial, la eficacia de los nuevos instrumentos y la necesidad de salvaguardar la igualdad competitiva a escala mundial requieren un grado de convergencia adecuado de las prácticas de supervisión, la armonización internacional de las normas contables y una mayor información por parte de las entidades. Todo ello sería particularmente importante en el contexto del mercado único de servicios financieros de la Unión Europea.

I Propuesta de nuevo Acuerdo de Capital: panorámica general

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en el que participan los bancos centrales y otras autoridades de supervisión bancaria de los países del G10, España y Luxemburgo fue creado en 1974. El Comité formula criterios, directrices y recomendaciones de supervisión, fomentando la convergencia hacia enfoques comunes. En 1988, el Comité presentó el primer Acuerdo de Capital en el que se establecía un marco de medición del riesgo de crédito y unos requisitos mínimos de recursos propios. El Acuerdo de 1988 ha llegado a constituir una

norma mundial en materia de regulación de los recursos propios. En dicho acuerdo se establece una *ratio* de recursos propios mínimos uniforme, es decir, la obligación de mantener el 8% de las acciones y participaciones de capital y de otros elementos de los recursos propios en relación con los activos ponderados según el riesgo, que se determinan asignando los activos a determinadas categorías de riesgo. El Acuerdo ha servido para armonizar el marco regulador internacional e incrementar la solvencia de las entidades de crédito.

No obstante, el marco establecido en el Acuerdo de 1988 se ha visto sometido a distintos acontecimientos, que han erosionado la eficacia de su metodología basada en normas muy simples. En primer lugar, no ha conseguido impedir que las entidades de crédito incurrieran en riesgos más elevados para obtener mayores beneficios, sin incrementar el capital en la medida necesaria. Esta clase de arbitraje se produce especialmente en los créditos a empresas, dado que todos los créditos al sector privado se agrupan en una misma categoría de riesgo (100%), independientemente del riesgo subyacente. En segundo lugar, como consecuencia de la innovación financiera, el enfoque del Acuerdo, centrado en los tradicionales riesgos de crédito que figuran en el balance, ha resultado ser inadecuado. El sistema de cálculo de los recursos propios mínimos hace que las entidades con Carteras crediticias de bajo riesgo tengan una mayor carga relativa de recursos propios, por lo que se ha recurrido a técnicas como la titulización u otras similares para reducir los requisitos mínimos de capital, disminuyendo, posiblemente, la calidad de los activos de las entidades.

Las nuevas propuestas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea incorporan innovaciones sustanciales para corregir estas distorsiones. Estas innovaciones están destinadas a aumentar la eficiencia de la intermediación financiera mediante un mayor reconocimiento de

los riesgos y a reforzar la estabilidad del sistema bancario. En junio de 1999, el Comité presentó una propuesta de nuevo Acuerdo, en sustitución del de 1988. Tras extensas consultas con las entidades de crédito y grupos del sector, en enero del 2001 se distribuyó un segundo documento de consulta completo, sobre el que se esperan comentarios adicionales antes de finales de mayo del mismo año. Está previsto que las nuevas normas entren en vigor en el año 2004. La Comisión Europea ha elaborado también un documento de consulta sobre la regulación correspondiente aplicable en la Unión Europea (UE). Este documento se atiene fundamentalmente a las recomendaciones de Basilea, centrándose, sin embargo, en determinadas cuestiones que presentan un interés específicamente comunitario. El documento consultivo de la Comisión es un primer paso hacia la traslación del nuevo Acuerdo de Basilea a la legislación comunitaria.

El nuevo régimen de adecuación de los recursos propios reflejado en la propuesta es sustancialmente diferente del actual, en el sentido de que presenta un planteamiento mucho más completo, sensible al riesgo y con mayor visión de futuro. Estas características suponen unas notables mejoras, aunque, inevitablemente, a expensas de una mayor complejidad. El recuadro I presenta un glosario de términos clave que se utilizan en el nuevo marco.

Recuadro I

Glosario de términos clave del nuevo Acuerdo de Capital

Activos ponderados según el riesgo: Suma ponderada de las partidas de balance y de fuera de balance basadas en las ponderaciones según el riesgo.

Calificaciones externas: Evaluaciones de los riesgos de crédito formuladas por organismos de evaluación del crédito de los sectores público y privado (como, por ejemplo, las agencias de calificación crediticia).

Calificaciones internas: Medidas internas de las entidades de crédito del riesgo de crédito asociado a prestatarios concretos, que se basan, por lo general, en estimaciones cuantitativas de la probabilidad de impago, aunque también incluyen evaluaciones cualitativas.

Enfoque basado en calificaciones internas (IRB): Una de las dos principales opciones que tienen las entidades de crédito para establecer los requisitos mínimos de recursos propios. Las ponderaciones según el riesgo se basan en las calificaciones internas de las entidades de crédito y en algunos otros elementos cuantitativos, sujetos a la validación de las autoridades supervisoras, en consonancia con los criterios comunes establecidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

Enfoque estándar: Una de las dos principales opciones que tienen las entidades de crédito para establecer los requisitos mínimos de recursos propios. Introduce nuevas categorías de riesgo con respecto al Acuerdo vigente. Además, las ponderaciones según el riesgo se basan en calificaciones crediticias de las contrapartes de las entidades de crédito, efectuadas por organismos de evaluación del crédito reconocidos por las autoridades supervisoras nacionales, de conformidad con los criterios establecidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

Enfoque IRB básico: En esta subopción del enfoque IRB, las entidades de crédito estiman internamente la probabilidad de impago asociada a cada prestatario, mientras que las autoridades supervisoras se encargan de estimar otras variables.

Enfoque IRB avanzado: En esta subopción del enfoque IRB, se permite que una entidad de crédito con un sistema interno de gestión del riesgo suficientemente desarrollado utilice otras variables internas, además de la probabilidad de impago, para establecer los requisitos de recursos propios (por ejemplo, la exposición al riesgo y la pérdida en caso de impago).

Exposición al riesgo: La exposición total a una contraparte en el momento y en el caso de que dicha contraparte incumpla sus obligaciones de pago. Esta medida refleja la exposición real (por ejemplo, puede ser inferior al 100% en el caso de las líneas de crédito).

Objetivo de recursos propios: Nivel de recursos propios que se considera adecuado para que las entidades de crédito cubran riesgos futuros. El objetivo se calcula a partir de las evaluaciones internas de los riesgos, tanto cuantitativas como cualitativas.

Pérdida en caso de impago: Medida de la pérdida media esperada que la entidad de crédito registrará por unidad de riesgo, en caso de que una contraparte concreta incumpla sus obligaciones de pago.

Ponderaciones según el riesgo: Metodología para adscribir a cada partida de balance y de fuera de balance una ponderación porcentual que refleje el riesgo de crédito equivalente. Las categorías de riesgo son grupos de estas partidas con una ponderación concreta según el riesgo.

Primer pilar: Reglas que definen los requisitos mínimos de recursos propios (*ratio* de recursos propios en relación con los activos ponderados según el riesgo).

Probabilidad de impago: La probabilidad de que una contraparte deje de atender el pago en un horizonte temporal concreto.

Ratio de recursos propios: *Ratio* requerida (8%) de los elementos de recursos propios reconocidos en relación con los activos ponderados según el riesgo.

Riesgo de crédito: Riesgo de pérdida en caso de impago de una contraparte (es decir, de que no atienda las obligaciones de pago de la deuda).

Riesgo de mercado (en la cartera de negociación): Riesgo de pérdida derivado de las posiciones de la cartera de negociación cuando los precios de mercado se mueven de forma adversa.

Riesgo de tipo de interés (en la cartera que no es de negociación): Riesgo de que disminuya la rentabilidad y el valor (neto) de los activos, en relación con las actividades bancarias tradicionales, debido a variaciones de los tipos de interés.

Riesgo operativo: Riesgo de pérdida resultante, principalmente, de sistemas de control internos inadecuados o de acontecimientos externos de carácter extraordinario.

Segundo pilar: Proceso de supervisión que exige que los supervisores evalúen las técnicas de asignación de recursos propios y el nivel adecuado de los mismos en las entidades de crédito, así como el cumplimiento de otros criterios pertinentes.

Tercer pilar: Fortalecimiento de la disciplina de mercado por medio de mayores obligaciones de información.

Titulización de activos: Conversión de activos en valores para su venta a terceros.

Nuevo enfoque integral de la regulación de los recursos propios

El nuevo Acuerdo amplía considerablemente el alcance de la regulación de los recursos propios: los *requisitos mínimos de recursos propios (el primer pilar)*, basados en una metodología perfeccionada, se complementan con el *proceso de supervisión (el segundo pilar)* y la *disciplina de mercado (el tercer pilar)*. Las revisiones propuestas mejoran la metodología de evaluación de riesgos, que determina el denominador de la *ratio* de recursos propios requerida. El borrador actual no cambia la definición del numerador, es decir, los elementos que componen los recursos propios, ni la *ratio* de recursos propios mínimos del 8%.

Existen dos opciones para la medición del riesgo de crédito: el *enfoque estándar* y el nuevo *enfoque basado en calificaciones internas (IRB)*. El enfoque estándar tiene una estructura similar a la del Acuerdo actual pero, frente al presente sistema de clasificaciones de riesgos basado en su calificación según categorías muy simples, el nuevo Acuerdo prevé unas ponderaciones según el riesgo basadas en las calificaciones externas de las contrapartes de las entidades de crédito. Las autoridades nacionales determinarán qué entidades de calificación crediticia serán admitidas, de acuerdo con los criterios generales establecidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. En el enfoque IRB, las ponderaciones según el riesgo se basan en las calificaciones internas de los prestatarios realizadas por las entidades de crédito y validadas por los supervisores nacionales de conformidad con los criterios comunes establecidos por el mencionado Comité. La mayoría de las entidades basa su metodología de calificación en el riesgo de que un prestatario incumpla sus obligaciones de pago (*probabilidad de impago*), si bien la evaluación cualitativa tiene también su importancia. También pueden influir otros elementos cuantitativos en la ponderación según el

riesgo (principalmente, pérdida en caso de impago, exposición al riesgo, vencimiento y concentración de cartera).

En el nuevo Acuerdo, el enfoque IRB presenta dos subopciones: el *enfoque básico* y el *enfoque avanzado*, este último para las entidades de crédito que tienen unos sistemas internos de gestión de riesgos más complejos. En ambos enfoques será necesario contar con un sistema de estimación de la probabilidad de impago validado por los supervisores, mientras que en el segundo se debería poder ofrecer estimaciones internas de la pérdida en caso de impago y de la exposición al riesgo de las entidades. Con el enfoque básico puede incrementarse notablemente el número de entidades que pueden aplicar medidas internas en materia de riesgos. Desde el punto de vista de la UE, esta es una de las características más notables de la propuesta, dado que la escasez de calificaciones externas limitaría la diferenciación de riesgos que proporciona el enfoque estándar.

El segundo pilar atribuye una función activa a las autoridades supervisoras en cuanto a determinar si el nivel de recursos propios de una entidad está en consonancia con su perfil de riesgos. Las entidades de crédito deben evaluar sus *objetivos de recursos propios basados en el riesgo* y los supervisores deberían tener la posibilidad, cuando lo consideren necesario, de exigir a los bancos que mantengan un nivel de recursos propios superior a los requisitos mínimos. El proceso de supervisión proporciona a los supervisores una mayor discrecionalidad que antes para valorar la suficiencia de recursos propios de las entidades de crédito. Las recomendaciones más estrictas en materia de obligaciones de información establecidas en el tercer pilar están destinadas a potenciar la capacidad de los accionistas (por ejemplo, tenedores de deuda subordinada o depositantes interbanca-

rios) de vigilar el perfil de riesgos de la entidad y la suficiencia de sus recursos propios. Los dos pilares adicionales pueden incrementar de forma significativa la eficacia de la regulación de los recursos propios.

El Acuerdo abarcará, asimismo, nuevos riesgos además del riesgo de crédito y del riesgo de mercado en las actividades de negociación. Se establecerán unos requisitos de recursos propios para el riesgo operativo (primer pilar) y el riesgo de tipo de interés de la totalidad de la cartera que no es de negociación (segundo pilar). El Acuerdo contempla también las técnicas de reducción del riesgo de crédito, es decir, la utilización de activos de garantía y de instrumentos de cobertura (garantías y derivados de crédito) y la titulización de activos.

Para facilitar la transición al nuevo marco regulador, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea desea asegurarse de que los requisitos totales de recursos propios se mantengan, en una medida razonable, cercanos al nivel actual. Por lo tanto, no se crearían requisitos adicionales, si bien la distribución de los recursos propios puede variar considerablemente de una entidad a otra.

La eficacia del nuevo marco en cuanto a mejorar los medios de que disponen los supervisores y la disciplina de mercado y promover la adopción de técnicas de gestión de riesgos más perfeccionadas por parte de dichas entidades dependerá, fundamentalmente, de que se consiga una interacción fluida entre los tres pilares.

El nuevo Acuerdo concederá una amplia discrecionalidad a las autoridades nacionales para aplicar los tres pilares y para estructurar la interacción entre ellos. El progresivo cumplimiento del objetivo de conseguir la igualdad competitiva internacional exigirá pues una mayor convergencia de las prácticas de supervisión. Este tema está siendo tratado en el ámbito de la UE, destacándose la necesidad de establecer enfoques más uniformes en mercados financieros integrados.

Cambio significativo hacia la sensibilidad al riesgo

El objetivo principal de la revisión de los requisitos mínimos de recursos propios y del reconocimiento de los demás riesgos y de las técnicas de reducción del riesgo de crédito es estrechar la brecha existente entre los recursos propios exigidos por la regulación y los necesarios según el riesgo, que puede haber producido distorsiones inoportunas. En consecuencia, las propuestas están encaminadas a incrementar sustancialmente la *sensibilidad al riesgo* de los requisitos de recursos propios, con el fin de garantizar que aquellas entidades de crédito que asuman un mayor nivel de riesgo, dispongan también de recursos propios adicionales para hacer frente a dicho riesgo. Asimismo, el nuevo Acuerdo puede incrementar las posibilidades de que las entidades de crédito y los supervisores solucionen rápidamente cualquier problema de suficiencia de recursos propios que se

Cuadro I

Enfoques estándar e IRB para los créditos a empresas

Calificación externa	Probabilidad de impago (%) ¹⁾	Ponderaciones según el riesgo	
		Enfoque estándar	Enfoque IRB ²⁾
Mínimo	0,03	20	14
AAA a AA-	0,03 a 0,05	20	14 a 19
A+ a A-	0,06 a 0,11	50	21 a 31
BBB+ a BB-	0,12 a 1,33	100	33 a 149
B+ a CCC o inferior	1,34 a 20,00	150	150 a 625
Máximo	20,00	150	625
Sin calificar		100	

Fuentes: KMV Corporation y Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

1) Según datos de KMV Corporation.

2) Basado en el supuesto de vencimiento a tres años (resultado del modelo de «impago» igual al del modelo de «valor de mercado», pérdida en caso de impago del 50% y exposición del 100% («supuesto de referencia»). Las cifras en negrilla proceden del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, las demás cifras están interpoladas.

plantee. Así pues, este cambio tendrá un efecto claramente beneficioso sobre la estabilidad del sistema bancario.

Tanto el enfoque estándar como el enfoque IRB pueden utilizarse para todas las principales clases de activos frente a empresas, emisores soberanos (administración central y, en determinadas condiciones, otras entidades del sector público) y entidades de crédito. En el enfoque IRB, las ponderaciones según el riesgo están más diferenciadas y tienen un mayor alcance, pero también en el enfoque estándar se contempla una ampliación de la gama de ponderaciones respecto a las normas actuales. Por ejemplo, a las empresas con la calificación más alta se les atribuye una ponderación según el riesgo del 20% y se crean categorías de riesgo adicionales del 50% y del 150%. El cuadro I presenta los valores representativos de las ponderaciones según el riesgo de las empresas en el enfoque IRB «de referencia», comparándolos con el enfoque estándar.

Las ponderaciones según el riesgo de las entidades de crédito y de los emisores soberanos son similares a las de los créditos a las empresas según ambos enfoques, si bien existe también una ponderación del 0% para los emisores soberanos (si las calificaciones respectivas de estos últimos son superiores o iguales a AA-), como sucede actualmente con los países de la OCDE. Por lo que se refiere a los activos frente a entidades de crédito en el contexto del enfoque estándar, las autoridades de supervisión nacionales deben aplicar de manera uniforme una de dos opciones. En la primera de ellas, las ponderaciones según el riesgo pueden depender de las calificaciones de los países en los que las entidades de crédito tengan su sede social. En este caso, las calificaciones superiores o iguales a AA- supondrían una ponderación del 20%, porcentaje actualmente aplicado a las entidades de crédito de los países de la OCDE. En la segunda opción, las ponderaciones según el riesgo pueden basarse en evaluaciones externas del riesgo de crédito de las propias entidades de crédito. A las entidades con una calificación superior o igual a AA- se les asignaría una ponderación del 20%. Las ponderaciones según el riesgo se reducen en el caso de activos a corto plazo con vencimiento en origen de hasta tres meses.

Propuestas de carácter prospectivo para desarrollar la gestión de riesgos

La posibilidad de utilizar medidas del riesgo basadas en sistemas internos es una innovación fundamental, que reduce la probabilidad de que el marco regulador se quede obsoleto a consecuencia de la *evolución* de la innovación financiera y de las técnicas de gestión de riesgos. Además, las ventajas de las entidades de crédito en materia de información pueden aprovecharse mejor para aproximar más los recursos propios exigidos por la regulación al objetivo de recursos propios según el nivel de riesgo. Por último, la nueva regulación supone un incentivo para que las entidades de crédito desarrollen sistemas internos de gestión de riesgos, al hacer recaer con toda claridad la responsabilidad sobre sus directivos.

La incapacidad de reconocer la *diversificación de la cartera* de créditos (es decir, la existencia de una cierta correlación en el riesgo de impago entre algunas categorías de acreditados) ha sido señalada como uno de los mayores defectos del presente Acuerdo. La consecuencia es que los requisitos de recursos propios no se corresponden con el nivel efectivo de riesgo de la entidad, al centrarse en el nivel de riesgo individual de cada crédito. El pleno reconocimiento de la diversificación de la cartera no se contempla todavía en el nuevo marco. Sin embargo, el enfoque IRB se considera como un «paso intermedio» hacia un pleno reconocimiento, dentro del marco regulador, de modelos internos de riesgo de crédito, que sí tienen en cuenta este aspecto de forma explícita. Actualmente se autoriza el uso de modelos internos análogos para establecer los requisitos de recursos propios relativos al riesgo de mercado en la cartera de negociación.

En conclusión, considerando las características descritas anteriormente, las propuestas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea son merecedoras del mayor apoyo. Al mismo tiempo, la eficacia del nuevo marco, su capacidad de promover técnicas de gestión de riesgos más perfeccionadas y su contribución continua a la creación de un marco regulador coherente con la globalización de la intermediación financiera

exigirán un esfuerzo sostenido por parte de las autoridades de supervisión. El presente artículo trata a continuación algunos de los temas a los que las autoridades de supervisión deberían

prestar atención al aplicar el nuevo marco, especialmente en la zona del euro y en el resto de la UE, donde se está produciendo una creciente integración de los mercados bancarios.

2 Requisitos mínimos de recursos propios y ciclos económicos

La propensión potencial del sistema bancario a intensificar las fluctuaciones económicas («carácter procíclico de la financiación») es motivo de preocupación desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica y financiera. Estas características procíclicas se manifiestan cuando los recursos propios (o las provisiones) acumulados durante períodos de expansión económica no son suficientes para hacer frente a los riesgos que se materializan en los períodos de contracción y las entidades de crédito se ven obligadas a cancelar préstamos para cumplir con los requisitos de recursos propios. Los beneficios no distribuidos de las entidades, que se incluyen en los recursos propios, suelen crecer rápidamente en condiciones económicas favorables y aumentan más lentamente (o, incluso, disminuyen) en períodos de recesión. Los créditos y otros activos siguen habitualmente el mismo patrón. Así pues, incluso en ausencia de requisitos mínimos de recursos propios, los recursos propios y los activos de las entidades presentarán, probablemente, un perfil procíclico, mientras que la *ratio* de recursos propios muestra, por lo general, un comportamiento ambiguo.

La *regulación de los recursos propios* puede afectar al carácter procíclico de la financiación. Concretamente, el requisito mínimo de recursos propios puede llegar a ser obligatorio en una recesión si la *ratio* de recursos propios de las entidades bancarias cae por debajo del 8%. El déficit de recursos propios resultante puede inducir a las entidades a conceder menos préstamos de lo que requeriría la reducción de la demanda de crédito en un período de contracción económica. Tras analizar el planteamiento de esta cuestión en el presente Acuerdo, el artículo concluye que el enfoque que se le da en el nuevo Acuerdo podría suponer un aumento del carácter procíclico de la financiación.

El presente Acuerdo ha tenido probablemente una incidencia procíclica limitada

Las principales implicaciones generales del presente Acuerdo han sido estudiadas en un Documento de Trabajo del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (véase «*Capital requirements and bank behaviour: the impact of the Basel Accord*», 1999). En primer lugar, la *ratio* media de recursos propios se ha elevado de forma significativa a partir de finales de la década de los ochenta, debido a la presión ejercida sobre las entidades de crédito con una capitalización insuficiente. Esta evolución ha atenuado, asimismo, el riesgo de que la evolución de la financiación sea procíclica, al incrementar los excedentes de recursos propios de las entidades. En efecto, las entidades de crédito mantienen frecuentemente estas reservas para hacer frente a pérdidas futuras, reduciendo así el riesgo de déficit de recursos propios cuando empeore la situación económica. Por lo general, en los países de la zona del euro la *ratio* media de recursos propios de las entidades de crédito es actualmente superior al nivel de finales de los años ochenta. La *ratio* de recursos propios agregada (media ponderada) de los países de la zona del euro ha pasado de alrededor de 9 a finales de 1989 a 10,6 a finales de 1999 (según datos de la OCDE y del BPI). La *ratio* media de recursos propios de las 100 mayores entidades de crédito de la zona del euro se situó en torno a 10,9 a finales de 1999 (según la base de datos comercial FitchIBCA BankScope). Su estructura de recursos propios se ve, generalmente, reforzada por la elevada proporción de acciones y participaciones de capital sobre los recursos propios totales.

En segundo lugar, las entidades de crédito suelen ampliar su capital cuando las condiciones

económicas son más favorables, mientras que les resulta más rentable reducir sus créditos o pasar a activos de menor riesgo en períodos de recesión. La evidencia indica, a veces, que las entidades insuficientemente capitalizadas han reducido los créditos en períodos de contracción económica o han abandonado los activos con una elevada ponderación según el riesgo. Sin embargo, es difícil valorar si han actuado así en aplicación de los requisitos de recursos propios o debido a su preocupación por el deterioro de la calidad de los créditos. La evidencia existente a nivel mundial sugiere que, solo durante los períodos de fuerte recesión, los requisitos mínimos establecidos pueden haberse convertido en obligatorios, afectando así al crédito. Si se considera la evolución a lo largo del tiempo en los países de la zona del euro, se observa que, a partir de 1989, los recursos propios totales de las entidades de crédito han tendido a aumentar de forma significativa en los períodos de mayor crecimiento económico, compensando con creces el crecimiento simultáneo de los activos. Por el contrario, en períodos de recesión, el crecimiento de los recursos propios ha descendido, con frecuencia, más que el de los activos. Este patrón indicaría que los recursos propios de las entidades de crédito han actuado eficazmente como amortiguador, absorbiendo las fluctuaciones cíclicas sin necesidad aparente de reducir el crédito debido a la escasez de recursos propios.

Posible aumento de la incidencia procíclica del nuevo Acuerdo

Además de provocar cambios, a lo largo del tiempo, en los recursos propios y en los activos, el nuevo Acuerdo podría dar lugar a que las ponderaciones según el riesgo mostraran, asimismo, una sensibilidad cíclica, originando una elevación de los requisitos de recursos propios durante las fases recesivas. Las ponderaciones según el riesgo pueden tornarse volátiles, especialmente en el enfoque IRB, dado que las estimaciones de la probabilidad de impago efectuadas por las entidades de crédito y, por consiguiente, sus calificaciones internas, podrían variar a lo largo del tiempo, dependiendo de los ciclos económicos (véase ilustración del recua-

dro 2). La encuesta sobre los sistemas internos de calificación de los principales bancos internacionales realizada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (véase «*Range of practice in banks' internal rating systems*», 2000) concluye que las calificaciones de la mayoría de las entidades de crédito se basan en las condiciones actuales de los prestatarios. Por lo general, estas calificaciones solo son válidas durante un horizonte temporal reducido, que no supera el año (medidas del riesgo coyunturales, llamadas «*point-in-time*»). Raras veces las entidades bancarias adoptan un enfoque a más largo plazo o tienen en cuenta la sensibilidad del riesgo de impago al ciclo económico. Este carácter procíclico puede verse también incrementado por el uso de técnicas de reducción del riesgo de crédito, por ejemplo, como consecuencia del aumento de valor de los activos de garantía en períodos de crecimiento.

Las características de las calificaciones internas de las entidades de crédito parecen contrastar con las calificaciones externas de las principales agencias, que, en general, tienen por objeto mantener su validez durante un período de tiempo más largo y resistir las «fluctuaciones cíclicas normales» (calificaciones válidas a lo largo de un ciclo, llamadas «*through-the-cycle*»). En efecto, varios estudios recientes han mostrado que las agencias de calificación crediticia reaccionan con más lentitud y que sus calificaciones suelen cambiar poco. Sin embargo, las calificaciones externas han experimentado cambios significativos en épocas de crisis financieras, tal y como ocurrió en las recientes crisis de los mercados emergentes de 1997 y 1998. Por lo tanto, también las ponderaciones según el riesgo basadas en calificaciones externas podrían ser volátiles en estas situaciones.

La incidencia cuantitativa sobre los actuales requisitos de recursos propios dependería de la composición de la cartera de cada banco. Sin embargo, las ilustraciones del recuadro 2 sugieren que la elevación de la cantidad de recursos propios mínimos exigidos en el enfoque IRB podría ser sustancial en una situación de deterioro económico, debido al nuevo elemento que representa la volatilidad de las medidas relativas a la probabilidad de impago. Por consiguiente, las

entidades de crédito podrían tener que hacer frente a crecientes necesidades de recursos propios en períodos en los que su coste es más elevado, por lo que podrían optar, en cambio, por reducir sus activos, lo que podría intensificar la recesión. En otras palabras, las entidades bancarias podrían volverse vulnerables a un aumento de los riesgos en una fase contractiva del ciclo económico, si no acumulan reservas de recursos propios superiores a los requisitos mínimos en la fase expansiva. Tal y como se señalaba anteriormente, las entidades de crédito mantienen, por lo general, recursos propios que superan el mínimo exigido para evitar sufrir restricciones de capital. Sin embargo, con el enfoque IRB, podrían necesitar unos excedentes

sensiblemente superiores a los de antes, para evitar que la *ratio* de recursos propios mínimos llegue a ser obligatoria en una situación de deterioro económico. El riesgo de que esto pudiera tener consecuencias macroeconómicas adversas dependería de la proporción de entidades de crédito que aplicaran el enfoque IRB.

El problema del posible aumento de la incidencia procíclica de la regulación de los recursos propios con el nuevo Acuerdo ha sido reconocido y analizado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, que presenta algunas soluciones posibles en el segundo documento de consulta. A continuación se examinan con detalle algunas soluciones alternativas.

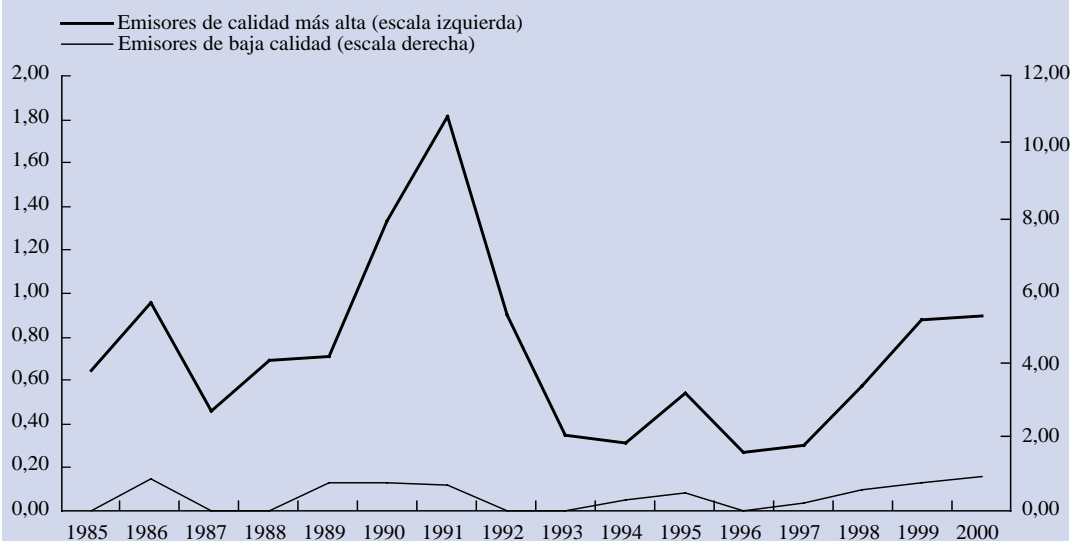
Recuadro 2

Ejemplos ilustrativos de la posible incidencia procíclica de los nuevos requisitos mínimos de recursos propios

Como se comenta en el texto del artículo, la volatilidad de las medidas de las entidades de crédito relativas a la probabilidad de impago de sus prestatarios, y, por lo tanto, de las calificaciones internas, constituye el motivo fundamental del posible aumento del carácter procíclico de los requisitos de recursos propios del nuevo Acuerdo. No es fácil disponer de datos sobre las medidas internas de las entidades de crédito. Sin embargo, la volatilidad de las medidas «*point-in-time*» relativas a la probabilidad de impago podría ser aproximada por la tasa efectiva de impago del conjunto de emisores de bonos calificados por Standard & Poor's (S&P) (véase gráfico A). Esta tasa puede ser representativa de las medidas actualmente consideradas por las entidades de crédito, dado que refleja también la calificación a corto plazo de los prestatarios. Las entidades de crédito

Gráfico A: Tasas efectivas de impago del conjunto de emisores de bonos calificados por S&P, por categoría crediticia

(tasas de impago en porcentaje)



Fuentes: «Ratings Performance in 2000», Standard & Poor's. Las tasas efectivas de impago representan los impagos ocurridos en un conjunto de datos de cerca de 10.000 emisores de bonos calificados por S&P.

también pueden basar sus medidas en las tasas de impago determinadas por las agencias de calificación crediticia. Las tasas de impago tienden a seguir de manera significativa la evolución del ciclo económico, como muestra, por ejemplo, su crecimiento en 1991, que coincidió con la desaceleración de la economía de los países de la OCDE.

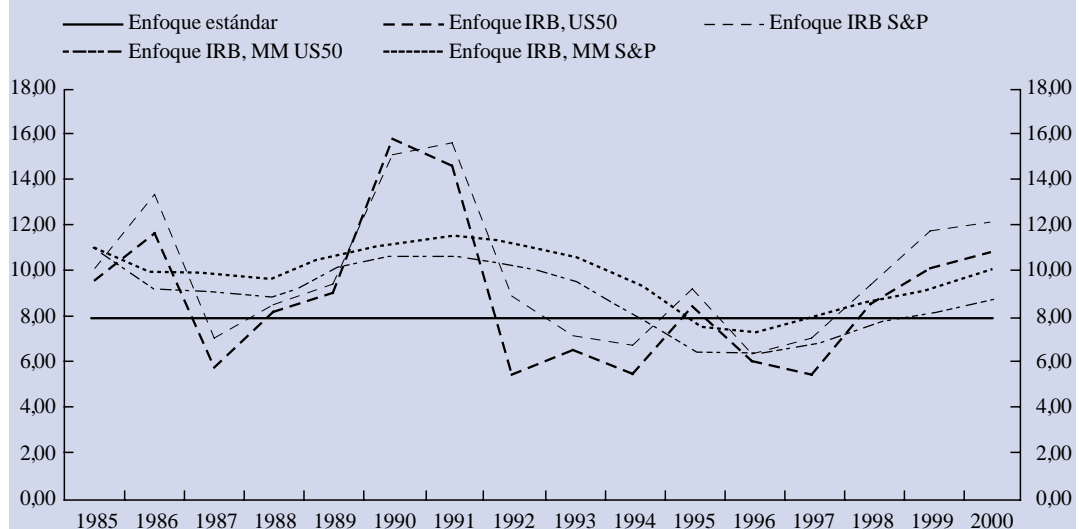
El gráfico B ofrece una idea aproximada de la posible incidencia de la volatilidad de las tasas de impago sobre una cartera de créditos comerciales en el contexto del enfoque IRB, considerando dos estructuras tipo de la cartera de créditos en las que se atribuyen calificaciones externas a los prestatarios. La primera estructura (S&P) se basa en la composición de las actuales calificaciones externas de la base de datos de S&P, mientras que la segunda (US50) se basa en las calificaciones internas de los 50 mayores bancos de Estados Unidos, convertidas a la misma escala de calificaciones externas. La ventaja de esta última es que también incluye préstamos sin calificación externa. Desgraciadamente, parece que este tipo de información no está disponible para las entidades de crédito de la UE.

El gráfico B representa la evolución de los *recursos propios* mínimos necesarios según el enfoque IRB para mantener el 8% de la ratio de recursos propios de las dos carteras, suponiendo que las probabilidades de impago sigan las tasas efectivas de impago de la base de datos S&P. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea proporciona las ponderaciones según el riesgo utilizadas para realizar los cálculos (cuadro 1, supuestos de referencia). La cantidad de recursos propios es igual al 8 en el enfoque estándar, cantidad que no varía porque la composición de *ratings* de la cartera es fija a lo largo del tiempo. En el enfoque IRB, el cálculo aísla el efecto procíclico adicional, debido al nuevo elemento de la volatilidad de las tasas de impago y, por lo tanto, a las variaciones en los activos ponderados según el riesgo. El efecto es bastante significativo: el requisito más bajo de los ejemplos es, aproximadamente, un 60% inferior al requisito más alto en el experimento basado en datos anteriores. Los resultados son bastante similares para las dos muestras de cartera, ya que, si bien la cartera US50 consta de un menor número de prestatarios con una calificación elevada, se concentra más en la gama media de calificaciones, mientras que la cartera S&P está distribuida más por igual entre toda la gama de calificaciones.

La volatilidad adicional de los requisitos de recursos propios podría proceder, asimismo, de variaciones en la composición de la cartera a lo largo del tiempo, ya que es probable que la volatilidad de las tasas de impago de las empresas con peor calificación crediticia sea mayor que la de las empresas con una mejor calificación (véase gráfico A). Así pues, las reestructuraciones de las carteras de los bancos hacia prestatarios con una menor

Gráfico B: Requisitos de recursos propios a lo largo del tiempo para la muestra de carteras

(cantidad expresada en unidades monetarias)



Nota: MM= Media móvil.

Fuentes: «Ratings Performance in 2000», Standard & Poor's, y «Credit Risk Rating Systems at Large US Banks», W. Treacy y M. Carey, Journal of Banking and Finance, 2000, vol. 24.

calificación crediticia, lo que podría suceder como consecuencia de la creciente financiación de las empresas mejor calificadas en los mercados de valores, podría intensificar el carácter procíclico de los requisitos de recursos propios.

El gráfico B muestra también los requisitos mínimos de recursos propios para la muestra de carteras basados en una *media móvil* de las tasas de impago de los cinco años anteriores, observándose que la media a largo plazo, como sugiere el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, podría efectivamente suavizar las fluctuaciones de los requisitos de recursos propios y aliviar las preocupaciones relativas a su carácter procíclico.

Maneras de reducir el riesgo de financiación procíclica

Podrían introducirse algunos elementos para reducir el carácter procíclico de la medición de la propia probabilidad de impago. Basarse en la experiencia pasada y utilizar una media a largo plazo de probabilidades de impago podría ser una solución teóricamente sencilla, aunque excesivamente basada en observaciones pasadas (véase ejemplo en recuadro 2). Otras soluciones podrían ser establecer las probabilidades de impago de una manera conservadora en las fases expansivas, en el caso de prestatarios pertenecientes a sectores cíclicamente sensibles, o realizar evaluaciones más estrictas de la evolución futura mediante análisis de escenarios alternativos o pruebas de escenarios de crisis. Estas opciones no reducirían necesariamente la sensibilidad al riesgo de los requisitos de recursos propios, dado que seguirían reconociéndose las diferencias de riesgo entre prestatarios. En efecto, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea propone que las entidades de crédito cuantifiquen sus estimaciones de probabilidad de impago de una manera conservadora y con visión de futuro o que realicen pruebas de escenarios de crisis para evaluar la adecuación de sus recursos propios.

En cuanto a la viabilidad de estas soluciones, un primer aspecto crucial es la *disponibilidad de los datos*. Según los resultados de la encuesta, las entidades de crédito suelen carecer de datos históricos, por lo que puede no serles posible, al menos en una fase inicial, realizar calificaciones internas estables y conservadoras. El documento consultivo de la UE propone la creación de una *base de datos conjunta* en la que se incluiría la información de las entidades de crédito (conservando el carácter confidencial de la información sobre prestatarios), para permitir,

por ejemplo, una aplicación eficaz del enfoque IRB, en especial por parte de las entidades más pequeñas. Podría respaldarse esta iniciativa, ya que podría ayudar también a las entidades de crédito a establecer calificaciones internas de una manera más fiable y conservadora.

Los *incentivos* constituyen el segundo aspecto crucial. Cuando las entidades de crédito alcanzan un nivel cercano o inferior a los recursos propios mínimos, tienen que hacer frente a costes elevados, como consecuencia, por ejemplo, de costes de financiación y de adquisición de capital potencialmente más elevados, posibles reacciones negativas de los consumidores o intervenciones de las autoridades supervisoras. En estos casos, las entidades de crédito podrían incrementar voluntariamente sus reservas de recursos propios o cambiar sus activos por otros de menor riesgo, lo que contribuiría a reducir el riesgo de financiación procíclica. Sin embargo, en un entorno competitivo, las entidades de crédito podrían infravalorar sus necesidades de recursos propios en la fase expansiva del ciclo económico con el fin de rebajar sus costes de capital. De forma análoga, podrían no ajustar rápidamente sus calificaciones internas a la baja en circunstancias económicas desfavorables. Estas condiciones se agravarían si la entidad se encontrara en una situación financiera deteriorada.

Así pues, parece necesario que, al poner en práctica el nuevo Acuerdo, las *autoridades de supervisión* presten especial atención al carácter estable y conservador de las calificaciones internas de las entidades de crédito. El problema fundamental del carácter procíclico de la financiación reside en la situación coyuntural actual de los sistemas de control interno de los riesgos de las entidades y la falta de valoración de los riesgos cíclicos. Si bien no puede descartarse

que se produzcan cambios espontáneos en las entidades de crédito, estas podrían necesitar cierta orientación por parte de las autoridades supervisoras respecto a la valoración de la evolución de los riesgos a lo largo del tiempo.

Otra solución para mitigar el riesgo de financiación procíclica, analizada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, se basa en el proceso de supervisión. Por ejemplo, podría exigirse a aquellas entidades de crédito que se consideren particularmente sensibles a los ciclos que mantengan reservas de recursos propios superiores al nivel mínimo durante los períodos de fuerte crecimiento económico. Esta solución concedería a los supervisores un alto grado de discrecionalidad.

Asimismo, podrían considerarse otras medidas de supervisión fuera del alcance del Acuerdo, principalmente en lo que respecta a las *prácticas de constitución de provisiones*. Si las entidades de crédito valoraran las pérdidas esperadas teniendo debidamente en cuenta el perfil de riesgo futuro global del crédito a lo largo de los ciclos económicos y constituyeran provisiones para cubrir dichas pérdidas, se crearían unas reservas contra las variaciones cíclicas y la posible escasez de recursos propios. Esta forma de calcular las provisiones se denomina «provisiones dinámicas», en contraposición con las «provisiones estáticas», que son las más utilizadas en

la actualidad y que se constituyen solo en caso de deterioro de los activos. Las provisiones dinámicas son deseables desde el punto de vista de la estabilidad financiera y su implantación debería investigarse más a fondo. Pueden existir ciertos obstáculos a la constitución de provisiones dinámicas tanto desde el punto de vista de las prácticas contables como desde la fiscalidad. Sin embargo, en la mayor parte de los países de la zona del euro, en los que se permite la constitución de provisiones para insolvencias incluso para activos no deteriorados, las normas contables podrían no representar un obstáculo insuperable.

En conclusión, es aconsejable que las autoridades supervisoras presten atención a la cuestión del carácter procíclico de la financiación al poner en práctica el nuevo Acuerdo. Los supervisores de la UE podrían tener un interés común en abordar este tema, dado que las condiciones macroeconómicas están cada vez más interrelacionadas, especialmente en la zona de la moneda única. Las posibles maneras de mitigar el riesgo de financiación procíclica mediante calificaciones internas más conservadoras y con una mayor perspectiva del futuro y contramedidas específicas por parte de los supervisores, principalmente orientadas a la constitución de provisiones dinámicas, no deberían considerarse mutuamente excluyentes, sino complementarias.

3 Otras cuestiones relativas a los recursos propios mínimos

3.1 Incentivos para establecer sistemas internos de gestión de riesgos

Una de las principales innovaciones del nuevo Acuerdo es el reconocimiento de las medidas internas de riesgo, con los correspondientes incentivos para favorecer el establecimiento de sistemas internos de gestión de riesgos. Sin embargo, los potenciales efectos beneficiosos de esta innovación dependen, fundamentalmente, del número de entidades de crédito que utilicen efectivamente el enfoque IRB. En especial, las entidades de tamaño pequeño y mediano pueden no tener todavía sistemas internos de calificación o, en caso de tenerlos, puede que

no estén lo suficientemente desarrollados para cumplir inmediatamente las normas establecidas por las autoridades supervisoras.

Pueden existir obstáculos para la implantación del enfoque IRB

A la hora de aplicar el enfoque IRB, el primer obstáculo puede residir en la *estructura de incentivos* del nuevo marco. La gama de ponderaciones según el riesgo es notablemente más amplia en el enfoque IRB que en el enfoque estándar, por lo que serían las entidades de crédito con una cartera crediticia concentrada en prestatarios de

bajo riesgo las que encuentren un mayor incentivo para utilizar el enfoque IRB, ya que los recursos propios mínimos exigidos en estos casos son menores (tal como puede verse en el recuadro 3). Por el contrario, las entidades de crédito con una cartera de alto riesgo pueden preferir el enfoque estándar. Un obstáculo adicional al uso del enfoque IRB puede deberse también al hecho de que las ponderaciones según el riesgo pueden elevarse con el vencimiento de los préstamos. Dado que no existe ajuste por vencimiento en el enfoque estándar, cuanto mayor sea el vencimiento, mayor sería también la discrepancia entre los dos enfoques.

Así pues, las entidades que más se beneficiarían del desarrollo de técnicas internas más avanzadas de gestión del riesgo de crédito podrían ser, en realidad, las que tuvieran menos incentivos para desarrollar dichas técnicas. Otro obstáculo podría ser también la volatilidad de los requisitos de recursos propios, calculada según el enfoque IRB. Si las entidades que se centran en el bajo riesgo optan por el enfoque IRB y las que se centran en el alto riesgo eligen el enfoque estándar, el requisito mínimo de recursos propios para la totalidad del sistema bancario podría también descender.

Recuadro 3

Comparación de los enfoques estándar e IRB para los créditos a empresas

El gráfico siguiente recoge una valoración de los incentivos que tienen las entidades de crédito para pasar del enfoque estándar al enfoque IRB, al comparar las ponderaciones según el riesgo aplicadas a las empresas contrapartes de los bancos de acuerdo con los dos enfoques. En el gráfico, las ponderaciones según el riesgo en el enfoque IRB se expresan en porcentaje de las ponderaciones según el riesgo en el enfoque estándar. La comparación se basa en los supuestos de referencia del enfoque IRB (descritos en el cuadro 1) y se efectúa para distintos niveles de calidad de los activos de las entidades de crédito, conforme a calificaciones externas. Las ponderaciones según el riesgo se obtienen a partir de diversas calificaciones externas, en primer lugar, convirtiendo las calificaciones en las probabilidades de impago respectivas (como en el cuadro 1) y, en segundo lugar, traduciendo estas tasas de impago a ponderaciones según el riesgo, basándose en las estimaciones previstas actualmente por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

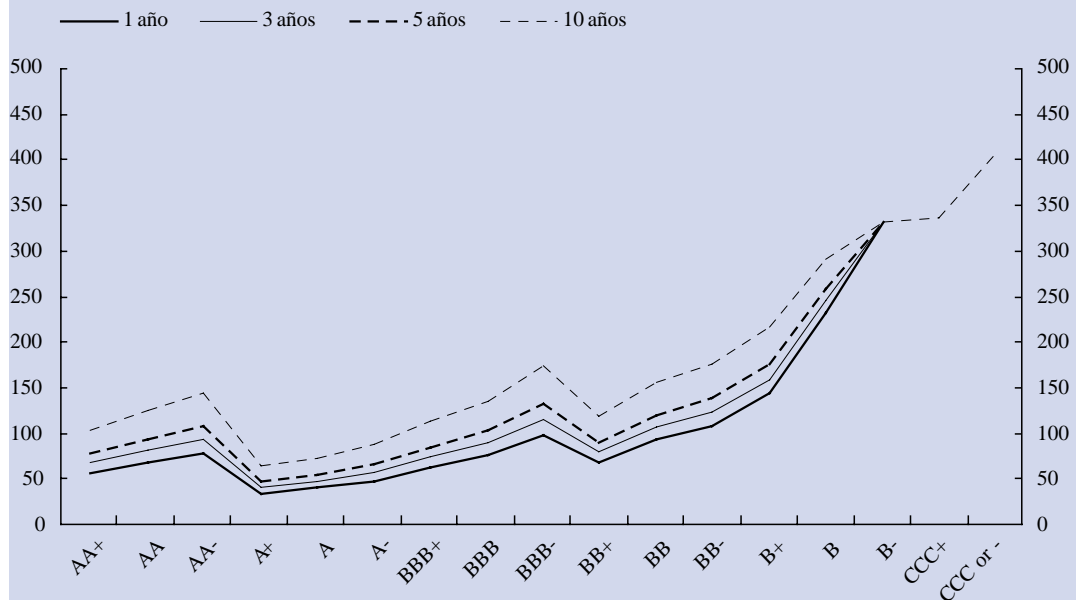
El ejercicio no tiene en cuenta otros aspectos, como la reducción de los riesgos de crédito mediante el empleo de garantías, avales o derivados de crédito. No obstante, la comparación incluye el efecto de los ajustes por vencimiento de las ponderaciones según el riesgo en el enfoque IRB, ya que podría constituir una importante fuente de discrepancia entre los dos enfoques. En el enfoque estándar no se considera ningún ajuste por vencimiento, que sí se aplica en el enfoque IRB avanzado y, posiblemente también, en el enfoque IRB básico (aunque el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea prevé la posibilidad de que no se considere el vencimiento en el enfoque básico). El Comité propone actualmente dos modelos para el cálculo del ajuste por vencimiento, a saber, los modelos de «impago» y de «valor de mercado». Aquí solo se presenta el primer modelo, ya que el modelo alternativo produciría básicamente el mismo tipo de resultados, aunque el vencimiento afecta más a las ponderaciones según el riesgo en el modelo de «valor de mercado». Este modelo recurre a una amplia definición de riesgo de crédito, que incorpora elementos como la rebaja de calificaciones o como las variaciones en los diferenciales de crédito, y no solo a la existencia de impagos como en el modelo de «impago».

El gráfico pone de manifiesto que las entidades de crédito podrían ser más proclives a optar por el enfoque IRB, que es más sensible al riesgo (ya sea en su versión avanzada o básica), cuando tienen exposiciones de mayor calidad crediticia, y que se produce el resultado contrario con las contrapartes que han recibido una calificación menos favorable. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea exige que las entidades de crédito apliquen de forma homogénea el enfoque estándar o el enfoque IRB a sus principales carteras. En el caso de un crédito con un vencimiento igual o inferior a tres años, el enfoque IRB suele ser más favorable que el enfoque estándar para los prestatarios con una calificación hasta BBB-/BB+, es decir, para prestatarios con una calificación más alta (*investment grade*). Los prestatarios con una calificación más baja

(*speculative grade*) reciben una ponderación según el riesgo que puede ser hasta cuatro veces superior en el enfoque IRB. En el caso de vencimientos a plazo más largos, es decir, créditos a cinco o diez años, el punto de corte se produce en una calificación más elevada.

La diversificación real de carteras entre prestatarios con distinta calidad crediticia será la que determine la existencia o no de incentivos suficientes para aplicar el enfoque IRB. Para las dos muestras de cartera utilizadas en el recuadro 1, el enfoque IRB parece llevar en estos momentos a unos requisitos de recursos propios más elevados (con tasas de impago para el año 2000). Cabe observar que las variaciones en las tasas de impago a lo largo del tiempo influirán en la comparación entre el enfoque IRB y el enfoque estándar.

Ponderaciones según el riesgo en el enfoque IRB (ajuste por vencimiento según el modelo de «impago»), en porcentaje de las ponderaciones según el riesgo en el enfoque estándar



Fuentes: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y KMV Corporation.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea reconoce el problema y propone alguna reducción de los requisitos de recursos propios para las entidades de crédito que apliquen el enfoque IRB y recompensas adicionales por utilizar el enfoque avanzado. Sin embargo, estos incentivos pueden no ser decisivos para las entidades con carteras de más alto riesgo.

El segundo obstáculo puede estar relacionado con los costes que supone el desarrollo de sistemas internos de calificación lo suficientemente rigurosos. Al ser muy elevados los costes fijos de inversión, solo los bancos de gran tamaño podrían acometer dichas inversiones. La creación de amplias bases de datos sobre prestatarios e impagos

que permitan estimar de manera fiable la probabilidad de impago puede ser particularmente onerosa. Por consiguiente, una solución para muchas entidades podría ser la utilización de métodos y bases de datos comerciales ya existentes. El desarrollo de la base de datos conjunta mencionada anteriormente podría favorecer el establecimiento de sistemas internos de calificación en las entidades de tamaño pequeño y mediano. Asimismo, permitiría comprobar los sistemas individuales, facilitando así su reconocimiento oficial con unos criterios homogéneos. Evidentemente, la colaboración entre bancos no debería suponer liberar a entidades concretas de la responsabilidad de la gestión del riesgo o alterar la igualdad competitiva en los mercados de crédito.

En conclusión, la elevada sensibilidad al riesgo del enfoque IRB puede obstaculizar su aplicación generalizada por las entidades de crédito que tengan carteras de alto riesgo, con lo que podría producirse una separación no deseada entre entidades que utilicen el enfoque estándar y entidades que empleen el enfoque IRB. Debe considerarse esta cuestión a la hora de valorar el enfoque IRB. El Acuerdo prevé también la posibilidad de atribuir a las autoridades supervisoras una importante función, consistente en ejercer presiones a favor de la creación de sistemas de gestión de riesgos eficientes, la utilización del enfoque IRB y la definición de objetivos de recursos propios ajustados al riesgo.

3.2 Implicaciones para la actividad interbancaria

El nuevo Acuerdo podría tener cierta influencia sobre el reparto del negocio del mercado interbancario entre las entidades que participan en él, dado que los requisitos de recursos propios podrían afectar a las decisiones de préstamo de las entidades de crédito. En principio, las implicaciones para la estructura de las actividades interbancarias podrían ser muy diferentes, de-

pendiendo de la opción elegida por los supervisores o las entidades de crédito para establecer los requisitos de recursos propios. En el presente artículo se examina esta cuestión desde la perspectiva de la zona del euro.

En la primera opción del enfoque estándar (basada en las calificaciones de los emisores soberanos), a todas las contrapartes nacionales se les asignaría una misma ponderación según el riesgo, sin que ello afecte significativamente a la estructura del mercado interbancario de la zona del euro. En la segunda opción del enfoque estándar (basada en las calificaciones externas de las contrapartes interbancarias), los mayores requisitos de recursos propios que se exigirían a las operaciones con entidades de crédito con una calificación más baja (véase cuadro 2) podrían, en principio, reforzar la concentración de la actividad interbancaria en las entidades de mayor tamaño y calificación más elevada. A su vez, ello podría inducir una mayor concentración de riesgos. Con el enfoque IRB, podría producirse un efecto similar.

Sin embargo, la consolidación de un mercado interbancario más integrado ha reducido los temores de una excesiva concentración en la zona del

Cuadro 2

Entidades de crédito de la zona del euro por categoría de calificación (diciembre del 2000)

Calificación externa	Ponderación según el riesgo (%) ¹⁾	Ponderación según el riesgo a corto plazo (%) ^{1) 2)}	Entidades EONIA ³⁾		Otras 300 principales entidades (distintas de EONIA)		Total	
			Nº ⁴⁾	PP(%) ⁵⁾	Nº	PP(%)	Nº	PP(%)
AAA a AA-	20	20	18	51	16	11	34	38
A+ a A-	50	20	17	38	45	15	62	30
BBB+ a BBB-	50	20	1	1	5	1	6	1
BB+ a B-	100	50	0	0	0	0	0	0
Inferior a B-	150	150	0	0	0	0	0	0
Sin calificar	50	20	10	10	234	73	244	31
Total			46	100	300	100	346	100

Fuente: FitchIBCA BankScope.

1) Ponderaciones según el riesgo en el enfoque estándar, Opción 2 (basada en calificaciones de entidades de crédito).

2) Activos a corto plazo con plazo a la emisión de hasta tres meses.

3) Las entidades de crédito EONIA (Índice medio del tipo del euro a un día) son los principales bancos que operan en los mercados interbancarios de la zona del euro. (El cuadro recoge las entidades EONIA de la zona del euro).

4) Nº= Número de entidades incluidas en una calificación crediticia según las calificaciones de deuda a largo plazo de Standard & Poor's.

5) PP= Proporción de pasivos de las entidades incluidas en una determinada calificación respecto al total de pasivos interbancarios de las entidades de un determinado tamaño.

euro. Por otra parte, en esta zona, la proporción de operaciones con vencimiento inferior a tres meses se sitúa en torno al 80% en las operaciones más corrientes de préstamo interbancario sin garantía. Estos riesgos se beneficiarían del tratamiento favorable obtenido con la segunda opción, dado que la ponderación del riesgo no superaría el 20% para todos los créditos a corto plazo sin calificar o con una calificación superior a BBB-. Como puede verse en el cuadro 2, prácticamente todos los préstamos interbancarios a corto plazo de entidades bancarias de la zona del euro cumplirían esta condición, ya que la mayor parte de los participantes, excluidas las grandes entidades mayoristas con una calificación elevada (entidades EONIA), no están calificados y recibirían, por lo tanto, una ponderación del 20%. Además, el número relativamente más reducido de créditos a largo plazo que se verían afectados podrían sustituirse por contratos a más corto plazo. Por lo general, la menor exigencia de recursos propios para los préstamos a corto plazo po-

dría mitigar de forma significativa los efectos sobre la distribución del negocio en el mercado interbancario.

Por lo tanto, desde la perspectiva de la zona del euro, la elección entre las opciones no sería, probablemente, muy decisiva en cuanto sus efectos sobre la estructura del mercado interbancario, y la incidencia general del nuevo Acuerdo a este respecto sería limitada. Sin embargo, la primera opción del enfoque estándar podría conducir a situaciones en las que se preste dinero a entidades de crédito de alto riesgo, con unos requisitos de recursos propios reducidos. Esto podría alterar la valoración del riesgo de contraparte por parte de las entidades acreedoras. La segunda opción podría ser más beneficiosa en este sentido y podría, asimismo, impedir que las entidades de crédito recibieran un trato de favor en épocas de crisis, dado que su calificación se basaría en el estado financiero de las entidades individuales y no en el de su país de origen.

4 Contribución del proceso de supervisión y de la disciplina de mercado a la solvencia bancaria

4.1 Eficacia del proceso de supervisión

En el proceso de supervisión previsto (segundo pilar), los supervisores deberán valorar el nivel de capitalización de las entidades de crédito, basándose en una serie de factores —tales como la experiencia y profesionalidad de los directivos, la propensión al riesgo y la adecuación de los sistemas de control y de gestión de riesgos de la entidad— y adoptar las medidas correctoras que consideren necesarias. Con ello, la función de los supervisores se ve notablemente potenciada.

Sin embargo, el documento consultivo no ofrece una *orientación* muy específica en cuanto a las *medidas que han de adoptar los supervisores*. Los considerables recursos requeridos y la complejidad del proceso de supervisión podrían limitar su alcance. De todos modos, para una aplicación eficaz del segundo pilar, podría ser necesario incrementar las competencias de las autoridades supervisoras en determinados países o eliminar las restricciones jurídicas al poder discrecional de dichas autoridades.

Un problema adicional es que los elementos subjetivos del enfoque IRB y del proceso de supervisión puedan distorsionar el principio de *igualdad internacional* en la aplicación de las normas de recursos propios, especialmente debido a las grandes diferencias existentes entre las prácticas de supervisión de los distintos países. A menos que se establezca un marco de coordinación más concreto y unas normas más específicas entre las distintas autoridades supervisoras, será difícil garantizar una aplicación uniforme del nuevo Acuerdo a escala internacional. De alguna manera, se trata de una cuestión de «normas frente a discrecionalidad», dado que las ventajas derivadas de la mayor flexibilidad asociada a una mayor discrecionalidad deben contraponerse a los inconvenientes que suponen las posibles discrepancias nacionales en la aplicación del nuevo Acuerdo.

La UE constituye un modelo específico de coordinación internacional al disponer de una legislación comunitaria armonizada para el sector bancario (así como para el de valores y de seguros) y al haber alcanzado ya un elevado grado

de integración de los mercados monetarios y de capital desde la introducción de la moneda única. En este entorno de mayor integración, la convergencia de las prácticas de supervisión sería especialmente importante. El Informe sobre Estabilidad Financiera presentado por el Comité Económico y Financiero en abril del 2000 ponía también de manifiesto la necesidad de avanzar hacia la convergencia de las prácticas de supervisión. Este tema ha suscitado mucho interés en los principales foros de supervisión de la UE (el Comité Consultivo Bancario, el Comité de Supervisión Bancaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Grupo de Contacto). Sin embargo, quedarían por resolver numerosas cuestiones legales y prácticas. Hasta la fecha, los trabajos realizados en el seno de la UE se han centrado, principalmente, en determinar las áreas prioritarias y en llegar a un acuerdo sobre los principios básicos relativos a unos métodos de valoración de riesgos uniformes.

4.2 Función complementaria de la disciplina de mercado

En el nuevo marco se ha atribuido por primera vez una función explícita a la disciplina de mercado (tercer pilar). Dado que los requisitos de recursos propios se establecerán de una manera menos directa y más subjetiva, el hacer intervenir a los participantes en el mercado como «revisores externos» de los sistemas de gestión de riesgos y de asignación de recursos propios de las entidades de crédito puede representar un factor de disciplina para dichas entidades y, posiblemente, propiciar también la convergencia en cuanto a los criterios de actuación de las autoridades supervisoras. Considerando que el nuevo Acuerdo refuerza la conexión entre la *ratio* de recursos propios declarada y los riesgos subyacentes de las entidades de crédito, la *ratio* tendrá un mayor valor informativo y podría tener una mayor incidencia sobre el coste de financiación de las entidades, lo que podría suponer un incentivo para mejorar la gestión de riesgos y constituir los excedentes de recursos propios adecuados.

Tal como recomienda de forma especial el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, una *información puntual y precisa* es una condición ne-

cesaria para asegurar la eficacia de la disciplina de mercado. El Comité aboga por la adopción de obligaciones de información, con medidas correctoras claras en caso de que la información proporcionada sea incompleta o inexacta. Las obligaciones de información se aplicarían a tres grandes áreas: nivel adecuado y composición de los recursos propios, exposición al riesgo y procesos de gestión de riesgos y ámbito de aplicación del nuevo Acuerdo a las distintas entidades de los grupos financieros. Debido a la falta de transparencia de los actuales procesos de calificación de riesgos de las distintas entidades de crédito, debería prestarse especial atención a la información relativa a las características cualitativas de los sistemas internos de las entidades.

Las propuestas representarían, en general, un paso importante hacia la mejora y la ampliación de la información. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea propone una formulación flexible de las obligaciones de información, recomendando que las entidades de crédito internacionales con una estructura más compleja hagan pública la gama completa de datos básicos y complementarios. Todas las demás entidades presentarían solo la información básica, si se considera importante. En cuanto a las entidades de tamaño más pequeño, debería estudiarse el objeto y la necesidad de proporcionar información, con el fin de evitarles una carga de trabajo innecesaria.

Necesidad de fomentar un avance en la armonización contable y en la «cultura de la transparencia informativa»

Uno de los principales obstáculos para conseguir la plena eficacia de la disciplina de mercado podría ser la falta de armonización internacional de los *principios contables*, que impediría la comparación entre entidades de crédito pertenecientes a jurisdicciones diferentes. Incluso en una zona bastante homogénea como la UE, las definiciones de las principales partidas a tener en cuenta para evaluar la solvencia de una entidad de crédito, tales como las provisiones para insolvencias y los activos morosos, pueden diferir sensiblemente de un país a otro. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está trabajando sobre este tema.

Otro obstáculo podría ser la falta de madurez de la «cultura de la transparencia informativa». En la UE, la *frecuencia* con que las entidades de crédito hacen públicos sus datos es mucho menor que en Estados Unidos. A partir de la información obtenida de las bases de datos comerciales, que pueden ser insuficientes para ofrecer un cuadro completo de la situación, se observa, por ejemplo, que la proporción de entidades cotizadas que publican sus cuentas con periodicidad semestral en la zona del euro o en la UE podría ser menos de la mitad de la registrada en Estados Unidos (véase cuadro 3). Tal como señala, con razón, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en la mayoría de los casos, sería necesario ofrecer mayor cantidad de información con una periodicidad inferior a la anual. Por otro lado, el *contenido* de la información parece ser más amplio en las entidades estadounidenses. Por ejemplo, la proporción de entidades estadounidenses cotizadas que publican información sobre sus créditos morosos parece ser más del doble de la observada en la zona del euro o en la UE. Además, en la UE, la información complementaria sobre la calidad de los activos de las entidades de crédito sigue siendo bastante limitada. La información publicada por las entidades no cotizadas, que no tienen que cumplir las normas exigidas en caso de emitir valores cotizados en dichos mercados, suele ser notablemente más reducida que la de las entidades cotizadas. En la UE pueden darse también variaciones significativas en las obligaciones de información establecidas por los distintos países.

Por lo que se refiere al acceso a la información publicada, la creación y utilización de páginas en Internet están mejorando la situación. A finales del 2000, un elevado número de entidades de crédito de la UE habían creado ya sus sitios en Internet (véase cuadro 3).

La aplicación del nuevo Acuerdo brinda la *oportunidad* de mejorar la situación, lo que podría ser de especial interés en la UE. Ello exigirá un esfuerzo internacional para conseguir unas normas contables más armonizadas e incrementar la información publicada por las entidades de crédito, en línea con las propuestas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. La aplicación rápida y eficaz de las obligaciones de información podría resultar problemática, como consecuencia de las diferencias existentes entre las competencias de las autoridades supervisoras para hacer cumplir estas obligaciones. Por lo tanto, hay que acoger con satisfacción la propuesta que figura en el documento de consulta de la UE en el sentido de que el nuevo marco atribuya a los supervisores de la UE las competencias jurídicas necesarias a estos efectos. Por otra parte, no solo debe aumentar el nivel de información, sino que deben reducirse, al mismo tiempo, las diferencias existentes entre los países. La eficacia de la disciplina de mercado en la UE podría resentirse si algunas autoridades aplicasen las nuevas obligaciones de información de una manera menos restrictiva.

Cuadro 3

Información por entidades cotizadas en países de la UE y Estados Unidos (diciembre del 2000)

	Número de entidades cotizadas	Porcentaje de entidades cotizadas que proporcionan:				Número de entidades cotizadas que emiten deuda subordinada	Deuda subordinada en porcentaje de activos totales ²⁾
		Cuentas trimestrales	Cuentas semestrales	Sitios Internet	Información sobre créditos morosos ¹⁾		
Zona del euro	230	4,3	33,9	74,8	41,7	147	1,5
UE	343	3,8	34,7	72,9	37,9	201	1,6
Estados Unidos	235	87,2	88,5	91,5	91,9	217	1,6

Fuente: FitchIBCA BankScope.

1) Créditos vencidos, créditos renegociados y otros créditos morosos.

2) Deuda subordinada total dividida por activos totales de todas las entidades cotizadas.

Por último, la divulgación de información por sí sola no es condición suficiente para asegurar la disciplina de mercado. Los partícipes de las entidades de crédito necesitan tener incentivos para vigilarlas y controlar la gestión de sus directivos. Un número adecuado de acreedores que no estén cubiertos por un fondo de garantía de depósitos parece ser el principal factor de disciplina de mercado. Estos acreedores (tenedores de bonos y prestamistas interbancarios) tienen un mayor incentivo para vigilar el nivel de recursos propios y la política de asunción de riesgos de las entidades, exigiendo una mayor prima si aumenta su riesgo de crédito. Recientemente se ha discutido el papel beneficioso de la deuda subordinada, dado que los tenedores son acreedores secundarios y corren un mayor riesgo de perder su inversión. Los accionistas pueden tener un incentivo para asumir ellos mismos mayores riesgos, debi-

do a la responsabilidad limitada y a los incentivos adversos relacionados con los fondos de garantía de depósitos. Sin embargo, la importancia de este efecto puede ser sobrevalorada para las entidades de crédito que están en una situación patrimonial lejana a la insolvencia. En el cuadro 3 se observa que el número de entidades cotizadas que emiten deuda subordinada y que la proporción de esta sobre los activos totales son, en general, similares en la UE y en Estados Unidos. Por otro lado, el número de entidades cotizadas es comparativamente elevado en la UE. Por consiguiente, desde esta perspectiva (sin tener en cuenta la estructura de la cartera de valores y otras cuestiones relativas a la buena gestión de las entidades), las condiciones previas para el buen funcionamiento de la disciplina de mercado en la UE podrían ser tan buenas como las existentes en Estados Unidos.

Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

En el presente Boletín Mensual del BCE se publican por primera vez datos de las cuentas financieras trimestrales de los sectores no financieros de la zona del euro. En este momento, los datos abarcan el período comprendido entre el cuarto trimestre de 1997 y el segundo trimestre del 2000. Este artículo ofrece una panorámica del marco metodológico en que se basa el nuevo Cuadro de Financiación e Inversión y analiza la estructura y la evolución de los principales componentes de la financiación y de la inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro.

En el período en estudio, las necesidades de financiación de los sectores no financieros crecieron ininterrumpidamente, a tasas anuales cercanas al 6%. Mientras que en las Administraciones Públicas la demanda de fondos fue relativamente moderada, en el sector privado, y sobre todo en el sector hogares, se observaron aumentos más significativos. En cuanto a la inversión financiera, el sector privado prefirió los activos a largo plazo, en particular las participaciones en fondos de inversión, las acciones cotizadas y los productos de seguro, lo que refleja, en parte, la necesidad cada vez mayor de asegurarse la jubilación. Las importantes adquisiciones netas de acciones cotizadas y de participaciones en fondos de inversión se vieron acompañadas por el alza de las cotizaciones bursátiles, resultando en un aumento considerable de los activos financieros.

I Introducción

En el presente *Boletín Mensual*, el BCE publica por primera vez datos de las cuentas financieras trimestrales, que proporcionan una panorámica de las operaciones y de los saldos vivos de los sectores no financieros de la zona del euro. Los datos se basan en estadísticas bancarias y de emisiones de valores, en estadísticas de las Administraciones Públicas, en las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas bancarias internacionales del BPI. Si bien los doce países que participan en el zona del euro contribuyen a las estadísticas de dicha zona, Irlanda y Luxemburgo todavía no han proporcionado datos de las cuentas financieras nacionales trimestrales. Las cifras disponibles en la actualidad cubren el período transcurrido entre el cuarto trimestre de 1997 y el segundo trimestre del 2000.

Los nuevos datos presentados en el Cuadro de Financiación e Inversión se basan en el sistema estadístico que se describe en el «sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad» (SEC 95).¹ Este sistema se compone esencialmente de tres elementos: 1) la agrupación de los agentes económicos en sectores económicos; 2) la selección de los componentes de la financiación y de la inversión financiera, y 3) la relación entre saldos y operaciones.²

- En el Cuadro de Financiación e Inversión, se supone que la economía de la zona del euro se compone de dos tipos principales de sectores, esto es, los sectores no financieros (Administraciones Públicas, sociedades no financieras y hogares, incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) y los sectores financieros (instituciones financieras monetarias (IFM), otros intermediarios financieros, incluidos los auxiliares financieros, y empresas de seguros y fondos de pensiones).
- Las nuevas estadísticas se centran en las actividades de financiación y de inversión de los sectores no financieros, abarcando la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos definidas en el SEC 95. Estas categorías son el efectivo y los depósitos, los préstamos, los valores distintos de acciones (excluidos los derivados financieros), las acciones (excluidas las acciones no cotizadas) y determinados productos de seguro (denominados «reservas técnicas de seguro» en el SEC 95, ya que constituyen las provisiones de los fondos de pensiones, de las empresas de seguros y de las sociedades no financieras para cubrir los derechos de los tenedores de pólizas). En

¹ Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo, de 25 de junio de 1996, relativo al sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad (SEC 95).

² Para más detalles, véase la nota metodológica en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.int>

Cuadro I**Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros de la zona del euro a mediados del 2000 ¹⁾***(saldos vivos)*

Principales activos financieros	mm de euros	%	Principales pasivos	mm de euros	%
Total	14.535	100,0	Total	15.526	100,0
Efectivo y depósitos	4.897	33,7	Préstamos	6.951	44,8
Efectivo	341	2,3	a) concedidos por		
Depósitos en	4.556	31,3	IFM de la zona del euro	6.261	40,3
IFM de la zona del euro	4.405	30,3	Otros intermediarios financieros	690	4,4
No IFM	150	1,0	b) concedidos a		
Valores distintos de acciones	1.592	11,0	Administraciones Públicas	885	5,7
A corto plazo	161	1,1	A corto plazo	42	0,3
A largo plazo	1.432	9,8	A largo plazo	844	5,4
Acciones ²⁾	4.908	33,8	Sociedades no financieras	2.994	19,3
Acciones cotizadas	2.952	20,3	A corto plazo	1.088	7,0
Participaciones en fondos de inversión	1.956	13,5	A largo plazo	1.905	12,3
Participaciones en fondos del mercado monetario	221	1,5	Hogares ³⁾	3.072	19,8
Reservas técnicas de seguro	3.138	21,6	A corto plazo	274	1,8
Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	2.829	19,5	A largo plazo	2.798	18,0
Reservas para primas y reservas para siniestros	309	2,1	Valores distintos de acciones	4.003	25,8
			Administraciones Públicas	3.600	23,2
			A corto plazo	425	2,7
			A largo plazo	3.175	20,4
			Sociedades no financieras	403	2,6
			A corto plazo	91	0,6
			A largo plazo	312	2,0
			Acciones cotizadas		
			emitidas por sociedades no financieras	4.157	26,8
			Depósitos		
			de la Administración Central	148	1,0
			Reservas de los fondos de pensiones		
			de las sociedades no financieras	267	1,7

Fuente: BCE.

- 1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares, incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 2) Excluidas las acciones no cotizadas.
- 3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

esencia, se trata de instrumentos que las instituciones financieras intermedian a favor de los sectores no financieros o que se negocian en los mercados de capitales.³

- Los pasivos y activos financieros vivos constituyen los «saldos» en el marco de las cuentas financieras. Las «operaciones financieras» recogen las decisiones de financiación e inversión financiera durante el trimestre. Las variaciones en los saldos son resultado de las citadas operaciones, pero también de las revalorizaciones y de otras variaciones tales como el saneamiento total o parcial de los préstamos, y las reclasificaciones entre categorías de activos financieros y de pasivos y entre sectores.

3 No se dispone de información sobre otros instrumentos financieros (derivados financieros, acciones no cotizadas, valores distintos de acciones y otras cuentas pendientes de cobro y pago). Lo mismo sucede con los créditos concedidos por las Administraciones Públicas y por las sociedades no financieras.

En el cuadro 6. I de la sección «Estadísticas de la zona del euro» se presenta información más detallada.⁴ El cuadro I ofrece una panorámica de estos datos y muestra las principales rúbricas de la financiación y de la inversión financiera de los sectores no financieros, en términos de saldos vivos, a partir de mediados del año 2000.

4 En el cuadro 6.2 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín Mensual figuran algunos datos anuales sobre ahorro, inversión y financiación en la zona del euro como primer paso hacia la presentación de datos más completos de cuentas por sectores, basados en el SEC 95. No obstante, estos datos anuales no son compatibles todavía con los datos trimestrales de las operaciones financieras que aparecen en el cuadro 6.1

2 El balance financiero de los sectores no financieros de la zona del euro

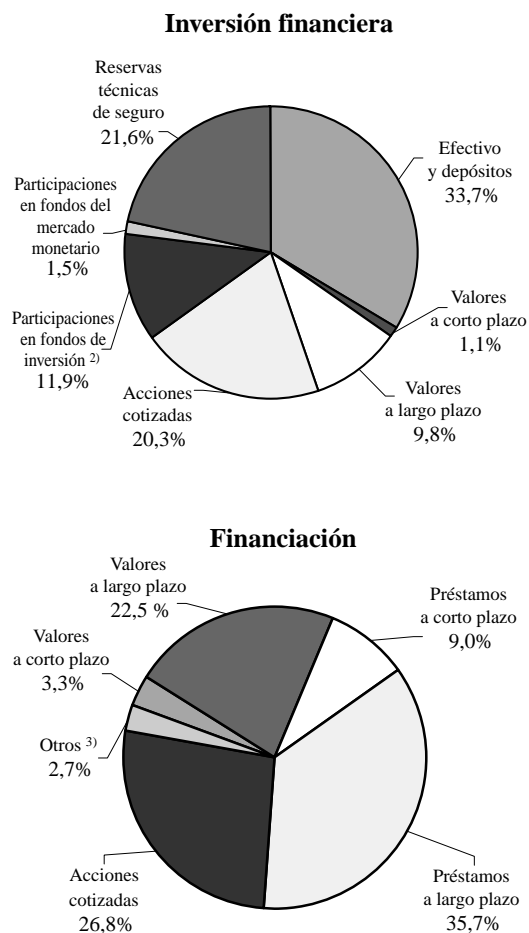
Los activos financieros que figuran en el cuadro I ascendían, a mediados del año 2000, a 14.535 mm de euros (alrededor del 230% del PIB anual de la zona del euro). Los valores, incluidas las acciones cotizadas, representaban casi la mitad de esta cifra, y el efectivo y los depósitos, un tercio. Las reservas técnicas de seguro suponían un quinto de los activos financieros incluidos en el cuadro (véase gráfico 1).

Los pasivos que figuran en el cuadro I ascendían, a mediados del año 2000, a 15.526 mm de euros

Gráfico 1

Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros de la zona del euro a mediados del año 2000 ¹⁾

(saldos vivos de los principales componentes en porcentaje del total)



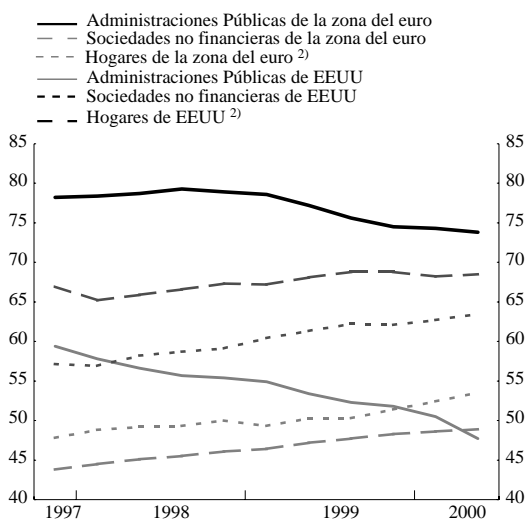
Fuente: BCE.

- 1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares, incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 2) Excluidas la participaciones en fondos del mercado monetario.
- 3) Depósitos de la Administración Central y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras.

Gráfico 2

Deuda de los sectores no financieros de la zona del euro y de Estados Unidos ¹⁾

(saldos vivos en porcentaje del PIB anual, fin de período)



Fuentes: BCE y Comité de Gobernadores de la Reserva Federal.

- 1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares, incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 2) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

(un 250% del PIB). Los valores, incluidas las acciones cotizadas, representaban más de la mitad de las fuentes de financiación de los sectores no financieros, y los préstamos, en torno al 45%. La mayor parte de la financiación (casi el 90% de los pasivos) tenía un vencimiento superior a un año.

Los datos también permiten el cálculo de agregados de deuda para cada uno de los sectores no financieros, es decir, las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares. La deuda comprende los pasivos que se recogen en el cuadro I, excluidas las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras. En la zona del euro, la deuda en que habían incurrido los sectores no financieros a mediados del año 2000 era equivalente a un 180% del PIB. Esta *ratio* es similar a la *ratio* correspondiente de Estados Unidos. El detalle por sectores mostraba *ratios* de deuda más bajos para los sectores privados de la zona del euro que para Estados Unidos (véase gráfico 2). Por el contrario, la *ratio* de deuda de las Adminis-

traciones Públicas en relación con el PIB fue más elevada en la zona del euro que en Estados Unidos. A mediados del año 2000, las *ratios* respectivas se situaban en el 75% en la zona del euro y en el 48% en Estados Unidos, después de que, en los últimos años, la reducción hubiese sido mucho más rápida en Estados Unidos que en la zona del euro. En términos de categorías de pasivos, la

estructura de la deuda de los sectores no financieros era prácticamente similar, con alrededor de un 60% de préstamos y un 40% de valores, en la zona del euro y en Estados Unidos. Mientras que, en Estados Unidos, la financiación de las Administraciones Públicas se componía fundamentalmente de valores a largo plazo, la deuda del sector privado consistía básicamente en créditos bancarios.

3 La financiación de los sectores no financieros

En el cuadro 2 se resume la evolución que se produjo entre el último trimestre de 1998 y el segundo trimestre del 2000 en la financiación de los distintos sectores económicos de la zona del euro, por instrumentos financieros y por vencimientos, y se muestra si la financiación provino de las IFM o de otros sectores. Para todos estas desagregaciones, el cuadro 2 proporciona información sobre los tipos de operaciones, concre-

tamente sobre sus *ratios* en relación con el PIB y sus tasas de crecimiento interanuales.

Como puede apreciarse en el cuadro, las necesidades de financiación de los distintos sectores no financieros, y el grado en el que se ha satisfecho su demanda de fondos, han crecido ininterrumpidamente, aunque a tasas diferentes. La tasa de crecimiento interanual de los principales

Cuadro 2
Financiación de los sectores no financieros de la zona del euro ¹⁾

	Principales componentes de la financiación												
	Financiación de las Administraciones Públicas						Financiación de las sociedades no financieras				Financiación ²⁾ de los hogares		
	Préstamos			Valores distintos de acciones			Préstamos		Valores distintos de acciones		Acciones cotizadas	Préstamos de las IFM de la zona del euro	
	De las IFM de la zona del euro		Mantenedidos por las IFM de la zona del euro	De las IFM de la zona del euro	De las IFM de la zona del euro	De las IFM de la zona del euro	De las IFM de la zona del euro	De las IFM de la zona del euro	De las IFM de la zona del euro	De las IFM de la zona del euro	De las IFM de la zona del euro	De las IFM de la zona del euro	
Ratio en relación con el PIB ³⁾													
1998 IV	12,6	2,5	-0,1	0,0	2,5	0,7	6,2	3,8	3,3	0,5	1,7	3,8	3,6
1999 IV	12,5	1,7	-0,2	0,0	1,8	1,4	6,6	4,3	3,5	0,8	1,3	4,2	3,9
2000 I	12,7	1,5	-0,2	0,0	1,7	0,3	6,9	4,7	3,6	0,5	1,5	4,3	4,1
II	13,3	1,7	-0,3	0,0	1,8	-0,3	7,4	4,8	3,5	0,7	1,6	4,2	4,0
Tasas de crecimiento interanuales													
1998 IV	6,2	3,4	-0,5	0,0	4,5	3,3	7,4	9,3	9,1	8,7	5,1	9,0	9,3
1999 I	6,3	3,6	0,4	1,3	4,2	5,7	6,8	9,3	9,8	9,7	4,1	9,8	10,1
II	6,1	2,8	0,0	0,7	3,6	2,1	6,9	10,3	10,2	11,3	3,2	10,3	10,6
III	6,1	2,0	-1,9	-0,3	3,0	5,1	7,7	9,9	9,7	13,9	4,6	9,9	10,0
IV	5,8	2,3	-1,3	0,3	3,1	7,0	7,0	10,1	9,3	14,1	3,1	9,4	9,7
2000 I	5,9	2,0	-1,5	0,0	2,9	1,8	7,3	11,2	9,9	9,3	3,4	9,7	10,0
II	6,1	2,3	-1,8	-0,3	3,2	-1,5	7,4	11,3	9,4	13,3	3,4	9,3	9,6

Fuente: BCE.

1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares, incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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

3) Suma de las operaciones trimestrales (O) en porcentaje de la suma del PIB trimestral; calculado como $100 * (O + O_{-1} + O_{-2} + O_{-3}) / (PIB + PIB_{-1} + PIB_{-2} + PIB_{-3})$.

componentes de la financiación fluctuó en torno al 6%, dentro de un rango muy estrecho de menos de medio punto porcentual. En el caso de las Administraciones Públicas, las tasas de crecimiento oscilaron entre el 2% y el 3,5%, y en el caso de los hogares y de las sociedades no financieras, entre el 9-10,5% y el 6,5-7,5%, respectivamente.

El ritmo relativamente bajo y decreciente con el que aumentaron las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas refleja, fundamentalmente, la reducción de los déficit fiscales. De hecho, se produjo un descenso de los préstamos concedidos a las Administraciones Públicas.

La elevada demanda de fondos por parte de los hogares y, en menor medida, de las sociedades no financieras se debió, en general, al repunte de la actividad económica durante 1999 y al alto nivel alcanzado por la confianza industrial y de los consumidores en la zona del euro. Además, el ahorro bruto del sector privado ha disminuido en los últimos años, mientras que la formación bruta de capital fijo ha seguido aumentando, lo que ha incrementado la demanda de financiación. Por otra parte, en el caso de los hogares, cuya necesidad de financiación bruta ha crecido a un ritmo significativamente más elevado que la de las sociedades no financieras, la necesidad de fondos puede estar asociada también con las adquisiciones de vivienda y, posiblemente, con las compras de activos financieros a largo plazo.

Los agregados más amplios son más estables que sus componentes, debido a la sustitución financiera que tuvo lugar entre ellos. Este pro-

ceso de sustitución puede observarse especialmente en el cuadro 2, en el que los agregados de financiación de las Administraciones Públicas y de las sociedades no financieras se desagregan en los que se refieren exclusivamente a la financiación concedida por el sector IFM. Estos últimos presentan claramente comportamientos más volátiles.

Por otra parte, las tendencias de los distintos componentes difieren. En el contexto de una necesidad decreciente de fondos, los gobiernos han dejado de recurrir a los préstamos de las IFM para financiarse con valores que fundamentalmente adquieren sectores distintos de las IFM. En cuanto a las sociedades no financieras, el intenso e ininterrumpido crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a este sector, en torno al 10% anual, y el fuerte aumento de la emisión de valores de renta fija contrasta con el incremento relativamente moderado de la oferta de acciones cotizadas. Este comportamiento puede explicarse, en parte, por el bajo nivel de los tipos de interés. Además, la introducción del euro y la creación de un mercado de valores mucho más amplio, profundo y líquido puede haber estimulado el fuerte crecimiento de los valores a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras. No obstante, la emisión de instrumentos de renta fija por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro siguió representando una pequeña proporción de la financiación total de este sector (véase también el artículo titulado «Características de la financiación empresarial en la zona del euro» del *Boletín Mensual del BCE* de febrero del 2001).

4 La inversión financiera de los sectores no financieros

En el cuadro 3 se resume la evolución de la inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro. Esta información es actualmente menos completa que la información sobre la financiación, ya que el comportamiento inversor de los distintos sectores no puede identificarse en su totalidad. No obstante, la información disponible permite identificar algunas de las prin-

cipales tendencias de la inversión financiera de los sectores no financieros durante el período en estudio.

En dicho período, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros fluctuó entre el 6% y el 7%. Sin embargo, el crecimiento de las tenencias de instrumentos concretos mostró una cierta variación.

Cuadro 3

Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro ¹⁾

	Principales componentes de la inversión financiera								Pro memoria: M3
	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones a corto plazo	Valores distintos de acciones a largo plazo	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Reservas técnicas de seguro		
Ratio en relación con el PIB ²⁾									
1998 IV	12,1	3,6	-0,8	-1,1	1,5	5,0	-0,1	3,9	3,5
1999 IV	13,6	3,6	-0,2	1,0	1,8	3,3	0,3	4,2	4,5
2000 I	12,4	3,3	0,0	0,9	1,0	2,7	0,2	4,5	4,8
II	12,2	3,1	0,2	1,3	1,0	2,1	0,1	4,5	4,0
Tasas de crecimiento interanuales									
1998 IV	6,2	4,5	-23,3	-4,7	5,5	25,4	-2,1	9,6	4,8
1999 I	6,9	5,2	-24,4	-0,9	5,9	22,3	4,0	9,5	5,4
II	7,0	4,7	-19,4	3,2	6,2	18,4	6,0	9,4	5,5
III	7,2	5,0	-21,7	3,2	8,5	15,7	9,4	9,5	5,8
IV	6,7	4,6	-9,6	4,5	5,6	13,2	9,3	9,9	6,0
2000 I	6,1	4,4	-0,3	4,0	2,9	10,3	7,0	10,3	6,0
II	5,9	4,2	8,7	6,2	2,7	7,6	1,8	10,2	6,3

Fuente: BCE.

1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares, incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2) Suma de las operaciones trimestrales (O) en porcentaje de la suma del PIB trimestral; calculado como $100 * (O + O_{-1} + O_{-2} + O_{-3}) / (PIB + PIB_{-1} + PIB_{-2} + PIB_{-3})$.

Es interesante comparar la evolución de la inversión financiera total con la de M3.⁵ Como este agregado representa solamente alrededor de un tercio de la inversión financiera total, el posible alcance de la sustitución entre la inversión financiera incluida en M3 y el resto de la inversión financiera es, en principio, considerable. No obstante, las tasas de crecimiento interanuales de M3 eran tan estables como las de la inversión financiera total, fluctuando entre el 5% y el 6,5% desde el cuarto trimestre de 1998 hasta el segundo trimestre del 2000. De hecho, parece que, dentro de la inversión financiera, la mayor parte de la sustitución se produjo entre las acciones cotizadas, las participaciones en fondos de inversión y los valores distintos de acciones.

El hecho de que, hasta finales de 1999, el crecimiento de M3 fuera menor que el crecimiento de la inversión financiera sugiere que los sectores no financieros invirtieron de una manera relativamente intensa en activos financieros a largo plazo (incluidos valores a largo plazo, acciones

cotizadas, productos de seguro y participaciones en fondos de inversión no monetarios). En conjunto, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en estos activos financieros a largo plazo se situó entre el 9% y el 10% desde finales de 1998 hasta el tercer trimestre de 1999, antes de descender hasta el 7% en el segundo trimestre del 2000. Por el contrario, la inversión financiera en efectivo y en depósitos de las IFM, en valores a corto plazo y en participaciones en fondos del mercado monetario aumentaron a una tasa interanual, relativamente moderada, del 3%-5% en el mismo período.

El atractivo mayor de los activos financieros a largo plazo estuvo relacionado con la revalorización de los mercados bursátiles durante la mayor parte del período, que estimuló la inversión financiera en acciones cotizadas y en participaciones en fondos de inversión. En cambio, la inversión en valores distintos de acciones se vio afectada negativamente por la subida de los tipos de interés a largo plazo (y la correspondiente caída del precio de los valores de renta fija) hasta finales de 1999. A comienzos del año 2000, el cambio de la situación en los mercados financieros (que se caracterizaron por la estabilidad de los tipos de interés a

5 Actualmente, en el marco de las nuevas estadísticas sobre inversión financiera de los sectores no financieros, no se puede identificar M3 con precisión, dado que la información sobre tenencias por sectores y vencimientos no es completa.

largo plazo y por una mayor volatilidad de los mercados de valores) estuvo acompañada por una moderación de la inversión financiera en acciones cotizadas y en participaciones en fondos de inversión a largo plazo y por una recuperación en paralelo de la demanda de valores distintos de acciones.

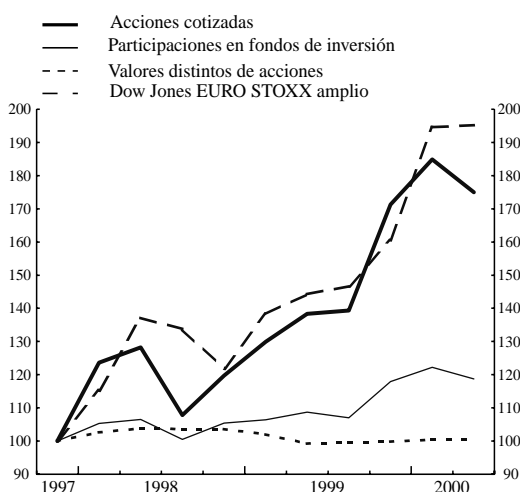
En el período en estudio, los hogares invirtieron de forma intensa y continuada en productos de seguro. Este comportamiento, junto con la creciente demanda de participaciones en fondos de inversión, puede explicarse, en parte, por la necesidad cada vez mayor de realizar aportaciones suplementarias a planes de pensiones privados como consecuencia del envejecimiento de la población en Europa. Es probable que la introducción del euro, que ha afianzado la estabilidad del entorno macroeconómico y las expectativas de inflación a medio plazo, estimule este tipo de inversión financiera.

El balance de los sectores no financieros muestra importantes efectos de revalorización relacionados con el aumento de las cotizaciones bursátiles en el conjunto del período en estudio. Los nuevos datos permiten realizar una evaluación de este efecto precio. En el gráfico 3 se muestran los efectos de revalorización para las tenencias de acciones cotizadas y participaciones en fondos de inversión en la cartera de los sectores no financieros. La revalorización de las tenencias de acciones cotizadas alcanzó un máximo en el primer trimestre del 2000 (que supuso en torno a un 85% del valor inicial de las acciones a finales de 1997), mientras que el descenso de las cotizaciones bursátiles a partir del segun-

Gráfico 3

Valoración de las acciones y de los valores mantenidos por los sectores no financieros de la zona del euro ¹⁾

(revalorizaciones acumuladas, incluidas otras variaciones, fin de 1997=100)



Fuente: BCE.

1) Las acciones excluyen las acciones no cotizadas. Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares, incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

do trimestre del 2000 tuvo como consecuencia algunas pérdidas en el valor de las tenencias hacia finales del período. El efecto de revalorización fue considerablemente menor para las participaciones en fondos de pensiones (cuyo valor en el primer trimestre del 2000 fue un 22% más alto que a finales de 1997), ya que solo algunas de estas participaciones se basaban en acciones. Para los valores distintos de acciones, los efectos de valoración fueron relativamente moderados en el mismo período (no superaron el 5% del valor a finales de 1997).

5 Conclusiones

El presente artículo ha ofrecido una breve panorámica del Cuadro de Financiación e Inversión dentro del marco de las cuentas financieras trimestrales, así como un análisis de las características principales de la financiación y la inversión financiera de los sectores no financieros desde finales de 1997 hasta mediados del 2000, cuya información puede integrarse ahora en el análisis de la evolución monetaria y financiera. Este

artículo presenta algunos ejemplos que ilustran la utilidad de complementar el análisis de las estadísticas de las IFM con información extraída de los datos de las cuentas financieras.

Las cuentas financieras permiten que el seguimiento de M3 y de sus componentes sea complementado con el análisis regular del comportamiento inversor de los sectores no financieros.

El dinero es, efectivamente, la forma más importante de inversión financiera a corto plazo, y la demanda de dinero refleja en cierta medida el arbitraje financiero entre todo el espectro de activos financieros en manos de los agentes económicos. Del mismo modo, el análisis del crédito concedido por las IFM puede complementarse con el seguimiento de las necesidades de financiación totales y con la estructura de la financiación de los distintos sectores no financieros, incluidos el tipo de instrumento financiero y la importancia relativa de los sectores crediticios. Esto también permite que se tengan en cuenta los movimientos registrados en la deuda mantenida por los sectores que no son IFM.

Un problema que afecta al empleo de estos datos es el desfase relativamente importante con el que se puede disponer de esta información (nue-

ve meses, actualmente). El desfase debería ser menor para que los datos puedan utilizarse en el análisis de las condiciones monetarias recientes. Se han proyectado mejoras en cuanto a su puntualidad. Además, se prevé la ampliación del conjunto de datos (incluida la desagregación de M3 por sectores de contrapartida), lo que aumentará el ámbito de aplicación de las cuentas financieras trimestrales.

La información de las cuentas financieras también proporciona la base para un análisis más detallado de la relación entre la evolución financiera y la no financiera. La plena integración de las variables reales y financieras exige unas cuentas financieras más completas, que cubran toda la gama de sectores, y unas cuentas no financieras por sector también más completas. Se prevé la realización de nuevos trabajos en esta área.



Estadísticas de la zona del euro



Estadísticas de la zona del euro

	Panorámica general de la zona del euro	5*
1	Estadísticas de política monetaria	
	1.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema	6*
	1.2 Tipos de interés de intervención del BCE	8*
	1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	8*
	1.4 Estadísticas de reservas mínimas	10*
	1.5 Posición de liquidez del sistema bancario	11*
2	Evolución monetaria en la zona del euro	
	2.1 Balance agregado del Eurosistema	12*
	2.2 Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema	13*
	2.3 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluyendo el Eurosistema	14*
	2.4 Agregados monetarios y contrapartidas	16*
	2.5 Saldo de créditos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión	19*
	2.6 Saldo de depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento	20*
	2.7 Saldo de los principales activos y pasivos de las IFM frente a no residentes en la zona del euro	21*
	2.8 Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro	22*
3	Mercados financieros y tipos de interés en la zona del euro	
	3.1 Tipos de interés del mercado monetario	24*
	3.2 Rendimientos de la deuda pública	25*
	3.3 Índices de los mercados bursátiles	26*
	3.4 Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela	27*
	3.5 Emisiones de valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	28*
	3.6 Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión y por residencia y sector emisor	30*
4	IAPC y otros precios en la zona del euro	
	4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo	36*
	4.2 Otros indicadores de precios	37*
5	Indicadores de la economía real en la zona del euro	
	5.1 Cuentas nacionales	38*
	5.2 Otros indicadores de la economía real	40*
	5.3 Encuestas empresarial y del consumidor	41*
	5.4 Indicadores del mercado laboral	42*
6	Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro	
	6.1 Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros	43*
	6.2 Ahorro, inversión y financiación	47*
7	Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona	
	7.1 Recursos, empleos y déficit / superávit	48*
	7.2 Deuda	49*
	7.3 Variaciones de la deuda	50*
8	Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluyendo reservas)	
	8.1 Resumen de la balanza de pagos	51*
	8.2 Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital	52*
	8.3 Balanza de pagos: cuenta de rentas	53*
	8.4 Balanza de pagos: cuenta de inversiones directas	54*

8.5	Balanza de pagos: cuenta de inversiones de cartera	55*
8.6	Balanza de pagos: cuenta de otras inversiones y activos de reserva	56*
8.7	Posición de inversión internacional y activos de reserva	58*
9	Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro	60*
10	Tipos de cambio	64*
11	Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE	66*
12	Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE	
12.1	Evolución económica y financiera	67*
12.2	Ahorro, inversión y financiación	68*
	Datos anteriores de indicadores económicos de la zona del euro más Grecia	69*
	Notas técnicas	72*
	Notas generales	73*

Ampliación de la zona del euro con la integración de Grecia el 1 de enero de 2001

En la sección «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín Mensual*, las series estadísticas de referencia relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros que componen la zona en el período considerado. Por consiguiente, los datos de la zona del euro se refieren, hasta finales del 2000, al Euro 11 y, a partir del 2001, al Euro 12, señalándose, en su caso, las excepciones a esta regla.

La ruptura en las series se indica, en los cuadros, mediante una línea que representa la ampliación de la zona del euro y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En las variaciones absolutas y porcentuales para el 2001, que se calculan tomando como base el 2000, se utiliza, en lo posible, una serie que tenga en cuenta la incidencia de la integración de Grecia.

Para fines analíticos, los datos de la zona del euro, más Grecia, hasta finales del 2000 se presentan en los nuevos cuadros, que empiezan en la página 69* (para más detalles, véanse las notas generales).

Signos utilizados en los cuadros

“–”	inexistencia del fenómeno considerado / no aplicable
“.”	no disponible por el momento
“...”	cero o no significativo
“mm”	10 ⁹
(p)	provisional
(d)	desestacionalizado

Panorámica general de la zona del euro

Cuadro resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ¹⁾		Crédito de IFM a otros residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores emitidos por sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4					5	6	7	8
1999	12,4	6,8	5,7	-	10,0	19,1	2,96	4,66
2000	8,0	4,4	5,7	-	9,6	20,1	4,40	5,44
2000 III	6,9	4,0	5,4	-	9,4	18,5	4,74	5,44
IV	5,6	3,8	5,1	-	9,6	18,4	5,02	5,28
2000 Nov	5,1	3,7	5,0	5,1	9,3	17,9	5,09	5,34
Dic	5,7	3,7	5,1	4,9	9,5	21,7	4,93	5,07
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001 I	2,4	2,9	4,8	-	9,1	.	4,75	4,99
II	.	.	.	-	.	.	.	.
2001 Ene	1,5	2,6	4,7	4,8	9,3	23,2	4,77	5,01
Feb	2,0	2,8	4,7	4,8	8,9	24,2	4,76	5,02
Mar	2,1	3,2	5,0	.	8,6	.	4,71	4,94
Abr	.	.	.	.	.	.	4,69	5,10

2. Evolución de los precios y la economía real

	IAPC	Precios de producción industrial	Costes laborales por hora (total economía)	PIB real	Producción industrial (excluida construcción)	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados (total economía)	Parados (% de la población activa)
	9	10	11	12	13	14	15	16
1999	1,1	-0,4	2,2	2,5	2,0	81,8	1,6	9,9
2000	2,3	5,4	3,7	3,4	5,6	83,8	2,0	8,8
2000 III	2,5	5,8	3,6	3,3	5,8	83,9	2,0	8,7
IV	2,7	6,1	3,5	3,0	5,5	84,7	2,1	8,5
2000 Nov	2,9	6,3	-	-	4,5	-	-	8,5
Dic	2,6	5,4	-	-	8,2	-	-	8,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001 I	2,5	4,5	.	.	.	84,4	.	8,5
II	.	.	.	.	.	83,7	.	.
2001 Ene	2,4	4,8	-	-	5,5	-	-	8,5
Feb	2,6	4,5	-	-	4,2	-	-	8,5
Mar	2,6	4,1	-	-	.	-	-	8,4
Abr	.	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipo de cambio efectivo del euro: grupo amplio (1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense / euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Del cual bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
1999	7,7	83,4	-120,6	-41,7	372,3	96,6	95,8	1,066
2000	-24,2	53,0	-21,5	-136,4	377,7	88,2	86,3	0,924
2000 III	-4,5	17,9	-94,3	3,5	408,0	87,3	85,3	0,905
IV	-10,4	11,2	-57,0	0,9	377,7	85,9	83,6	0,868
2000 Nov	-1,4	3,9	-10,0	-3,9	400,1	85,1	82,9	0,856
Dic	-7,1	1,4	-30,7	9,2	377,7	88,1	85,8	0,897
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001 I	.	.	.	.	393,4	91,4	88,9	0,923
II	.	.	.	.	.	.	.	.
2001 Ene	-7,1	-1,9	-4,5	-45,5	386,0	91,7	89,1	0,938
Feb	3,6	3,3	-0,8	0,9	384,3	91,0	88,5	0,922
Mar	.	.	.	.	393,4	91,4	89,0	0,910
Abr	.	.	.	.	.	91,0	88,5	0,892

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

Para mayor información sobre los datos, véanse los cuadros relevantes en la sección «Estadísticas de la zona del euro».

1) Las tasas de crecimiento mensuales se refieren al final del período, mientras que las tasas de crecimiento trimestrales y anuales se han calculado como medias del período.

I Estadísticas de política monetaria

Cuadro 1.1

Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

		Oro y derechos	Activos en	Activos en	Activos en euros	Préstamos en	Operaciones	Operaciones de	Operaciones	
		en oro	moneda	moneda	frente a no	de crédito de la				principales de	financiación a	temporales de
		1	extranjera frente	extranjera frente	residentes en la	euros a entidades	de crédito de la	financiación	plazo más largo	ajuste
			a no residentes	a residentes en la	residentes en la	de euros a entidades	zona del euro ¹⁾			
			en la zona del	zona del euro	zona del euro					
			euro							
			2	3	4	5	6	7	8	
2000 Dic	8	124.947	273.559	16.393	3.564	265.329	220.000	45.000	0	
	15	124.947	272.796	16.345	3.760	264.536	218.999	45.000	0	
	22	124.947	273.521	15.403	3.447	259.304	212.000	45.000	0	
	29	117.073	258.688	15.750	3.746	268.648	222.988	45.000	0	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	5	118.615	267.566	17.616	5.209	248.106	202.986	45.000	0	
	12	118.611	265.734	18.826	4.365	241.060	196.000	45.000	0	
	19	118.611	267.616	19.319	4.825	241.137	196.000	45.000	0	
	26	118.611	266.468	19.635	4.543	255.203	205.001	49.999	0	
Feb	2	118.611	264.109	20.800	4.895	238.202	188.000	49.998	0	
	9	118.612	263.935	19.529	5.104	234.240	184.000	49.998	0	
	16	118.612	263.845	19.827	5.363	215.455	165.307	49.998	0	
	23	118.612	263.734	20.292	5.472	273.967	220.305	49.998	0	
Mar	2	118.612	261.032	21.542	5.612	237.017	182.000	54.999	0	
	9	118.612	260.395	21.156	5.831	225.058	169.999	54.999	0	
	16	118.612	257.433	21.235	5.824	249.571	194.000	54.999	0	
	23	118.612	256.078	23.197	5.791	241.408	186.000	54.999	0	
	30	118.464	271.583	20.123	5.410	244.282	184.999	59.102	0	
Abr	6	118.464	269.050	21.952	5.335	227.143	167.984	59.102	0	
	13	118.464	269.145	21.763	4.915	211.297	142.948	59.102	0	
	20	118.464	268.162	21.809	5.125	256.277	196.950	59.102	0	
	27	118.464	266.450	23.097	5.136	236.228	176.999	59.100	0	
May	4	118.464	266.005	22.816	5.182	217.129	84.995	59.100	0	

2. Pasivo

		Billetes en	Pasivos en	Cuentas corrientes	Facilidad de	Depósitos a	Operaciones	Depósitos	Otros pasivos	Certificados de
		circulación	euros de								(incluidos	depósito	plazo	temporales	relacionados	en euros con	deuda emitidos
		1	entidades de	los depósitos			de ajuste	con el ajuste	entidades de	
			crédito de la	vinculados al				de los	crédito de la	
			zona del euro ¹⁾	sistema de				márgenes de	zona del euro	
				reservas				garantía		
				mínimas)						
			2	3	4	5	6	7	8	9
2000 Dic	8	363.755	116.443	116.335	108	0	0	0	-	3.784
	15	364.276	117.935	117.842	93	0	0	0	-	3.784
	22	373.063	115.681	114.353	1.328	0	0	0	-	3.784
	29	371.370	124.642	124.402	240	0	0	0	305	3.784
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	5	372.834	117.327	117.241	74	0	0	12	7.679	3.784
	12	365.730	117.119	116.997	70	0	0	52	8.234	3.784
	19	359.929	124.202	124.012	133	0	0	57	8.110	3.784
	26	355.553	123.461	123.410	40	0	0	11	7.980	3.784
Feb	2	357.130	119.172	117.436	1.736	0	0	0	7.949	3.784
	9	356.364	120.930	120.808	122	0	0	0	7.381	3.784
	16	353.878	93.343	91.629	1.714	0	0	0	7.372	3.784
	23	352.004	144.476	143.724	752	0	0	0	7.477	3.784
Mar	2	355.137	118.928	118.887	41	0	0	0	7.584	3.784
	9	355.046	110.334	110.292	42	0	0	0	7.602	3.784
	16	352.886	127.324	126.675	648	0	0	1	7.601	3.784
	23	350.384	113.375	108.462	4.912	0	0	1	7.414	3.784
	30	351.685	126.879	126.738	141	0	0	0	6.116	3.784
Abr	6	356.089	119.056	118.997	59	0	0	0	6.065	3.784
	13	360.869	99.094	99.063	31	0	0	0	6.102	3.784
	20	353.674	160.289	159.406	103	0	0	780	6.097	3.784
	27	352.680	133.176	133.145	23	0	0	8	6.070	3.784
May	4	355.925	121.749	121.639	106	0	0	4	6.083	3.784

Fuente: BCE.

1) A partir de diciembre del 2000, el término «entidades de crédito» sustituye a «entidades financieras de contrapartida».

2) A partir de diciembre del 2000, esta partida figura como rúbrica aparte; anteriormente, la partida «otros préstamos» formaba parte de la rúbrica «préstamos en euros a entidades financieras de contrapartida de la zona del euro».

							Total		
Operaciones temporales estructurales	Facilidad marginal de crédito	Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Otros préstamos en euros a entidades de crédito de la zona del euro ²⁾	Valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro	Créditos en euros a las AAPP	Otros activos			
9	10	11	12	13	14	15	16		
0	89	77	163	25.936	58.772	87.468	855.968	2000 Dic	8
0	272	83	182	25.685	58.664	87.650	854.381		15
0	1.957	94	253	25.840	58.263	87.885	848.610		22
0	607	53	578	25.958	57.671	86.953	835.065		29
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
0	59	61	805	28.859	69.375	87.600	843.751	2001 Ene	5
0	10	50	1.304	29.221	69.375	88.286	836.782		12
0	113	24	1.071	29.016	69.375	89.240	840.210		19
0	181	22	963	28.168	70.255	89.616	853.462		26
0	163	41	1.130	27.474	70.207	89.787	835.215	Feb	2
0	213	29	586	27.533	70.207	89.991	829.737		9
0	127	23	503	27.358	70.207	90.451	811.621		16
0	3.648	16	864	27.499	70.207	90.942	871.589		23
0	7	11	820	27.555	70.207	89.142	831.539	Mar	2
0	17	43	822	27.368	70.207	88.741	818.190		9
0	524	48	503	27.363	70.207	89.364	840.112		16
0	348	61	318	27.428	70.211	89.734	832.777		23
0	128	53	554	27.880	70.211	89.452	847.959		30
0	9	48	431	27.880	70.211	88.643	829.109	Abr	6
0	9.191	56	530	28.306	70.211	90.089	814.720		13
0	142	83	706	27.666	70.168	90.392	858.769		20
0	64	65	462	27.786	70.168	91.481	839.272		27
72.999	25	10	616	27.869	70.168	91.426	819.675	May	4

								Total		
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	Contrapartida de los derechos especiales de giro emitidos por el FMI	Otros pasivos	Cuentas de revalorización	Capital y reservas			
10	11	12	13	14	15	16	17	18		
73.400	10.656	860	12.169	7.077	68.515	144.152	55.157	855.968	2000 Dic	8
68.122	10.813	856	12.401	7.077	69.807	144.152	55.157	854.381		15
54.035	11.139	855	12.728	7.077	70.939	144.152	55.157	848.610		22
57.038	10.824	807	12.414	6.702	73.452	117.668	56.059	835.065		29
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
57.333	11.715	5.833	10.778	7.168	76.187	118.752	54.361	843.751	2001 Ene	5
56.759	10.870	5.655	11.476	7.168	76.415	119.144	54.428	836.782		12
55.539	10.906	5.354	13.483	7.168	78.162	119.144	54.429	840.210		19
73.786	11.099	5.101	12.968	7.168	78.859	119.274	54.429	853.462		26
60.481	11.452	5.054	11.947	7.168	77.371	119.274	54.433	835.215	Feb	2
53.668	10.734	5.001	13.367	7.168	77.633	119.274	54.433	829.737		9
64.859	9.985	4.996	13.399	7.168	78.207	119.274	55.356	811.621		16
73.957	10.152	4.984	14.463	7.168	78.432	119.274	55.418	871.589		23
57.893	9.787	4.981	13.138	7.168	78.447	119.274	55.418	831.539	Mar	2
53.188	9.841	4.936	12.450	7.168	79.148	119.274	55.419	818.190		9
61.006	10.653	4.902	9.896	7.168	79.265	119.274	56.353	840.112		16
69.459	9.972	4.795	11.110	7.168	79.689	119.274	56.353	832.777		23
60.504	8.542	3.772	12.978	6.984	82.491	126.268	57.956	847.959		30
53.735	8.328	3.796	12.767	6.984	73.302	126.268	58.935	829.109	Abr	6
54.424	8.438	3.790	13.345	6.984	72.721	126.268	58.901	814.720		13
43.892	8.530	3.789	12.868	6.984	73.693	126.268	58.901	858.769		20
53.869	8.444	3.780	12.399	6.984	72.574	126.268	59.244	839.272		27
42.408	8.847	3.782	12.263	6.984	72.337	126.268	59.245	819.675	May	4

Cuadro 1.2

Tipos de interés de intervención del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
			Tipo fijo	Tipo mínimo ofertado			
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
	1	2	3	4	5	6	7
1999 Ene 1	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
Abr 9	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
Nov 5	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 Feb 4	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
Mar 17	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
Abr 28	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
Jun 9	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
Sep 1	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
Oct 6	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001 May 11	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25

Fuente: BCE.

- 1) La fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. Respecto a las operaciones principales de financiación, salvo indicación en contrario, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada.
- 2) 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.
- 3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidará 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 ofertado se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus ofertas.

Cuadro 1.3

Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas¹⁾

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación ²⁾

Fecha de liquidación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable			Vencimiento a [...] días
			Tipo fijo	Tipo mínimo ofertado	Tipo marginal ³⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
2000 Nov 1	150.445	90.000	-	4,75	4,84	4,85	14
8	147.173	95.000	-	4,75	4,83	4,84	14
15	130.251	90.000	-	4,75	4,78	4,80	14
22	148.887	108.000	-	4,75	4,80	4,82	14
29	147.060	92.000	-	4,75	4,82	4,83	14
Dic 6	129.916	128.000	-	4,75	4,75	4,79	14
13	116.112	91.000	-	4,75	4,76	4,78	14
20	152.151	121.000	-	4,75	4,80	4,86	14
27	118.217	102.000	-	4,75	4,79	4,84	14
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001 Ene 3	136.434	101.000	-	4,75	4,76	4,78	14
10	95.841	95.000	-	4,75	4,75	4,75	14
17	137.641	101.000	-	4,75	4,75	4,77	14
24	118.546	104.000	-	4,75	4,75	4,76	14
31	137.610	84.000	-	4,75	4,76	4,77	14
Feb 7	104.384	100.000	-	4,75	4,75	4,75	14
14	65.307	65.307	-	4,75	4,75	4,75	12
21	200.526	155.000	-	4,75	4,78	4,83	14
26	109.632	27.000	-	4,75	4,78	4,79	16
Mar 7	189.927	143.000	-	4,75	4,76	4,77	14
14	130.260	51.000	-	4,75	4,77	4,78	14
21	182.057	135.000	-	4,75	4,77	4,78	14
28	57.526	50.000	-	4,75	4,75	4,75	14
Abr 4	129.101	118.000	-	4,75	4,75	4,75	15
11	24.949	24.949	-	4,75	4,75	4,75	14
19	257.706	172.000	-	4,75	4,86	4,91	11
25	83.303	5.000	-	4,75	4,78	4,80	12
30	147.324	80.000	-	4,75	4,77	4,78	15
May 7	164.985	79.000	-	4,75	4,78	4,78	16

2. Operaciones de financiación a plazo más largo

Fecha de liquidación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés fijo		Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días
			Tipo fijo	Tipo marginal ³⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	
1999 Ene 14	79.846	15.000	-	3,13	-	42	
14	39.343	15.000	-	3,10	-	70	
14	46.152	15.000	-	3,08	-	105	
Feb 25	77.300	15.000	-	3,04	-	91	
Mar 25	53.659	15.000	-	2,96	2,97	98	
Abr 29	66.911	15.000	-	2,53	2,54	91	
May 27	72.294	15.000	-	2,53	2,54	91	
Jul 1	76.284	15.000	-	2,63	2,64	91	
29	64.973	15.000	-	2,65	2,66	91	
Ago 26	52.416	15.000	-	2,65	2,66	91	
Sep 30	41.443	15.000	-	2,66	2,67	84	
Oct 28	74.430	25.000	-	3,19	3,42	91	
Nov 25	74.988	25.000	-	3,18	3,27	98	
Dic 23	91.088	25.000	-	3,26	3,29	98	
2000 Ene 27	87.052	20.000	-	3,28	3,30	91	
Mar 2	72.960	20.000	-	3,60	3,61	91	
30	74.929	20.000	-	3,78	3,80	91	
Abr 27	64.094	20.000	-	4,00	4,01	91	
Jun 1	64.317	20.000	-	4,40	4,42	91	
29	41.833	20.000	-	4,49	4,52	91	
Jul 27	40.799	15.000	-	4,59	4,60	91	
Ago 31	35.417	15.000	-	4,84	4,87	91	
Sep 28	34.043	15.000	-	4,84	4,86	92	
Oct 26	43.085	15.000	-	5,06	5,07	91	
Nov 30	31.999	15.000	-	5,03	5,05	91	
Dic 29	15.869	15.000	-	4,75	4,81	90	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001 Ene 25	31.905	20.000	-	4,66	4,69	90	
Mar 1	45.755	20.000	-	4,69	4,72	91	
29	38.169	19.101	-	4,47	4,50	91	
Abr 25	43.416	20.000	-	4,67	4,70	92	

3. Otras operaciones por subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés fijo		Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo marginal ³⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	
2000 Ene 5	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	14.420	-	3,00	3,00	7	
Jun 21	Operaciones temporales	18.845	7.000	-	4,26	4,28	1	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001 Abr 30	Operaciones temporales	105.377	73.000	-	4,77	4,79	7	

Fuente: BCE.

- 1) Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en el cuadro 1.1, columnas 6 a 8, debido a operaciones adjudicadas pero no liquidadas.
- 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 ofertado se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus ofertas.
- 3) El tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo al que se adjudican fondos.

Cuadro 1.4

Estadísticas de reservas mínimas

1. Pasivos de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas^{1) 2)}

(mm de euros; fin de periodo)

Pasivos computables en:	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Instrumentos del mercado monetario	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso de más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	7
2000 Mar	9.490,8	5.306,7	117,1	174,9	1.231,3	543,8	2.116,9
Abr	9.629,4	5.411,5	116,7	174,7	1.243,2	537,5	2.145,9
May	9.641,5	5.390,3	118,4	188,4	1.241,3	541,4	2.161,7
Jun	9.539,4	5.316,9	120,4	184,7	1.250,6	506,7	2.160,1
Jul	9.590,1	5.348,0	119,8	192,3	1.258,0	489,9	2.182,2
Ago	9.686,5	5.393,8	122,9	197,1	1.269,0	502,5	2.201,3
Sep	9.773,3	5.465,7	123,6	193,6	1.270,2	502,1	2.218,2
Oct	9.931,2	5.531,9	127,6	201,1	1.283,2	534,2	2.253,2
Nov ³⁾	10.074,5	5.653,4	130,0	199,9	1.282,2	561,5	2.247,6
Dic ³⁾	10.071,5	5.711,3	136,7	187,2	1.273,6	528,3	2.234,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001 Ene	10.164,2	5.712,6	139,2	196,7	1.275,6	574,6	2.265,6
Feb	10.247,4	5.724,4	145,3	201,2	1.284,7	597,8	2.294,0
Mar ^(p)	10.500,8	5.883,6	151,2	202,9	1.292,1	653,6	2.317,6

Fuente: BCE.

- 1) Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas a reservas mínimas, al BCE y a los bancos centrales nacionales participantes se excluyen de la base de pasivos computables. Si una entidad no puede presentar evidencia del montante de sus emisiones de valores a menos de 2 años y de sus emisiones de instrumentos del mercado monetario que están en las carteras de las entidades mencionadas arriba, esa entidad puede deducir de la base computable determinado porcentaje de dichos pasivos. Este porcentaje fue el 10% para el cálculo de los pasivos computables hasta noviembre de 1999 y el 30% a partir de entonces.
- 2) Los periodos de mantenimiento comienzan el día 24 de cada mes y finalizan el día 23 del mes siguiente; las reservas obligatorias se calculan a partir de los pasivos computables al final del mes precedente.
- 3) Incluye la base de pasivos computables de las entidades de crédito radicadas en Grecia (134,4 mm de euros en noviembre y 134,6 mm de euros en diciembre del 2000, de los cuales 107,3 mm de euros y 110,3 mm de euros, respectivamente, están sujetos a un coeficiente de reservas del 2%). Con carácter transitorio, las entidades de crédito radicadas en los Estados miembros participantes podrían deducir de su base de pasivos computables los pasivos frente a entidades de crédito radicadas en Grecia. Comenzando con la base de pasivos computables vigente al final de enero de 2001, se aplica el procedimiento estándar.

2. Reservas mantenidas¹⁾

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias ²⁾	Reservas reales mantenidas ³⁾	Exceso de reservas ⁴⁾	Incumplimientos ⁵⁾	Tipos de interés de las reservas obligatorias ⁶⁾
	1	2	3	4	5
2000 May	111,3	111,8	0,5	0,0	3,67
Jun	113,4	113,9	0,5	0,0	3,90
Jul	113,3	114,0	0,7	0,0	4,28
Ago	111,8	112,3	0,5	0,0	4,32
Sep	112,6	113,1	0,5	0,0	4,57
Oct	113,7	114,2	0,5	0,0	4,69
Nov	115,1	115,5	0,4	0,0	4,81
Dic	116,6	117,2	0,6	0,0	4,78
<i>Ampliación de la zona del euro</i>					
2001 Ene ⁷⁾	118,5	119,0	0,5	0,0	4,77
Feb	120,1	120,6	0,5	0,0	4,76
Mar	120,4	120,9	0,5	0,0	4,77
Abr	120,8	121,3	0,5	0,0	4,77
May ^(p)	124,2	-	-	-	-

Fuente: BCE.

- 1) Este cuadro contiene datos completos para periodos finalizados de mantenimiento, y las reservas obligatorias para el periodo corriente de mantenimiento.
- 2) El montante de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula individualmente, aplicando a cada una de las categorías de pasivos computables el coeficiente de reservas que le corresponde, utilizando los datos de balance a fin de mes; a continuación, cada entidad deduce, del total así obtenido, una franquicia de 100.000 euros. Posteriormente, las reservas obligatorias positivas resultantes se agregan para determinar el total correspondiente a la zona del euro.
- 3) Suma de las tenencias medias diarias de las entidades obligadas a mantener unas reservas mínimas positivas en sus cuentas de reservas, durante el periodo de mantenimiento.
- 4) Reservas medias efectivamente mantenidas por encima del nivel obligatorio, calculadas para las entidades que han cumplido las reservas mínimas.
- 5) Reservas medias efectivamente mantenidas por debajo del nivel obligatorio, calculadas para las entidades que no han cumplido las reservas mínimas.
- 6) Este tipo es igual a la media, durante el periodo de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado por el correspondiente número de días naturales) a las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase cuadro 1.3).
- 7) Debido a la adopción del euro por parte de Grecia el 1 de enero de 2001, las reservas obligatorias son una media, ponderada por el número de días naturales, de las reservas obligatorias del Euro11 desde el 24 hasta al 31 de diciembre de 2000, y de las reservas obligatorias del Euro12 desde el 1 hasta el 23 de enero de 2001 (es decir, $8/31 * 116,9$ mm de euros + $23/31 * 119,1$ mm de euros).

Cuadro 1.5

Posición de liquidez del sistema bancario¹⁾

(mm de euros; medias de saldos diarios)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito ⁴⁾	Base monetaria ⁵⁾
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ²⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ³⁾		
	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 ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999 Oct	349,7	143,0	45,0	0,3	0,0	0,6	0,0	342,5	45,4	45,9	103,5	446,7
Nov	351,8	140,5	53,7	0,3	0,0	0,4	0,0	343,1	51,5	47,3	104,2	447,6
Dic	351,7	150,4	65,0	0,3	0,0	1,0	0,0	354,3	59,0	47,5	105,6	460,8
2000 Ene	362,3	138,5	75,0	1,9	0,0	0,5	3,3	363,0	41,0	61,2	108,7	472,3
Feb	367,8	130,9	70,5	0,1	0,0	0,2	0,0	347,6	49,2	64,2	108,1	455,9
Mar	369,2	136,1	66,2	0,2	0,0	0,3	0,0	347,6	51,7	63,5	108,6	456,4
Abr	377,1	136,7	61,0	0,2	0,0	0,9	0,0	349,7	45,6	69,1	109,7	460,3
May	378,8	142,6	60,0	0,4	0,0	2,3	0,0	353,8	41,9	71,8	112,0	468,2
Jun	378,1	140,9	59,9	0,3	0,2	0,8	0,0	354,1	38,3	72,1	114,2	469,1
Jul	380,8	157,9	59,9	0,4	0,0	0,5	0,0	357,0	50,4	76,8	114,1	471,7
Ago	382,0	163,1	55,4	0,1	0,0	0,3	0,0	359,2	48,8	80,0	112,4	471,9
Sep	381,6	173,1	51,1	0,3	0,0	0,2	0,0	354,8	56,6	81,2	113,3	468,3
Oct	396,3	176,5	45,7	0,5	0,0	0,2	0,0	354,5	47,4	102,5	114,4	469,1
Nov	398,6	183,7	45,0	0,2	0,0	0,2	0,0	352,7	49,8	109,2	115,7	468,6
Dic	394,4	210,4	45,0	0,4	0,0	0,2	0,0	360,4	61,1	111,1	117,4	478,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 Ene	383,7	205,3	45,0	0,5	0,0	0,6	0,0	368,3	52,2	94,2	119,1	488,0
Feb	377,9	188,9	49,8	2,6	0,0	0,4	0,0	354,8	57,0	86,3	120,7	476,0
Mar	375,6	185,2	54,1	0,4	0,0	0,5	0,0	353,0	53,0	87,7	121,0	474,5
Abr	382,1	172,4	58,4	2,2	0,0	0,5	0,0	354,6	49,5	89,1	121,4	476,4

Fuente: BCE.

- 1) La posición de liquidez del sistema bancario se define como el saldo de cuentas corrientes en euros en el Eurosistema de las entidades de crédito de la zona del euro. Los importes se obtienen del estado financiero consolidado del Eurosistema.
- 2) Incluye las operaciones de política monetaria iniciadas por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM y pendientes al comienzo de la tercera fase de la UEM (excluyendo las operaciones simples y la emisión de certificados de deuda).
- 3) Resto de partidas del estado financiero consolidado del Eurosistema.
- 4) Diferencia entre el total de factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y el total de factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10).
- 5) Calculada como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), billetes en circulación (columna 8) y saldo de cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11).

2 Evolución monetaria en la zona del euro

Cuadro 2.1

Balance agregado del Eurosistema¹⁾

[mm de euros (saldo a fin de mes, sin desestacionalizar)]

1. Activo

														Total	
	Préstamos a residentes en la zona del euro	IFM ²⁾	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	IFM	Otros residentes en la zona del euro	Resto del mundo ²⁾	Activo fijo	Otros activos	15
1998	225,2	204,6	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,5	1,8	3,7	322,3	7,9	49,3	698,0
1999 I	620,1	599,5	20,4	0,2	94,0	1,5	91,9	0,6	8,1	4,0	4,1	427,3	9,3	52,5	1.211,4
II	807,8	787,2	20,4	0,2	92,4	1,5	90,0	0,9	8,7	4,4	4,3	498,6	9,7	47,4	1.464,5
III	471,7	451,1	20,4	0,2	92,4	1,4	89,9	1,1	8,7	4,3	4,4	427,9	9,8	48,2	1.058,8
IV	444,6	424,3	19,7	0,5	89,1	1,9	86,1	1,1	14,1	4,3	9,8	400,6	9,9	56,2	1.014,5
2000 Mar	443,4	424,5	18,4	0,5	96,2	2,4	92,7	1,1	14,4	4,3	10,1	439,1	9,8	49,0	1.051,9
Abr	471,4	452,5	18,4	0,5	96,7	2,6	93,0	1,1	14,4	4,3	10,1	438,0	9,9	51,4	1.081,8
May	469,2	450,3	18,4	0,5	97,1	2,7	93,2	1,2	14,4	4,4	10,1	441,9	10,0	51,9	1.084,5
Jun	580,7	561,8	18,4	0,5	97,4	2,6	93,6	1,2	14,7	4,4	10,4	454,8	10,0	51,8	1.209,4
Jul	501,4	482,6	18,4	0,5	98,2	2,5	94,5	1,2	14,7	4,4	10,3	449,7	10,1	51,6	1.125,7
Ago	482,5	463,7	18,4	0,5	98,5	2,8	94,4	1,3	14,7	4,4	10,3	435,4	10,2	52,4	1.093,5
Sep	493,1	474,4	18,2	0,5	98,5	2,9	94,6	1,0	14,6	4,4	10,2	459,1	10,2	54,4	1.129,8
Oct	478,8	460,1	18,2	0,5	98,7	2,6	94,9	1,2	15,0	4,4	10,7	454,7	10,5	53,9	1.111,7
Nov	431,5	412,8	18,2	0,5	98,8	2,6	94,9	1,4	15,4	4,4	11,1	402,8	10,3	54,3	1.013,0
Dic	445,0	427,4	17,1	0,5	97,4	2,5	93,6	1,3	15,2	4,3	10,9	380,7	10,4	56,1	1.004,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 Ene 1	457,0	429,3	27,1	0,6	105,3	2,5	101,4	1,3	15,2	4,3	10,9	394,2	10,5	57,4	1.039,5
2001 Ene	401,5	373,7	27,2	0,6	104,5	2,6	100,8	1,0	15,5	4,7	10,8	390,4	10,6	54,0	976,5
Feb	398,8	371,0	27,2	0,6	105,2	2,5	101,5	1,2	14,9	4,6	10,3	386,2	10,5	53,7	969,3
Mar ^(p)	401,7	373,9	27,2	0,6	105,0	2,7	101,2	1,1	14,9	4,7	10,2	396,7	11,2	54,4	983,9

2. Pasivo

											Total
	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM ²⁾	Administración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ²⁾	Otros pasivos	11
1998	359,1	152,0	94,2	54,4	3,5	8,5	5,3	97,1	18,6	57,4	698,0
1999 I	348,6	561,0	498,1	54,4	8,5	4,9	5,3	138,0	97,9	55,8	1.211,4
II	356,1	743,2	691,3	43,1	8,9	4,9	5,3	140,7	171,4	43,0	1.464,5
III	359,7	405,3	347,7	50,1	7,6	3,3	5,3	146,3	88,8	50,1	1.058,8
IV	393,3	341,5	279,3	53,4	8,8	3,3	4,6	175,1	49,8	46,8	1.014,5
2000 Mar	366,2	372,1	319,8	43,1	9,1	1,7	4,6	186,9	75,1	45,4	1.051,9
Abr	372,7	394,2	340,4	43,4	10,3	1,7	4,6	189,7	75,2	43,8	1.081,8
May	371,8	390,7	345,1	34,1	11,5	1,7	4,6	188,7	82,4	44,7	1.084,5
Jun	374,3	497,9	432,8	52,6	12,5	1,7	4,6	193,8	92,0	45,0	1.209,4
Jul	377,7	414,9	354,7	49,7	10,5	1,7	4,6	196,6	84,6	45,6	1.125,7
Ago	373,2	401,0	336,1	53,8	11,2	1,7	4,6	200,1	66,6	46,3	1.093,5
Sep	373,5	404,2	346,1	45,6	12,5	0,0	4,6	222,1	75,0	50,6	1.129,8
Oct	372,6	388,1	323,3	51,1	13,7	0,0	4,6	226,3	69,5	50,6	1.111,7
Nov	372,2	334,6	265,6	54,9	14,0	0,0	3,8	222,5	29,3	50,6	1.013,0
Dic	390,2	327,3	270,4	47,1	9,8	0,0	3,8	200,1	29,9	53,5	1.004,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 Ene 1	399,3	346,2	288,0	47,9	10,4	0,0	5,6	201,8	30,9	55,7	1.039,5
2001 Ene	373,1	313,3	250,9	51,5	10,9	0,0	5,5	197,9	30,6	56,1	976,5
Feb	370,6	313,1	249,7	52,0	11,4	0,0	5,5	195,3	27,9	56,9	969,3
Mar ^(p)	370,5	312,6	253,4	46,8	12,4	0,0	5,5	205,4	26,8	63,0	983,9

Fuente: BCE.

- 1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes a la zona del euro.
- 2) 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 deben sustituirse por un único saldo bilateral neto frente al BCE. Para los saldos brutos de 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.

Cuadro 2.2
Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema
[mm de euros (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar)]
1. Activo

	Préstamos a residentes en la zona del euro												Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Instrumentos del mercado monetario	Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro			Resto del mundo	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16								
																		IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
1998	9.088,3	3.154,6	822,0	5.111,7	2.020,9	720,7	1.112,0	188,1	107,3	521,0	168,5	352,6	1.591,7	150,6	776,8	14.256,6								
1999 I	9.258,4	3.268,8	817,9	5.171,7	2.090,7	761,8	1.134,1	194,8	100,0	566,7	171,7	395,0	1.640,3	149,7	877,1	14.682,8								
II	9.462,4	3.321,6	817,8	5.323,0	2.142,6	801,1	1.128,9	212,5	102,8	585,8	171,5	414,3	1.660,3	151,7	867,4	14.973,0								
III	9.580,5	3.377,2	810,7	5.392,6	2.183,8	828,8	1.137,5	217,5	112,1	587,9	180,5	407,3	1.668,8	153,4	814,2	15.100,8								
IV	9.778,0	3.413,1	828,2	5.536,7	2.179,8	828,4	1.124,6	226,8	129,9	650,7	211,3	439,4	1.720,6	154,0	919,1	15.532,1								
2000 Mar	10.020,0	3.510,6	821,3	5.688,1	2.225,3	869,5	1.128,0	227,8	131,9	729,6	230,2	499,4	1.823,0	152,0	977,6	16.059,2								
Abr	10.067,3	3.494,8	824,0	5.748,5	2.220,0	878,3	1.105,7	235,9	149,1	744,3	232,2	512,1	1.924,9	152,7	1.018,7	16.277,0								
May	10.146,8	3.550,8	817,4	5.778,6	2.232,8	895,1	1.094,7	243,0	157,2	763,3	237,4	525,8	1.909,6	153,1	1.018,4	16.381,1								
Jun	10.126,9	3.463,8	817,2	5.845,8	2.211,1	894,9	1.073,2	243,0	155,2	704,0	210,0	494,0	1.888,5	154,2	1.021,1	16.261,0								
Jul	10.080,7	3.391,1	815,5	5.874,1	2.218,0	920,6	1.046,3	251,2	152,8	700,3	201,6	498,8	1.920,8	154,8	1.070,0	16.297,5								
Ago	10.139,2	3.442,9	803,6	5.892,6	2.216,6	927,1	1.034,2	255,3	152,9	704,1	203,7	500,4	1.980,4	155,1	1.108,0	16.456,2								
Sep	10.239,1	3.461,2	799,8	5.978,1	2.231,5	940,5	1.033,8	257,2	145,6	707,6	204,1	503,6	1.999,6	155,8	1.030,0	16.509,3								
Oct	10.304,1	3.481,4	801,7	6.021,0	2.222,9	939,1	1.020,6	263,1	151,7	709,4	206,0	503,3	2.056,6	157,5	1.100,7	16.702,8								
Nov	10.387,8	3.522,7	808,8	6.056,3	2.216,7	937,0	1.017,3	262,3	157,8	732,0	227,2	504,8	2.081,5	157,5	1.048,9	16.782,1								
Dic	10.420,7	3.511,2	818,7	6.090,8	2.192,5	932,7	995,9	263,9	146,0	750,9	240,3	510,6	2.022,2	158,8	1.022,2	16.713,2								
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																								
2001 Ene 1	10.528,8	3.548,1	826,7	6.153,9	2.253,9	932,9	1.054,6	266,3	146,0	762,2	242,9	519,3	2.005,0	161,7	1.046,4	16.905,1								
2001 Ene	10.591,5	3.579,0	830,7	6.181,7	2.253,1	936,4	1.046,4	270,3	156,0	776,3	247,4	528,9	2.069,2	160,4	1.066,6	17.073,2								
Feb	10.659,2	3.635,0	822,8	6.201,4	2.288,1	956,7	1.053,4	278,1	158,3	785,0	248,7	536,4	2.091,0	161,1	1.068,7	17.211,5								
Mar ^(p)	10.795,7	3.706,1	823,8	6.265,8	2.322,5	968,8	1.066,6	287,1	161,9	809,0	256,3	552,7	2.237,2	161,1	1.104,2	17.591,7								

2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro							Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones y participaciones	Instrumentos del mercado monetario	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Total	
		1	2	3	4	5	6	7								8
1998	0,4	8.286,3	3.305,2	95,4	4.885,7	1.387,1	1.928,9	1.393,2	176,5	241,4	2.099,8	161,6	754,6	1.507,0	1.205,5	14.256,6
1999 I	0,5	8.346,3	3.395,4	79,0	4.871,9	1.390,6	1.988,7	1.314,2	178,3	280,1	2.188,8	180,5	771,0	1.623,9	1.291,6	14.682,8
II	0,5	8.466,2	3.443,7	81,9	4.940,6	1.484,3	1.965,9	1.323,9	166,5	305,7	2.265,3	183,2	794,3	1.674,2	1.283,6	14.973,0
III	0,6	8.529,0	3.510,4	83,2	4.935,4	1.471,5	1.981,4	1.321,9	160,6	307,5	2.325,7	204,1	806,4	1.696,1	1.231,4	15.100,8
IV	0,7	8.733,1	3.589,0	88,6	5.055,4	1.537,0	2.042,8	1.331,4	144,2	309,8	2.361,3	242,1	849,6	1.782,6	1.253,1	15.532,1
2000 Mar	0,7	8.809,6	3.612,5	87,1	5.110,0	1.568,0	2.052,7	1.312,0	177,3	343,1	2.421,0	248,8	890,7	2.000,8	1.344,6	16.059,2
Abr	0,7	8.822,4	3.586,6	88,3	5.147,5	1.602,3	2.061,0	1.304,4	179,8	409,7	2.450,0	248,1	899,8	2.078,7	1.367,5	16.277,0
May	0,6	8.874,3	3.649,6	79,8	5.144,9	1.586,5	2.080,6	1.296,6	181,2	412,7	2.469,2	260,0	907,1	2.077,4	1.379,8	16.381,1
Jun	0,6	8.849,9	3.623,7	93,4	5.132,8	1.596,1	2.078,1	1.291,3	167,3	410,3	2.478,1	261,1	898,5	1.967,1	1.395,4	16.261,0
Jul	0,6	8.770,1	3.545,4	85,0	5.139,7	1.594,6	2.088,5	1.284,6	172,0	408,9	2.502,5	272,6	903,8	2.009,3	1.429,7	16.297,5
Ago	0,0	8.801,9	3.579,6	86,8	5.135,5	1.566,4	2.120,2	1.279,6	169,4	419,1	2.529,4	276,1	906,8	2.069,6	1.453,3	16.456,2
Sep	0,0	8.858,5	3.599,9	113,7	5.144,9	1.577,0	2.124,2	1.272,3	171,4	409,1	2.550,2	272,2	913,5	2.117,8	1.388,0	16.509,3
Oct	0,0	8.903,8	3.630,1	121,3	5.152,4	1.577,0	2.141,3	1.263,5	170,6	412,2	2.574,0	281,3	917,9	2.183,4	1.430,1	16.702,8
Nov	0,0	8.957,1	3.669,8	113,9	5.173,4	1.594,9	2.147,4	1.257,6	173,5	421,7	2.570,2	278,5	930,8	2.198,4	1.425,3	16.782,1
Dic	0,0	9.058,1	3.680,1	117,4	5.260,6	1.649,1	2.158,3	1.278,3	175,0	393,9	2.563,2	262,2	940,2	2.115,9	1.379,7	16.713,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 Ene 1	0,0	9.202,2	3.701,3	118,4	5.382,5	1.663,6	2.196,6	1.329,7	195,2	393,9	2.563,4	262,2	958,7	2.117,6	1.404,5	16.905,1
2001 Ene	0,0	9.188,8	3.726,9	95,9	5.366,0	1.611,1	2.209,6	1.330,9	214,3	409,0	2.594,7	274,7	965,2	2.226,5	1.414,3	17.073,2
Feb	0,0	9.235,4	3.758,6	102,7	5.374,1	1.612,9	2.220,6	1.324,6	216,1	424,5	2.631,0	274,1	969,9	2.237,5	1.439,1	17.211,5
Mar ^(p)	0,0	9.343,7	3.830,2	103,7	5.409,9	1.623,7	2.238,0	1.323,4	224,7	443,0	2.656,8	276,0	977,8	2.421,0	1.473,4	17.591,7

Fuente: BCE.

Cuadro 2.3

Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluyendo el Eurosistema¹⁾

[mm de euros (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar)]

1. Activo: saldos

											Total			
	Préstamos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos				
	1	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	2	AAPP	Otros residentes en la zona del euro						3	4	5	6	7	8	9	10	11
1999 Sep	6.223,9	831,1	5.392,8	1.446,0	1.227,4	218,6	411,7	2.096,7	163,3	829,5	11.171,2			
Oct	6.279,8	840,3	5.439,5	1.456,0	1.239,6	216,4	414,8	2.133,9	163,3	873,7	11.321,5			
Nov	6.357,5	853,5	5.504,0	1.461,6	1.237,3	224,3	430,7	2.191,9	164,5	922,6	11.528,9			
Dic	6.385,1	847,9	5.537,2	1.438,6	1.210,7	227,8	449,2	2.121,2	164,0	931,1	11.489,2			
2000 Ene	6.422,0	840,6	5.581,5	1.450,4	1.221,7	228,7	453,4	2.166,3	162,3	955,5	11.609,8			
Feb	6.453,5	836,1	5.617,3	1.465,5	1.230,7	234,8	468,7	2.203,4	161,8	972,6	11.725,7			
Mar	6.528,3	839,7	5.688,6	1.449,6	1.220,7	228,9	509,5	2.262,0	161,8	994,2	11.905,5			
Abr	6.591,4	842,4	5.749,0	1.435,6	1.198,6	237,0	522,2	2.362,9	162,6	1.034,4	12.109,2			
May	6.614,9	835,8	5.779,1	1.432,0	1.187,9	244,2	535,9	2.351,4	163,0	1.035,4	12.132,7			
Jun	6.681,9	835,6	5.846,3	1.411,0	1.166,8	244,2	504,3	2.343,3	164,2	1.039,1	12.143,8			
Jul	6.708,5	833,8	5.874,6	1.393,1	1.140,7	252,4	509,0	2.370,5	164,9	1.086,3	12.232,4			
Ago	6.715,1	822,0	5.893,1	1.385,2	1.128,6	256,6	510,7	2.415,8	165,2	1.125,0	12.317,0			
Sep	6.796,6	818,0	5.978,5	1.386,6	1.128,4	258,3	513,8	2.458,7	166,0	1.049,9	12.371,6			
Oct	6.841,4	819,9	6.021,5	1.379,8	1.115,5	264,3	514,0	2.511,3	168,0	1.118,7	12.533,3			
Nov	6.883,8	827,0	6.056,8	1.375,9	1.112,2	263,7	515,8	2.484,3	167,7	1.067,7	12.495,3			
Dic	6.927,1	835,9	6.091,3	1.354,6	1.089,5	265,2	521,5	2.402,9	169,1	1.035,6	12.410,9			
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001 Ene 1	7.008,4	853,9	6.154,5	1.423,7	1.156,0	267,6	530,2	2.399,2	172,1	1.059,7	12.593,3			
2001 Ene	7.040,3	858,0	6.182,4	1.418,6	1.147,2	271,3	539,7	2.459,7	171,0	1.082,7	12.712,0			
Feb	7.052,1	850,0	6.202,0	1.434,1	1.154,8	279,3	546,7	2.477,3	171,5	1.086,0	12.767,7			
Mar ⁴⁾	7.117,4	851,1	6.266,4	1.456,0	1.167,8	288,2	562,9	2.633,8	172,4	1.123,3	13.065,9			

2. Pasivo: saldos

														Total			
	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Depósitos				Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM				
				A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales								1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999 Sep	327,3	133,3	4.943,0	1.479,1	1.981,4	1.321,9	160,6	402,9	1.500,8	767,8	1.784,9	1.281,4	29,8	11.171,2			
Oct	329,6	135,1	4.959,2	1.481,6	2.001,8	1.318,4	157,5	409,7	1.514,3	776,0	1.855,5	1.307,0	35,1	11.321,5			
Nov	330,1	146,1	4.998,1	1.516,3	2.010,1	1.313,0	158,6	428,1	1.525,4	779,9	1.917,5	1.371,6	32,1	11.528,9			
Dic	349,9	142,0	5.064,2	1.545,8	2.042,8	1.331,4	144,2	425,2	1.535,5	809,2	1.832,3	1.299,9	30,9	11.489,2			
2000 Ene	333,0	133,7	5.089,6	1.574,8	2.028,0	1.331,7	155,0	430,1	1.534,8	825,6	1.917,3	1.339,1	6,7	11.609,8			
Feb	331,1	144,6	5.095,4	1.568,2	2.045,9	1.321,9	159,5	449,1	1.550,6	828,8	1.948,1	1.357,4	20,6	11.725,7			
Mar	334,6	130,2	5.119,1	1.577,1	2.052,7	1.312,0	177,3	461,7	1.553,7	843,0	2.075,9	1.390,0	-2,7	11.905,5			
Abr	337,7	131,8	5.157,8	1.612,6	2.061,0	1.304,4	179,8	510,4	1.573,6	852,9	2.154,0	1.411,3	-20,4	12.109,2			
May	337,5	113,9	5.156,4	1.598,0	2.080,6	1.296,6	181,2	517,2	1.575,9	853,9	2.159,8	1.424,5	-6,5	12.132,7			
Jun	341,2	146,0	5.145,3	1.608,7	2.078,2	1.291,3	167,3	517,8	1.585,1	878,0	2.059,1	1.440,5	30,8	12.143,8			
Jul	343,0	134,7	5.150,2	1.605,1	2.088,5	1.284,6	172,0	530,4	1.584,0	894,5	2.093,9	1.475,3	26,4	12.232,4			
Ago	337,9	140,6	5.146,7	1.577,6	2.120,2	1.279,6	169,4	544,1	1.604,1	898,9	2.136,2	1.499,6	9,1	12.317,0			
Sep	338,9	159,3	5.157,4	1.589,5	2.124,2	1.272,3	171,4	535,7	1.611,4	927,1	2.192,8	1.438,6	10,4	12.371,6			
Oct	336,7	172,3	5.166,1	1.590,7	2.141,3	1.263,5	170,6	541,9	1.636,9	933,8	2.252,9	1.480,7	12,0	12.533,3			
Nov	336,8	168,8	5.187,5	1.608,9	2.147,4	1.257,6	173,5	542,4	1.634,4	921,8	2.227,7	1.476,0	-0,1	12.495,3			
Dic	347,5	164,6	5.270,4	1.658,9	2.158,3	1.278,3	175,0	510,1	1.631,7	895,6	2.145,8	1.433,2	11,8	12.410,9			
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																	
2001 Ene 1	355,3	166,2	5.392,9	1.673,6	2.197,0	1.329,7	195,2	510,1	1.632,4	913,2	2.148,5	1.460,2	12,0	12.593,3			
2001 Ene	335,2	147,4	5.376,9	1.621,7	2.210,0	1.330,9	214,3	527,7	1.661,2	911,0	2.257,1	1.470,5	25,0	12.712,0			
Feb	334,2	154,7	5.385,5	1.623,9	2.221,0	1.324,6	216,1	540,4	1.677,3	911,9	2.265,3	1.496,0	2,3	12.767,7			
Mar ⁴⁾	335,2	150,4	5.422,3	1.635,8	2.238,4	1.323,4	224,7	557,0	1.690,8	922,3	2.447,8	1.536,5	3,6	13.065,9			

Fuente: BCE.

- 1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes a la zona del euro.
- 2) Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.
- 3) Véase el cuadro 2.1, nota 2.

3. Activo: flujos²⁾

											Total
	Préstamos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos	
	1	AAPP 2	Otros residentes en la zona del euro 3	4	AAPP 5	Otros residentes en la zona del euro 6					
1999 Oct	54,4	9,1	45,4	19,8	22,5	-2,7	2,9	21,2	0,1	44,3	142,8
Nov	74,0	12,9	61,2	11,4	3,9	7,5	10,5	24,5	1,2	48,9	170,4
Dic	30,0	-5,8	35,8	-28,5	-31,7	3,2	13,2	-80,8	-0,4	5,3	-61,2
2000 Ene	32,6	-7,5	40,1	15,0	13,8	1,2	3,9	22,3	-1,6	24,3	96,6
Feb	32,1	-4,4	36,5	15,5	9,3	6,2	13,7	31,7	-0,4	17,0	109,7
Mar	72,0	4,5	67,4	-13,7	-6,9	-6,8	39,1	32,9	0,0	22,2	152,4
Abr	55,9	2,3	53,6	-16,3	-21,3	5,0	11,7	14,8	0,8	33,2	100,0
May	22,4	-6,3	28,8	0,0	-7,5	7,5	12,4	11,2	0,5	0,9	47,5
Jun	60,5	-0,5	60,9	-17,1	-18,1	1,0	-31,9	7,4	1,4	4,0	24,4
Jul	22,3	-1,3	23,6	-19,1	-26,8	7,6	3,6	-3,4	0,7	46,9	51,1
Ago	7,1	-8,6	15,7	-6,1	-9,7	3,6	1,9	3,9	0,3	38,5	45,6
Sep	67,3	-4,1	71,5	0,4	-3,0	3,4	3,0	18,3	0,7	-75,9	13,9
Oct	40,7	1,9	38,8	-8,3	-15,5	7,2	1,6	9,3	3,2	68,9	115,4
Nov	49,2	7,2	42,1	-1,8	-1,4	-0,4	1,2	8,8	-0,3	-51,0	6,1
Dic	64,0	12,6	51,4	-16,7	-18,6	1,9	5,5	5,2	0,2	-24,9	33,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 Ene	31,3	2,9	28,4	-0,2	-5,8	5,6	9,4	60,5	-1,0	23,0	122,9
Feb	12,3	-7,9	20,2	14,2	5,8	8,4	7,5	13,6	0,5	2,8	50,9
Mar ⁴⁾	58,9	0,7	58,1	21,7	12,3	9,5	15,5	106,4	0,8	38,7	242,0

4. Pasivo: flujos²⁾

														Total
	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Depósitos de otros residentes en la zona del euro				Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	
				A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999 Oct	2,3	1,8	13,9	1,6	19,0	-3,5	-3,2	6,4	11,0	6,7	55,1	40,3	5,3	142,8
Nov	0,5	11,0	34,4	33,0	5,7	-5,4	1,1	17,8	6,0	2,8	33,4	67,4	-2,9	170,4
Dic	19,5	-4,1	65,6	29,3	32,3	18,4	-14,4	-14,7	10,5	11,3	-89,8	-60,1	0,5	-61,2
2000 Ene	-16,9	-8,3	23,0	28,1	-16,0	0,3	10,7	0,9	-2,5	17,9	66,4	43,2	-27,0	96,6
Feb	-1,8	10,9	5,4	-6,8	17,5	-9,9	4,5	19,0	15,6	4,5	25,7	16,4	13,9	109,7
Mar	3,5	-14,5	20,5	7,6	5,0	-10,0	17,8	12,1	1,2	12,6	107,6	32,7	-23,2	152,4
Abr	3,3	1,6	33,0	33,4	4,9	-7,7	2,4	2,3	14,7	9,4	35,0	15,7	-14,9	100,0
May	-0,2	-17,9	1,6	-11,3	20,3	-8,9	1,4	9,9	6,3	2,7	27,1	11,9	6,0	47,5
Jun	3,6	32,1	-7,9	12,0	-0,7	-5,3	-13,9	-3,9	15,8	18,9	-78,6	18,4	26,1	24,4
Jul	1,9	-11,3	1,1	-5,0	7,4	-6,1	4,7	12,1	-7,1	15,6	7,3	38,4	-7,0	51,1
Ago	-5,1	5,9	-7,9	-29,3	29,3	-5,1	-2,7	12,6	11,7	5,1	5,5	33,2	-15,4	45,6
Sep	1,0	18,7	4,6	10,8	-0,9	-7,4	2,0	-8,7	3,3	20,0	41,9	-65,8	-1,1	13,9
Oct	-2,2	13,1	3,3	-0,8	13,8	-8,8	-0,8	5,0	17,0	5,4	19,6	44,9	9,4	115,4
Nov	0,1	-3,6	26,0	20,0	8,8	-5,8	3,0	1,8	4,7	-11,3	7,6	-5,8	-13,4	6,1
Dic	10,7	-4,2	96,3	54,1	19,8	20,9	1,5	-21,3	5,6	-21,8	-12,6	-25,9	6,7	33,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001 Ene	-20,1	-18,8	-18,2	-51,8	13,3	1,2	19,1	21,4	22,7	-3,1	110,2	19,0	9,9	122,9
Feb	-1,0	7,5	8,0	1,9	10,7	-6,3	1,8	12,5	15,5	1,7	4,7	24,7	-22,7	50,9
Mar ⁴⁾	1,1	-4,2	31,5	10,0	14,1	-1,3	8,6	15,2	9,2	11,9	137,7	41,8	-2,1	242,0

Cuadro 2.4

Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

[mm de euros (sin desestacionalizar) y tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario]

1. Saldos a fin de periodo

	M1						M2		Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
	Efectivo en circulación		Depósitos a la vista		Total	Índice Dic 98=100 ²⁾	Total	Índice Dic 98=100 ²⁾			
	1	2	3	4							
					Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses					
1999 Sep	327,3	1.542,2	1.869,5	104,87	846,2	1.272,4	3.988,1	101,76	160,6	402,9	76,1
Oct	329,6	1.546,6	1.876,2	105,20	861,4	1.270,3	4.008,0	102,18	157,5	409,7	74,7
Nov	330,1	1.580,5	1.910,6	107,04	860,8	1.265,2	4.036,6	102,81	158,6	428,1	76,2
Dic	349,9	1.614,1	1.964,0	110,00	881,6	1.287,7	4.133,3	105,26	144,2	425,2	88,8
2000 Ene	333,0	1.642,4	1.975,4	110,58	864,8	1.288,9	4.129,1	105,10	155,0	430,1	87,2
Feb	331,1	1.634,3	1.965,4	110,02	879,9	1.278,0	4.123,4	104,99	159,5	449,1	90,9
Mar	334,6	1.642,8	1.977,4	110,61	888,2	1.267,5	4.133,1	105,17	177,3	461,7	90,7
Abr	337,7	1.680,9	2.018,6	112,81	896,3	1.260,1	4.174,9	106,12	179,8	510,4	89,7
May	337,5	1.662,8	2.000,3	111,98	914,1	1.251,9	4.166,3	105,99	181,2	517,2	87,5
Jun	341,2	1.674,1	2.015,3	112,88	912,7	1.244,6	4.172,5	106,22	167,3	517,8	86,8
Jul	343,0	1.672,3	2.015,3	112,81	922,8	1.236,8	4.174,9	106,21	172,0	530,4	76,7
Ago	337,9	1.643,1	1.981,0	110,78	952,1	1.230,4	4.163,5	105,83	169,4	544,1	81,0
Sep	338,9	1.654,4	1.993,4	111,41	955,1	1.220,3	4.168,8	105,91	171,4	535,7	81,5
Oct	336,7	1.656,8	1.993,6	111,31	971,2	1.211,1	4.175,8	105,97	170,6	541,9	88,2
Nov	336,8	1.675,2	2.012,1	112,45	984,0	1.202,3	4.198,4	106,64	173,5	542,4	97,3
Dic	347,5	1.728,7	2.076,2	116,26	989,3	1.221,4	4.287,0	109,14	175,0	510,1	106,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 Ene 1	355,3	1.743,4	2.098,7	-	1.026,2	1.271,5	4.396,4	-	195,2	510,1	106,6
2001 Ene	335,2	1.690,2	2.025,4	112,21	1.041,0	1.275,0	4.341,4	107,79	214,3	527,7	108,9
Feb	334,2	1.691,0	2.025,2	112,18	1.052,2	1.269,7	4.347,0	107,91	216,1	540,4	114,3
Mar ³⁾	335,2	1.704,7	2.040,0	112,90	1.067,4	1.269,2	4.376,5	108,54	224,7	557,0	118,2

2. Flujos⁴⁾

	M1						M2		Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
	Efectivo en circulación		Depósitos a la vista		Total	Tasa de variación interanual ⁴⁾	Total	Tasa de variación interanual ⁴⁾			
	1	2	3	4							
					Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses					
1999 Oct	2,3	3,6	5,8	13,0	12,5	-2,1	16,3	7,1	-3,2	6,4	-1,9
Nov	0,5	32,2	32,7	11,8	-2,5	-5,2	25,0	6,5	1,1	17,8	0,7
Dic	19,5	33,4	52,9	10,0	20,6	22,5	96,0	5,3	-14,4	-14,7	13,1
2000 Ene	-16,9	27,4	10,4	9,3	-17,7	1,1	-6,1	4,2	10,7	0,9	-1,9
Feb	-1,8	-8,2	-10,1	10,7	16,5	-10,9	-4,4	5,3	4,5	19,0	3,7
Mar	3,5	7,2	10,6	10,1	7,1	-10,6	7,1	5,1	17,8	12,1	-1,0
Abr	3,3	36,0	39,2	11,4	5,7	-7,6	37,3	5,5	2,4	2,3	-0,2
May	-0,2	-14,7	-14,9	8,7	19,0	-9,2	-5,1	4,7	1,4	9,9	-1,7
Jun	3,6	12,6	16,2	7,1	0,3	-7,3	9,2	4,3	-13,9	-3,9	1,7
Jul	1,9	-3,2	-1,3	6,9	8,3	-7,5	-0,5	3,7	4,7	12,1	-10,7
Ago	-5,1	-31,1	-36,3	7,1	27,8	-6,5	-15,0	4,2	-2,7	12,6	3,2
Sep	1,0	10,3	11,3	6,2	1,8	-10,1	3,0	4,1	2,0	-8,7	0,6
Oct	-2,2	0,4	-1,8	5,8	13,8	-9,3	2,7	3,7	-0,8	5,0	5,6
Nov	0,1	20,3	20,4	5,1	14,6	-8,6	26,4	3,7	3,0	1,8	10,1
Dic	10,7	57,5	68,3	5,7	10,9	19,3	98,5	3,7	1,5	-21,3	9,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 Ene	-20,1	-53,1	-73,2	1,5	15,0	3,5	-54,7	2,6	19,1	21,4	1,7
Feb	-1,0	0,5	-0,5	2,0	11,0	-5,4	5,1	2,8	1,8	12,5	5,4
Mar ³⁾	1,1	11,8	12,9	2,1	12,9	-0,6	25,2	3,2	8,6	15,2	3,3

Fuente: BCE.

1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores distintos de las IFM en la zona del euro, excluyendo a la Administración Central.

2) Tomando el saldo a fin de diciembre de 1998 (sin desestacionalizar) como 100, el índice muestra el resultado acumulativo de las variaciones, desde esa fecha, calculadas a partir de los flujos, como se describe en la nota 4. La variación porcentual del índice entre dos fechas dadas corresponde a la variación del agregado, excluyendo las reclasificaciones, etc.

M3			Principales contrapartidas de M3									Activos exterio- res netos	
Total	Índice, Dic 98=100 ²⁾		Pasivos a largo plazo de IFM					Créditos ³⁾					
			Depósitos a plazo superior a 2 años	Depósitos con preaviso superior a 3 meses	Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	Crédito a AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Del cual prés- tamos	Índice Dic 98 =100 ²⁾			
											14			15	16	17	18	19	20	21	22
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
4.627,7	102,95		1.135,8	111,0	1.424,7	767,8	2.058,6	6.023,1	5.392,8	106,71	311,8	1999 Sep	
4.649,8	103,34		1.140,8	110,1	1.439,7	776,0	2.080,0	6.070,6	5.439,5	107,61	278,4	Oct	
4.699,6	104,34		1.149,8	110,2	1.449,1	779,9	2.090,7	6.159,0	5.504,0	108,82	274,4	Nov	
4.791,5	106,11		1.161,6	112,2	1.446,8	809,2	2.058,6	6.214,3	5.537,2	109,52	288,9	Dic	
4.801,4	106,19		1.163,6	111,4	1.447,7	825,6	2.062,3	6.263,5	5.581,5	110,32	249,0	2000 Ene	
4.822,8	106,70		1.166,4	112,4	1.459,7	828,8	2.066,9	6.320,9	5.617,3	111,04	255,4	Feb	
4.862,9	107,49		1.164,9	113,2	1.463,0	843,0	2.060,4	6.427,0	5.688,6	112,37	186,2	Mar	
4.954,8	108,42		1.165,1	112,8	1.483,9	852,9	2.041,0	6.508,3	5.749,0	113,43	208,9	Abr	
4.952,2	108,52		1.167,0	114,0	1.488,5	853,9	2.023,7	6.559,1	5.779,1	114,00	191,7	May	
4.944,4	108,37		1.165,8	115,5	1.498,3	878,0	2.002,3	6.594,9	5.846,3	115,20	284,2	Jun	
4.954,0	108,49		1.166,2	116,6	1.507,2	894,5	1.974,5	6.636,0	5.874,6	115,66	276,6	Jul	
4.958,0	108,45		1.168,4	118,2	1.523,1	898,9	1.950,6	6.660,4	5.893,1	115,97	279,6	Ago	
4.957,5	108,38		1.169,4	120,5	1.529,9	927,1	1.946,4	6.750,6	5.978,5	117,38	265,9	Sep	
4.976,5	108,65		1.170,4	121,3	1.548,6	933,8	1.935,4	6.799,8	6.021,5	118,14	258,4	Oct	
5.011,6	109,55		1.163,7	124,0	1.537,2	921,8	1.939,2	6.836,3	6.056,8	118,97	256,6	Nov	
5.078,5	111,49		1.169,3	126,4	1.525,2	895,6	1.925,3	6.877,9	6.091,3	119,98	257,1	Dic	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
5.208,3	-		1.171,1	127,7	1.525,8	913,2	2.009,9	6.952,3	6.154,5	-	250,7	2001 Ene 1	
5.192,3	111,22		1.169,4	127,9	1.552,4	911,0	2.005,2	6.993,4	6.182,4	120,53	202,6	2001 Ene	
5.217,8	111,75		1.169,1	128,0	1.563,0	911,9	2.004,8	7.028,0	6.202,0	120,93	211,9	Feb	
5.276,4	112,87		1.171,2	127,6	1.572,6	922,3	2.018,9	7.117,5	6.266,4	122,06	186,0	Mar ⁴⁾	

M3			Principales contrapartidas de M3									Activos exterio- res netos	
Total	Tasa de variación interanual ⁴⁾	Media móvil de tres meses (centrada)	Pasivos a largo plazo de IFM					Créditos ³⁾					
			Depósitos a plazo superior a 2 años	Depósitos con preaviso superior a 3 meses	Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	Crédito a AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Del cual prés- tamos	Tasa de variación inter- anual ⁴⁾			
											14			15	16	17	18	19	20	21	22
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
17,6	5,8	6,0	6,2	-0,8	12,8	6,7	31,5	45,6	45,4	10,1	-33,9	1999 Oct	
44,7	6,2	6,0	8,1	0,0	5,2	2,8	16,7	79,1	61,2	10,3	-9,0	Nov	
80,0	6,1	5,9	11,7	2,1	-2,6	11,3	-37,5	52,2	35,8	9,5	9,0	Dic	
3,6	5,3	5,9	1,6	-0,9	-0,6	17,9	6,3	45,2	40,1	8,8	-44,1	2000 Ene	
22,8	6,2	6,0	1,0	1,0	11,9	4,5	4,9	56,4	36,5	9,5	6,0	Feb	
36,0	6,6	6,5	-2,0	0,8	2,2	12,6	-2,4	99,7	67,4	9,9	-74,7	Mar	
41,9	6,7	6,5	-0,8	-0,4	14,9	9,4	-19,0	70,3	53,6	10,5	-20,2	Abr	
4,6	6,0	6,1	1,3	1,2	8,0	2,7	-13,8	48,7	28,8	10,3	-15,9	May	
-6,9	5,4	5,6	-1,0	1,5	14,0	18,9	-18,6	30,1	60,9	9,4	86,0	Jun	
5,6	5,2	5,4	-0,8	1,4	3,6	15,6	-28,0	34,9	23,6	9,1	-10,8	Jul	
-2,0	5,7	5,4	1,5	1,7	8,5	5,1	-18,3	21,2	15,7	9,5	-1,7	Ago	
-3,0	5,3	5,4	-2,7	2,2	2,7	20,0	-7,1	77,9	71,5	10,0	-23,5	Sep	
12,4	5,1	5,1	0,0	0,8	11,4	5,4	-13,5	47,5	38,8	9,8	-10,2	Oct	
41,2	5,0	5,1	-5,9	2,7	-5,4	-11,3	5,8	42,8	42,1	9,3	1,2	Nov	
88,5	5,1	4,9	8,9	2,5	-4,2	-21,8	-6,0	58,9	51,4	9,5	17,7	Dic	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
-12,5	4,7	4,8	-1,8	0,2	21,1	-3,1	-2,9	43,4	28,4	9,3	-49,7	2001 Ene	
24,8	4,7	4,8	-0,4	0,1	10,1	1,7	-2,2	36,1	20,2	8,9	8,9	Feb	
52,4	5,0	-	1,2	-0,4	5,9	11,9	13,0	83,1	58,1	8,6	-31,4	Mar ⁴⁾	

3) Los créditos incluyen préstamos con garantía a residentes en la zona del euro distintos de IFM y tenencias de valores emitidos por residentes en la zona del euro distintos de IFM.

4) Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

Cuadro 2.4 (cont.)

Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

(mm de euros y tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

3. Saldos a fin de período desestacionalizados

	M3										Préstamos a otros residentes en la zona del euro (excluidas AAPP)	
	M1				M2		Instrumentos negociables ⁴⁾		Total	Índice ²⁾	Total	Índice ²⁾
	Otros depósitos a corto plazo ³⁾		Total	Índice ²⁾	Total	Índice ²⁾	Total	Índice ²⁾	Total	Índice ²⁾	Total	Índice ²⁾
	Total	Índice ²⁾										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999 Sep	1.888,0	105,91	2.138,0	100,07	4.026,0	102,73	640,8	111,48	4.666,8	103,82	5.403,9	106,93
Oct	1.900,0	106,53	2.147,6	100,39	4.047,6	103,19	647,5	112,48	4.695,1	104,35	5.448,1	107,78
Nov	1.914,3	107,24	2.148,2	100,33	4.062,5	103,47	663,5	115,02	4.726,0	104,92	5.508,3	108,90
Dic	1.920,4	107,56	2.151,6	100,47	4.071,9	103,69	684,6	116,64	4.756,5	105,34	5.520,4	109,19
2000 Ene	1.958,0	109,61	2.132,9	99,56	4.090,9	104,13	689,5	116,73	4.780,4	105,73	5.573,4	110,16
Feb	1.980,8	110,88	2.145,1	100,19	4.126,0	105,06	696,5	117,89	4.822,4	106,69	5.626,4	111,22
Mar	1.993,7	111,53	2.144,8	100,12	4.138,5	105,31	719,4	121,55	4.857,9	107,38	5.687,9	112,36
Abr	2.008,2	112,23	2.151,3	100,30	4.159,5	105,73	763,3	121,43	4.922,8	107,72	5.751,0	113,47
May	2.001,2	112,02	2.160,4	100,74	4.161,6	105,87	766,8	122,55	4.928,3	108,00	5.792,0	114,25
Jun	1.985,8	111,23	2.164,6	101,01	4.150,4	105,66	769,2	122,62	4.919,6	107,83	5.825,9	114,80
Jul	1.997,2	111,80	2.172,0	101,29	4.169,2	106,07	780,6	124,26	4.949,8	108,40	5.851,9	115,22
Ago	2.015,5	112,71	2.183,3	101,73	4.198,7	106,72	788,2	125,10	4.986,9	109,08	5.913,7	116,38
Sep	2.015,2	112,64	2.191,4	102,06	4.206,7	106,87	791,1	125,52	4.997,8	109,26	5.990,4	117,61
Oct	2.020,9	112,84	2.200,5	102,37	4.221,4	107,13	807,5	127,76	5.028,9	109,80	6.029,2	118,29
Nov	2.023,2	113,07	2.206,4	102,73	4.229,6	107,44	813,5	129,08	5.043,1	110,24	6.058,5	119,00
Dic	2.023,3	113,30	2.196,6	102,55	4.220,0	107,44	822,4	132,40	5.042,3	110,69	6.075,7	119,67
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 Ene ¹⁾	2.045,2	-	2.283,1	-	4.328,2	-	843,6	-	5.171,8	-	6.138,8	-
2001 Ene	2.014,9	111,63	2.292,5	102,99	4.307,4	106,94	873,3	137,59	5.180,7	110,97	6.176,1	120,41
Feb	2.047,2	113,40	2.306,1	103,58	4.353,3	108,07	867,2	136,59	5.220,5	111,81	6.213,1	121,14
Mar ²⁾	2.048,6	113,38	2.323,3	104,25	4.372,0	108,43	886,5	139,33	5.258,4	112,49	6.265,2	122,04

4. Flujos desestacionalizados⁵⁾

	M3										Préstamos a otros residentes en la zona del euro (excluidas AAPP)	
	M1				M2		Instrumentos negociables ⁴⁾		Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)
	Otros depósitos a corto plazo ³⁾		Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)
	Total	Variación mensual (%)										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999 Oct	11,1	0,6	6,9	0,3	18,0	0,4	5,7	0,9	23,7	0,5	42,9	0,8
Nov	12,6	0,7	-1,4	-0,1	11,2	0,3	14,6	2,3	25,8	0,5	56,9	1,0
Dic	5,6	0,3	3,1	0,1	8,8	0,2	9,4	1,4	18,1	0,4	14,6	0,3
2000 Ene	36,7	1,9	-19,6	-0,9	17,0	0,4	0,5	0,1	17,5	0,4	48,9	0,9
Feb	22,8	1,2	13,7	0,6	36,4	0,9	6,9	1,0	43,3	0,9	53,6	1,0
Mar	11,5	0,6	-1,6	-0,1	9,9	0,2	21,6	3,1	31,5	0,7	57,7	1,0
Abr	12,6	0,6	4,0	0,2	16,5	0,4	-0,7	-0,1	15,8	0,3	56,2	1,0
May	-3,7	-0,2	9,3	0,4	5,6	0,1	7,0	0,9	12,6	0,3	39,7	0,7
Jun	-14,1	-0,7	5,9	0,3	-8,2	-0,2	0,4	0,1	-7,8	-0,2	27,7	0,5
Jul	10,0	0,5	5,9	0,3	15,9	0,4	10,3	1,3	26,2	0,5	21,2	0,4
Ago	16,3	0,8	9,6	0,4	25,9	0,6	5,3	0,7	31,2	0,6	59,1	1,0
Sep	-1,3	-0,1	6,9	0,3	5,7	0,1	2,7	0,3	8,3	0,2	62,7	1,1
Oct	3,6	0,2	6,7	0,3	10,3	0,2	14,1	1,8	24,4	0,5	34,6	0,6
Nov	4,1	0,2	7,9	0,4	12,0	0,3	8,4	1,0	20,4	0,4	36,1	0,6
Dic	4,1	0,2	-4,0	-0,2	0,1	0,0	20,9	2,6	21,1	0,4	34,1	0,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 Ene	-30,6	-1,5	10,1	0,4	-20,6	-0,5	33,3	3,9	12,7	0,3	37,8	0,6
Feb	32,0	1,6	13,3	0,6	45,4	1,1	-6,3	-0,7	39,1	0,8	37,5	0,6
Mar ²⁾	-0,5	0,0	14,8	0,6	14,3	0,3	17,3	2,0	31,7	0,6	45,9	0,7

Fuente: BCE.

1) Véase página 16*, nota 1.

2) Véase página 16*, nota 2. Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

3) Otros depósitos a corto plazo incluyen depósitos a plazo hasta dos años y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

4) Instrumentos negociables, incluyen cesiones temporales, participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario, además de valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.

5) Véase página 17*, nota 4.

Cuadro 2.5

Saldo de créditos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión¹⁾

[mm de euros (sin desestacionalizar; fin de periodo)]

1. Créditos a sectores no financieros distintos de las AAPP

	Sociedades no financieras ^{2) 3)}				Hogares ^{2) 3)}									Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares ²⁾	
	1				Crédito al consumo ⁴⁾			Crédito para compra de vivienda ⁴⁾			Otras finalidades				
		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años ³⁾		
		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		14
1999 I	2.265,6	819,0	338,8	1.107,7	2.534,1	86,2	149,1	188,4	15,5	67,0	1.469,3	135,2	98,1	325,3	35,8
II	2.337,5	845,1	352,0	1.140,3	2.602,6	83,7	155,4	194,1	18,8	63,8	1.520,2	138,7	98,5	329,4	35,8
III	2.353,5	832,2	362,8	1.158,4	2.661,7	85,9	157,3	196,6	19,6	64,4	1.568,6	136,0	96,2	337,1	36,2
IV	2.427,5	859,1	372,9	1.195,5	2.726,7	88,4	156,4	195,6	20,0	60,4	1.626,3	141,8	98,5	339,3	37,4
2000 I	2.501,3	902,3	392,3	1.206,7	2.775,0	89,1	162,5	200,5	20,3	58,9	1.659,6	141,0	100,4	342,8	39,0
II	2.561,8	919,4	406,0	1.236,4	2.826,0	93,6	161,7	201,8	21,4	60,7	1.698,4	145,0	102,2	341,3	37,6
III	2.633,9	954,6	422,5	1.256,8	2.888,1	96,5	165,1	208,2	22,8	63,1	1.747,0	142,5	100,9	342,1	37,5
IV ⁵⁾	2.686,3	974,1	427,3	1.284,9	2.937,4	96,9	165,1	211,7	22,8	62,2	1.785,7	146,9	101,8	344,3	38,3

2. Créditos a instituciones financieras no monetarias

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾				Empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾				
	16	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	19	20	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	23
1999 I		300,3	184,1	55,1	61,1	36,1	27,1	3,0	5,9
II		306,8	192,9	52,2	61,7	40,4	28,9	2,7	8,8
III		299,4	181,9	53,8	63,7	41,9	33,1	2,8	6,0
IV		315,7	191,4	55,1	69,2	29,4	20,7	2,7	5,9
2000 I		335,7	207,1	56,2	72,4	37,1	25,7	4,0	7,4
II		381,7	246,0	60,8	74,9	38,8	29,1	3,8	5,8
III		385,6	247,0	64,8	73,8	33,0	25,3	2,9	4,8
IV ⁵⁾		394,7	255,2	67,5	72,0	31,6	23,2	3,5	5,0

3. Créditos a las AAPP

	AAPP ²⁾												
	Administración Central ⁵⁾		Otras AAPP									Administraciones de Seguridad Social	
	24	25	Administración Regional			Administración Local			30	31	32		33
			Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años					
26	27	28	29	30	31	32	33	34					
1999 I	838,3	220,8	276,7	12,1	20,9	243,7	328,5	19,7	12,6	296,2	12,4		
II	838,2	212,0	279,2	11,5	20,5	247,1	329,4	20,2	10,9	298,3	17,5		
III	831,1	206,4	278,4	10,1	21,3	247,0	329,5	19,9	10,5	299,1	16,8		
IV	847,9	199,5	292,9	15,0	25,1	252,7	339,9	20,6	11,7	307,7	15,6		
2000 I	839,7	193,8	291,9	13,2	27,4	251,3	338,1	21,3	10,8	306,0	16,0		
II	835,6	186,8	290,0	9,9	28,1	252,1	339,0	21,6	11,5	305,9	19,7		
III	818,0	173,3	288,4	8,9	27,2	252,4	337,8	21,5	11,1	305,2	18,5		
IV ⁵⁾	834,7	169,7	297,3	13,7	28,1	255,4	352,3	24,2	12,2	315,9	15,5		

Fuente: BCE.

- 1) No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Los datos son parcialmente estimados. Para detalles adicionales, véanse las notas técnicas.
- 2) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: sociedades no financieras: S11; hogares: S14; instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares: S15; intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones (correspondiente al sector otros intermediarios financieros del SEC 95): S123 (incluidos auxiliares financieros, S124); empresas de seguros y fondos de pensiones: S125; AAPP: S13.
- 3) Como resultado de la implantación en enero de 1999 de un nuevo esquema de remisión de información, los datos anteriores al primer trimestre de 1999 no son directamente comparables con los de periodos posteriores.
- 4) Las definiciones de crédito al consumo y crédito para compra de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.
- 5) No se dispone de desglose por plazos de los créditos a la Administración Central.

Cuadro 2.6

Saldo de depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento¹⁾

[mm de euros (sin desestacionalizar; fin de periodo)]

1. Depósitos mantenidos por sectores no financieros distintos de AAPP

	Empresas no financieras ^{2) 3)}					Hogares ^{2) 3)}				
	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales		Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 I	729,2	394,9	287,2	23,7	23,5	3.228,0	798,4	1.111,3	1.278,8	39,5
II	741,0	427,9	263,8	25,5	23,9	3.245,9	841,8	1.085,3	1.286,1	32,7
III	747,4	429,6	270,0	25,7	22,1	3.239,2	845,0	1.076,8	1.283,5	33,9
IV	772,7	446,0	281,2	24,0	21,5	3.306,4	871,6	1.099,7	1.295,8	39,4
2000 I	787,9	440,2	292,1	24,5	31,1	3.297,7	887,2	1.093,1	1.275,1	42,4
II	818,6	459,7	307,8	24,2	26,9	3.287,2	888,3	1.097,4	1.255,0	46,6
III	843,7	464,2	329,8	24,8	25,0	3.273,6	874,4	1.112,0	1.235,6	51,6
IV ^(p)	871,8	496,8	324,8	23,9	26,3	3.338,3	904,6	1.134,9	1.241,7	57,1

2. Depósitos mantenidos por instituciones financieras no monetarias

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones ^{2) 3)}					Empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾				
	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales		Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 I	376,4	127,9	142,3	4,7	101,5	426,1	32,1	380,1	3,0	10,8
II	402,3	134,9	165,2	4,7	97,4	430,8	36,4	380,5	3,3	10,7
III	391,2	122,5	173,0	5,2	90,5	436,6	32,0	389,8	3,3	11,5
IV	398,9	143,1	181,7	4,7	69,3	447,7	32,2	400,4	3,3	11,9
2000 I	435,3	162,2	180,1	5,6	87,4	458,8	35,4	407,0	3,2	13,1
II	425,3	164,5	178,7	5,3	76,8	460,7	34,6	411,0	3,5	11,6
III	425,1	158,6	184,8	5,1	76,6	464,4	34,1	413,7	3,7	12,9
IV ^(p)	433,3	157,0	195,3	5,9	75,2	477,0	41,0	418,1	3,2	14,7

3. Depósitos mantenidos por las AAPP

	AAPP ²⁾																
	Administración Central	Otras AAPP															
		Administración Regional								Administración Local				Administraciones de Seguridad Social			
		Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1999 I	254,1	133,4	25,6	7,4	17,9	0,1	0,2	53,1	24,2	24,0	3,2	1,7	42,0	14,3	25,7	1,0	1,0
II	254,9	125,0	27,3	8,1	18,9	0,2	0,1	54,6	26,2	24,2	3,4	0,7	48,0	18,2	27,7	1,1	1,0
III	262,3	133,3	27,8	8,7	18,7	0,1	0,2	54,6	24,5	25,6	3,4	1,1	46,7	17,1	27,3	0,9	1,5
IV	281,0	142,0	31,6	10,2	21,1	0,1	0,2	59,2	27,1	27,4	3,4	1,2	48,2	16,0	30,6	0,7	0,7
2000 I	270,2	130,2	28,7	8,3	20,2	0,1	0,1	58,6	25,8	27,7	3,3	1,8	52,7	18,7	31,9	0,7	1,4
II	300,2	146,0	32,2	10,5	21,5	0,1	0,1	62,7	28,7	28,6	3,1	2,3	59,3	23,0	32,7	0,5	3,0
III	311,1	159,3	30,8	10,0	20,6	0,1	0,1	63,2	27,4	30,8	2,9	2,1	57,8	21,5	32,8	0,5	3,1
IV ^(p)	316,3	164,6	30,6	10,6	19,8	0,1	0,1	68,1	30,7	33,0	3,0	1,5	53,0	18,5	33,4	0,5	0,7

Fuente: BCE.

- No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Los datos son parcialmente estimados. Para detalles adicionales, véanse las notas técnicas.
- Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: empresas no financieras: S11; hogares: S14 (incluidas instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares: S15); intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones (correspondiente al sector otros intermediarios financieros del SEC 95): S123 (incluidos auxiliares financieros: S124); empresas de seguros y fondos de pensiones: S125; AAPP: S13.
- Como resultado de la implantación en enero de 1999 de un nuevo esquema de remisión de información, los datos anteriores al primer trimestre de 1999 no son directamente comparables con los de periodos posteriores.

Cuadro 2.7

Saldo de los principales activos y pasivos de las IFM frente a no residentes en la zona del euro¹⁾

[mm de euros (sin desestacionalizar; fin de periodo)]

1. Eurosistema²⁾

	Préstamos a no residentes				Valores distintos de acciones emitidos por no residentes				Acciones y participaciones emitidas por no residentes			Depósitos mantenidos por no residentes						
	1	Bancos ^{3) 4)}		No bancos		5	Bancos ³⁾		No bancos		9	Bancos ³⁾	Otros	12	Bancos ³⁾		No bancos	
		2	3	4	6		7	8	10	11					13	14	15	
																		AAPP	Otros	AAPP	Otros
1999 I	111,0	99,7	8,4	2,9	182,8	3,9	176,1	2,9	0,4	0,1	0,3	91,9	89,6	0,4	1,8			
II	191,4	174,7	13,1	3,7	175,2	4,5	166,9	3,8	0,4	0,1	0,3	165,2	162,8	0,2	2,2			
III	108,1	99,0	6,8	2,3	176,2	4,0	168,1	4,1	0,4	0,1	0,3	82,6	80,6	0,4	1,5			
IV	59,6	45,6	10,5	3,5	193,9	5,7	184,4	3,8	0,6	0,1	0,5	43,2	39,8	0,3	3,2			
2000 I	89,9	78,8	8,9	2,2	202,7	4,8	192,2	5,7	0,5	0,1	0,4	68,3	66,7	0,2	1,4			
II	104,6	91,5	10,3	2,7	201,9	4,5	193,4	4,0	0,4	0,1	0,3	85,3	82,8	0,5	2,0			
III	83,7	72,7	8,2	2,7	221,9	5,3	211,2	5,5	1,0	0,1	0,9	67,9	64,6	1,0	2,4			
IV ^(p)	32,7	23,3	7,0	2,3	203,4	5,2	193,3	4,9	1,0	0,1	0,9	23,2	19,9	1,1	2,2			

2. IFM, excluyendo el Eurosistema

	Préstamos a no residentes				Valores distintos de acciones emitidos por no residentes				Acciones y participaciones emitidas por no residentes			Depósitos mantenidos por no residentes						
	1	Bancos ^{3) 4)}		No bancos		5	Bancos ³⁾		No bancos		9	Bancos ³⁾	Otros	12	Bancos ³⁾		No bancos	
		2	3	4	6		7	8	10	11					13	14	15	
																		AAPP	Otros	AAPP	Otros
1999 I	1.271,6	899,1	64,0	308,5	300,4	79,3	104,3	116,8	58,4	22,3	36,1	1.623,9	1.208,9	70,8	344,3			
II	1.253,4	851,6	66,9	334,9	321,3	86,7	100,1	134,5	75,6	32,7	42,8	1.674,2	1.220,7	62,3	391,1			
III	1.259,5	854,3	67,3	337,9	320,2	88,2	89,1	142,9	78,0	39,2	38,8	1.696,1	1.237,4	62,2	396,4			
IV	1.287,2	867,7	68,3	351,2	339,4	94,0	88,8	156,6	81,9	37,6	44,3	1.782,6	1.285,8	72,1	424,7			
2000 I	1.339,4	894,0	70,5	374,9	370,5	109,0	99,5	162,0	99,9	46,2	53,7	2.000,8	1.449,8	71,2	479,8			
II	1.353,3	919,0	70,6	363,7	415,1	134,0	109,6	171,6	106,2	49,9	56,4	1.967,1	1.412,6	74,3	480,1			
III	1.416,1	943,6	71,0	401,5	443,2	146,8	110,3	186,0	122,9	56,1	66,8	2.117,1	1.499,5	80,7	536,9			
IV ^(p)	1.434,5	951,1	74,1	409,4	439,4	147,5	94,9	197,0	126,7	60,9	65,9	2.114,2	1.507,2	83,8	523,2			

3. IFM, incluyendo el Eurosistema

	Préstamos a no residentes				Valores distintos de acciones emitidos por no residentes				Acciones y participaciones emitidas por no residentes			Depósitos mantenidos por no residentes						
	1	Bancos ^{3) 4)}		No bancos		5	Bancos ³⁾		No bancos		9	Bancos ³⁾	Otros	12	Bancos ³⁾		No bancos	
		2	3	4	6		7	8	10	11					13	14	15	
																		AAPP	Otros	AAPP	Otros
1999 I	1.382,5	998,8	72,4	311,4	483,2	83,2	280,4	119,6	58,8	22,4	36,4	1.715,8	1.298,5	71,2	346,1			
II	1.444,8	1.026,3	80,0	338,5	496,5	91,2	266,9	138,4	76,0	32,8	43,1	1.839,4	1.383,5	62,5	393,4			
III	1.367,5	953,3	74,0	340,2	496,4	92,2	257,2	147,0	78,4	39,3	39,1	1.778,7	1.318,1	62,7	397,9			
IV	1.346,8	913,3	78,8	354,7	533,3	99,7	273,1	160,4	82,4	37,7	44,8	1.825,8	1.325,6	72,4	427,8			
2000 I	1.429,3	972,8	79,4	377,1	573,2	113,8	291,7	167,7	100,4	46,3	54,1	2.069,1	1.516,5	71,4	481,2			
II	1.457,9	1.010,5	81,0	366,4	617,1	138,6	302,9	175,6	106,6	49,9	56,7	2.052,4	1.495,4	74,8	482,1			
III	1.499,7	1.016,2	79,2	404,2	665,1	152,1	321,5	191,5	123,9	56,2	67,7	2.185,1	1.564,1	81,7	539,3			
IV ^(p)	1.467,2	974,4	81,1	411,8	642,8	152,7	288,2	201,9	127,7	61,0	66,8	2.137,4	1.527,1	84,9	525,4			

Fuente: BCE.

1) No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Los datos son parcialmente estimados. Para detalles adicionales, véanse las notas técnicas.

2) La aplicación de nuevas normas sobre declaración de datos a partir de enero de 1999 hizo que se produjeran rupturas importantes en las series en el primer trimestre de ese año.

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

4) Incluye depósitos colocados por IFM con bancos situados fuera de la zona del euro.

Cuadro 2.8

Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro¹⁾

[mm de euros (sin desestacionalizar; fin de periodo)]

Saldos de pasivos

1. Depósitos colocados por residentes en la zona del euro

	Emitidos por IFM								Emitidos por no IFM							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					
	1	2	3	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	
1999 I	3.882,0	3.457,6	54,0	370,4	266,9	23,0	56,4	24,1	5.013,7	4.861,3	25,2	127,2	90,0	13,8	14,9	8,5
II	4.116,1	3.716,0	50,9	349,2	252,5	20,2	53,0	23,4	5.073,9	4.912,3	27,8	133,8	97,4	14,8	12,9	8,6
III	3.843,3	3.435,9	53,0	354,3	251,2	24,4	57,9	20,9	5.075,7	4.914,5	27,5	133,7	96,7	16,3	12,2	8,5
IV	3.868,4	3.456,8	46,6	364,9	261,7	29,5	54,7	19,0	5.205,7	5.040,6	25,8	139,3	101,4	17,3	11,7	8,9
2000 I	3.932,4	3.496,3	55,0	381,1	265,8	32,5	60,5	22,3	5.248,7	5.074,1	30,5	144,1	105,1	17,6	11,9	9,5
II	4.056,4	3.620,9	52,8	382,7	265,3	34,8	62,3	20,2	5.290,8	5.110,6	27,9	152,2	113,0	17,1	13,2	9,0
III	3.946,1	3.485,3	58,1	402,7	279,6	38,3	64,9	20,0	5.316,7	5.127,0	29,1	160,7	121,7	16,5	12,5	10,1
IV ³⁾	3.931,5	3.515,1	50,7	365,6	255,8	33,9	60,0	15,9	5.436,3	5.257,7	27,3	151,4	115,8	14,8	10,8	10,0

2. Depósitos colocados por no residentes en la zona del euro

	Emitidos por bancos ³⁾								Emitidos por no bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					
	1	2	3	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	
1999 I	1.298,5	560,8	128,3	609,3	483,3	47,2	52,9	26,0	417,3	184,6	39,2	193,5	155,4	15,0	13,5	9,5
II	1.383,5	616,9	127,4	639,2	517,3	38,1	52,5	31,3	455,9	199,5	42,3	214,1	176,2	15,2	11,9	10,8
III	1.318,1	563,6	129,4	625,1	503,4	38,8	53,6	29,3	460,6	207,2	43,7	209,7	167,2	19,6	11,4	11,4
IV	1.325,6	531,6	114,5	679,5	557,1	44,2	50,5	27,8	500,2	217,8	46,1	236,2	193,4	18,4	13,0	11,3
2000 I	1.516,5	599,3	155,6	761,6	602,6	64,0	65,1	29,8	552,6	243,1	53,3	256,2	209,0	22,3	12,2	12,6
II	1.495,4	595,9	137,1	762,4	605,6	59,8	62,7	34,2	556,9	241,6	54,4	260,9	211,4	22,4	15,7	11,4
III	1.564,1	608,3	146,3	809,4	652,8	61,9	63,0	31,8	621,0	253,5	62,5	305,0	254,7	23,4	14,3	12,6
IV ³⁾	1.527,1	586,9	138,0	802,1	661,0	49,0	62,4	29,7	610,4	256,1	66,5	287,7	240,1	21,2	13,0	13,5

3. Valores distintos de acciones y participaciones e instrumentos del mercado monetario emitidos por las IFM de la zona del euro

	Valores distintos de acciones y participaciones								Instrumentos del mercado monetario							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					
	1	2	3	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	
1999 I	2.203,4	1.970,1	30,9	202,4	119,0	37,1	30,6	15,7	185,4	169,8	0,7	14,9	12,5	0,8	1,4	0,2
II	2.279,8	2.030,3	36,2	213,3	125,5	38,0	32,2	17,4	188,1	170,3	1,5	16,3	12,8	1,5	1,7	0,4
III	2.340,4	2.083,7	38,7	218,1	126,7	43,3	31,1	16,9	207,5	187,8	1,8	17,8	11,6	3,2	2,4	0,6
IV	2.375,2	2.112,8	39,9	222,6	126,9	47,8	30,6	17,2	245,4	220,5	1,8	23,1	15,4	4,2	2,3	1,2
2000 I	2.434,6	2.151,2	42,9	240,4	134,5	53,4	33,7	18,8	250,5	226,0	1,8	22,7	14,5	4,6	2,0	1,7
II	2.491,3	2.196,6	40,3	254,3	143,8	58,4	33,7	18,4	262,8	234,9	1,4	26,4	17,2	5,4	2,5	1,4
III	2.563,2	2.237,7	47,5	278,0	156,2	64,9	37,4	19,6	272,2	233,6	2,2	36,4	26,6	5,7	2,8	1,3
IV ³⁾	2.573,7	2.255,1	46,1	272,6	158,8	58,1	35,5	20,2	261,5	215,2	2,1	44,2	34,4	5,3	2,9	1,6

Fuente: BCE.

1) No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Los datos son parcialmente estimados. Para detalles adicionales, véanse las notas técnicas.

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

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

Saldos de activos

4. Préstamos a residentes en la zona del euro

	IFM								No IFM								
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					
	1	2	3	4	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	
1999 I	3.870,6	-	-	-	-	-	-	-	-	6.010,2	5.813,1	21,3	175,8	98,6	17,9	52,8	6,6
II	4.103,7	-	-	-	-	-	-	-	-	6.161,4	5.949,8	23,2	188,3	106,9	19,1	56,3	6,0
III	3.827,3	-	-	-	-	-	-	-	-	6.223,9	6.003,4	24,5	196,0	105,7	23,8	60,4	6,2
IV	3.851,3	-	-	-	-	-	-	-	-	6.385,1	6.151,9	23,4	209,9	115,8	28,3	62,0	3,8
2000 I	3.948,9	-	-	-	-	-	-	-	-	6.528,3	6.261,2	34,0	233,1	128,3	35,1	65,9	3,7
II	4.039,5	-	-	-	-	-	-	-	-	6.681,9	6.388,3	35,4	258,1	144,9	38,4	70,5	4,3
III	3.949,5	-	-	-	-	-	-	-	-	6.796,5	6.485,4	34,8	276,3	155,8	44,4	72,2	4,0
IV ^(p)	3.929,0	-	-	-	-	-	-	-	-	6.923,0	6.619,8	32,0	271,1	151,9	41,6	73,0	4,7

5. Tenencias de valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

	Emitidos por IFM								Emitidos por no IFM							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
	1	2	3	4	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1999 I	763,3	727,6	8,3	27,4	18,2	5,6	1,8	1,8	1.421,4	1.388,9	3,6	28,9	15,6	10,5	1,6	1,2
II	802,6	768,4	6,5	27,7	18,9	5,3	1,6	1,9	1.432,3	1.402,1	3,0	27,2	14,5	10,3	1,3	1,1
III	830,2	796,1	7,5	26,6	17,1	5,4	2,0	2,2	1.446,0	1.415,7	3,1	27,2	13,5	11,0	1,6	1,2
IV	830,3	795,7	8,1	26,5	17,4	5,0	2,5	1,6	1.438,6	1.406,0	5,6	27,0	13,5	11,0	1,2	1,3
2000 I	871,8	834,7	11,6	25,5	16,4	5,0	2,4	1,7	1.449,6	1.417,1	4,8	27,6	14,2	11,3	1,2	0,8
II	897,5	858,1	12,5	26,9	17,8	4,9	2,6	1,7	1.411,0	1.377,3	6,0	27,7	14,7	10,5	1,6	0,9
III	943,4	898,7	10,6	34,1	24,5	5,3	2,5	1,9	1.386,6	1.353,3	3,6	29,7	16,6	11,0	1,2	0,9
IV ^(p)	932,1	891,9	11,0	29,2	20,5	4,7	2,3	1,7	1.352,5	1.318,8	3,9	29,9	17,5	10,5	1,0	0,9

6. Préstamos a no residentes en la zona del euro

	Bancos ³⁾								No bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
	1	2	3	4	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1999 I	998,8	475,3	77,6	445,8	323,0	50,7	27,1	44,9	383,8	137,5	28,6	217,7	189,3	7,3	13,0	8,1
II	1.026,3	527,3	76,4	422,5	310,1	41,3	26,4	44,8	418,5	142,6	35,7	240,2	208,5	7,5	15,0	9,2
III	953,3	447,9	82,2	423,2	304,3	44,9	29,2	44,8	414,2	147,5	36,5	230,2	194,4	10,4	16,8	8,6
IV	913,3	389,6	77,8	445,9	330,2	52,1	30,6	32,9	433,5	140,5	40,2	252,8	217,4	10,8	18,6	6,0
2000 I	972,8	430,9	98,5	443,4	321,2	51,9	33,5	36,8	456,5	147,3	39,9	269,4	230,3	13,5	19,6	5,9
II	1.010,5	471,0	94,8	444,7	325,9	47,0	34,2	37,6	447,4	141,5	40,3	265,6	225,1	13,7	20,4	6,4
III	1.016,2	453,5	94,0	468,8	353,1	44,7	34,9	36,0	483,5	148,3	43,6	291,5	249,0	14,0	22,1	6,5
IV ^(p)	974,4	413,3	93,5	467,6	354,6	45,1	34,2	33,7	492,9	155,9	43,3	293,7	251,2	11,2	24,3	7,0

7. Tenencias de valores distintos de acciones emitidos por no residentes en la zona del euro

	Emitidos por bancos ³⁾								Emitidos por no bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
	1	2	3	4	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1999 I	83,2	29,5	7,1	46,6	35,0	5,8	2,0	3,7	400,0	76,6	22,1	301,3	256,0	22,0	6,1	17,1
II	91,2	33,6	7,3	50,3	39,1	5,8	2,2	3,3	405,3	93,1	23,9	288,3	251,1	21,5	6,5	9,2
III	92,2	36,3	7,0	48,9	38,4	5,9	1,8	2,8	404,2	96,9	25,6	281,6	245,3	24,6	4,1	7,5
IV	99,7	40,4	7,7	51,6	39,7	6,9	1,9	3,2	433,5	108,5	24,3	300,7	263,8	24,1	4,2	8,6
2000 I	113,8	44,4	8,1	61,4	47,9	6,9	2,2	4,5	459,4	103,3	28,9	327,2	283,9	28,2	5,7	9,5
II	138,6	50,0	13,2	75,4	61,1	7,0	2,2	5,1	478,5	105,0	29,2	344,3	302,4	27,8	4,5	9,5
III	152,1	50,5	16,5	85,2	72,0	7,1	2,2	3,9	513,0	119,3	33,2	360,5	315,5	31,5	4,2	9,2
IV ^(p)	152,7	49,5	18,8	84,3	72,3	6,4	1,7	3,9	490,1	122,8	35,9	331,4	291,4	27,6	3,6	8,9

3 Mercados financieros y tipos de interés en la zona del euro

Cuadro 3.1

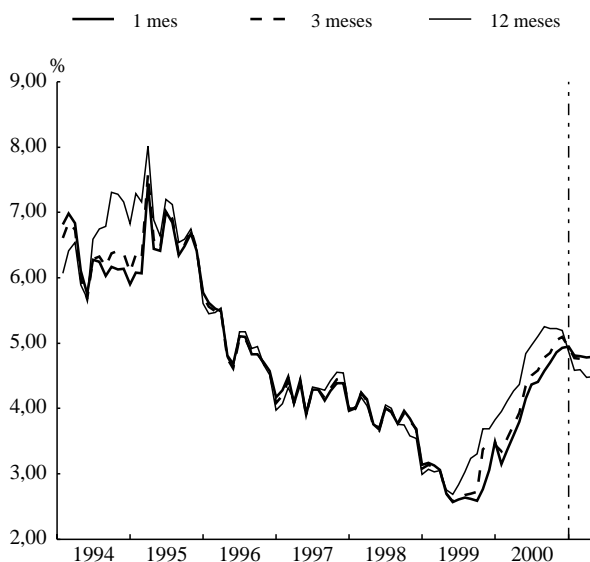
Tipos de interés del mercado monetario¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ⁴⁾					Estados Unidos ⁵⁾	Japón ⁶⁾
	Depósitos a 1 día ²⁾	Depósitos a 1 mes ³⁾	Depósitos a 3 meses ⁵⁾	Depósitos a 6 meses ⁵⁾	Depósitos a 12 meses ⁵⁾	Depósitos a 3 meses	Depósitos a 3 meses
	1	2	3	4	5	6	7
1996	4,04	4,95	4,92	4,89	4,93	5,51	0,57
1997	3,98	4,23	4,24	4,25	4,28	5,76	0,62
1998	3,09	3,84	3,83	3,78	3,77	5,57	0,66
1999	2,74	2,86	2,96	3,06	3,19	5,42	0,22
2000	4,12	4,24	4,40	4,55	4,78	6,53	0,28
2000 Abr	3,69	3,80	3,93	4,09	4,37	6,31	0,12
May	3,92	4,15	4,35	4,53	4,84	6,75	0,10
Jun	4,29	4,37	4,50	4,68	4,96	6,79	0,13
Jul	4,31	4,41	4,58	4,84	5,11	6,73	0,22
Ago	4,42	4,57	4,78	5,01	5,25	6,69	0,32
Sep	4,59	4,70	4,85	5,04	5,22	6,67	0,41
Oct	4,76	4,85	5,04	5,10	5,22	6,78	0,52
Nov	4,83	4,92	5,09	5,13	5,19	6,75	0,55
Dic	4,83	4,94	4,93	4,91	4,87	6,54	0,62
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001 Ene	4,75	4,81	4,77	4,68	4,58	5,73	0,50
Feb	4,99	4,80	4,76	4,67	4,59	5,35	0,41
Mar	4,78	4,78	4,71	4,58	4,47	4,96	0,19
Abr	5,06	4,79	4,69	4,57	4,49	4,63	0,10
2001 Abr 6	4,75	4,70	4,57	4,45	4,35	4,81	0,12
13 ⁷⁾	5,73	4,88	4,74	4,61	4,54	4,78	0,10
20	5,50	4,82	4,76	4,65	4,59	4,42	0,09
27	4,81	4,82	4,77	4,67	4,58	4,31	0,08
May 4	4,81	4,83	4,81	4,74	4,69	4,27	0,08

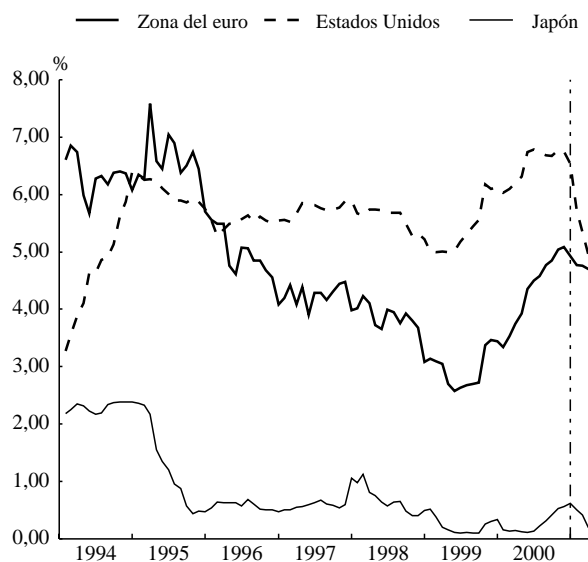
Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro

(mensual)



Tipos a 3 meses del mercado monetario

(mensual)



Fuentes: Reuters y BCE.

- 1) Los tipos mensuales y anuales son medias del periodo, excepto el tipo a un día hasta diciembre de 1998.
- 2) Hasta diciembre de 1998, tipos ofrecidos en la toma de depósitos. A partir de enero de 1999, la columna 1 recoge el índice medio a un día para la zona del euro (EONIA).
- 3) Hasta diciembre de 1998, datos fin de periodo; a partir de entonces, medias del periodo.
- 4) 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.
- 5) A partir de enero de 1999, tipos interbancarios de oferta de la zona del euro (EURIBOR). Hasta diciembre de 1998, tipos de oferta en el interbancario de Londres (LIBOR), cuando se dispone de ellos.
- 6) Tipos de oferta en el interbancario de Londres (LIBOR).
- 7) Los datos se refieren al 12 de abril de 2001.

Cuadro 3.2

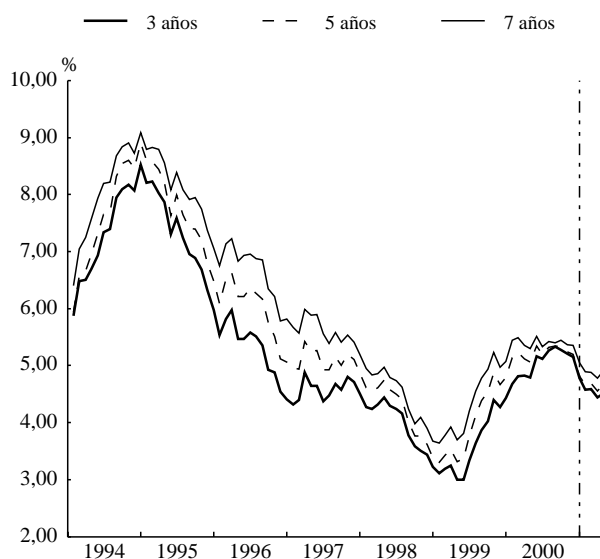
Rendimientos de la deuda pública¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ²⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	7,23	6,54	3,03
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,99	6,45	2,15
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1999	3,38	3,63	4,01	4,38	4,66	5,64	1,75
2000	4,90	5,03	5,19	5,37	5,44	6,03	1,76
2000 Abr	4,58	4,79	5,06	5,30	5,41	6,00	1,75
May	5,00	5,16	5,34	5,51	5,52	6,42	1,71
Jun	5,02	5,12	5,19	5,33	5,35	6,10	1,69
Jul	5,19	5,27	5,32	5,43	5,45	6,04	1,72
Ago	5,28	5,34	5,35	5,40	5,40	5,83	1,77
Sep	5,22	5,28	5,33	5,44	5,47	5,80	1,88
Oct	5,17	5,20	5,24	5,37	5,42	5,74	1,83
Nov	5,12	5,15	5,19	5,35	5,34	5,72	1,75
Dic	4,74	4,77	4,82	5,05	5,07	5,23	1,62
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001 Ene	4,55	4,57	4,67	4,90	5,01	5,14	1,54
Feb	4,56	4,59	4,69	4,88	5,02	5,10	1,43
Mar	4,44	4,44	4,56	4,78	4,94	4,89	1,19
Abr	4,49	4,51	4,66	4,90	5,10	5,13	1,36
2001 Abr 6	4,26	4,31	4,49	4,73	4,96	4,88	1,27
13	4,56	4,57	4,72	4,93	5,11	5,18	1,43
20	4,58	4,60	4,75	4,99	5,19	5,25	1,46
27	4,64	4,65	4,79	5,03	5,21	5,28	1,28
May 4	4,64	4,66	4,77	5,01	5,19	5,18	1,34

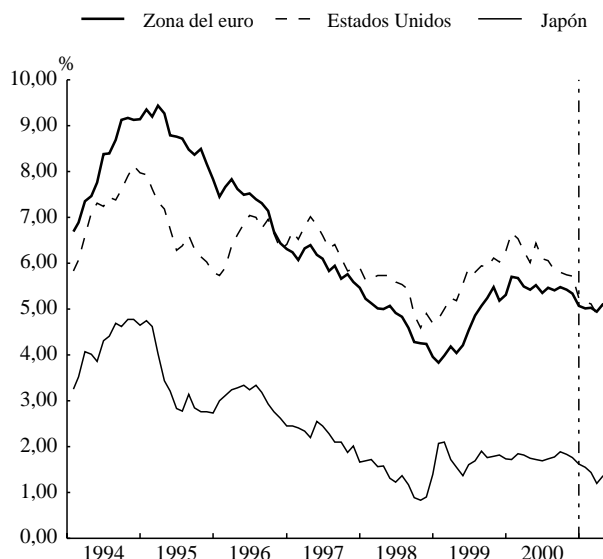
Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensual)



Rendimientos de la deuda pública a 10 años

(mensual)



Fuentes: Reuters, BCE, Reserva Federal y Banco de Japón.

1) Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro a 2, 3, 5 y 7 años son datos fin de período, y los rendimientos a 10 años son medias del período. A partir de entonces, todos los rendimientos son medias del período.

2) 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 vivos de deuda pública a cada plazo.

Cuadro 3.3

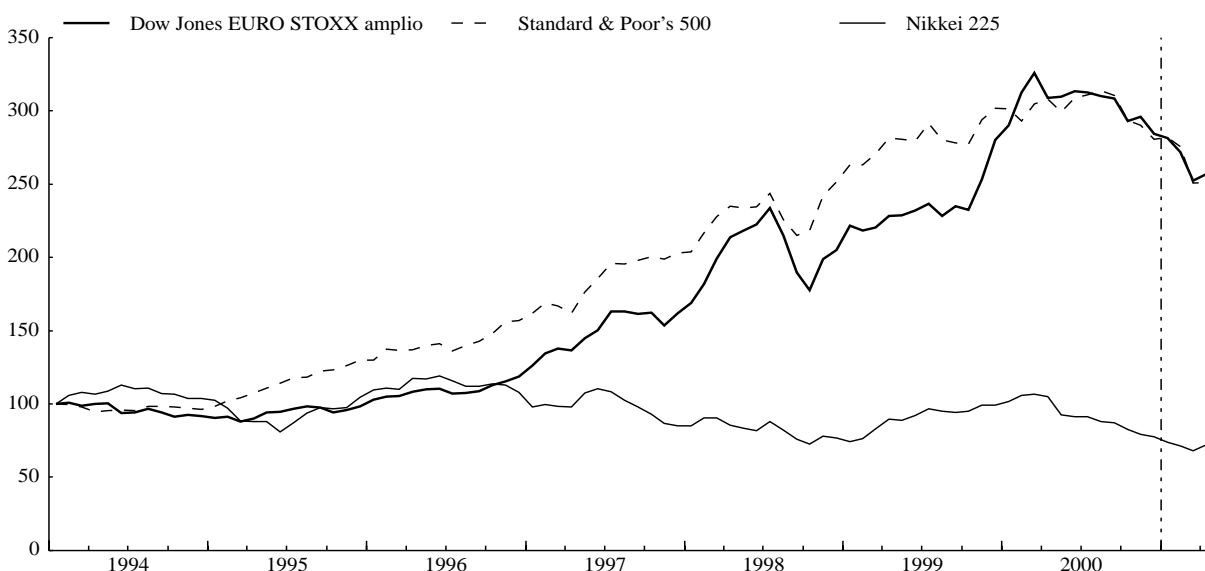
Índices de los mercados bursátiles

(niveles del índice en puntos)¹⁾

	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	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
1996	151,6	1.657,5	181,1	146,8	180,6	159,5	129,9	134,7	150,0	166,3	202,3	230,1	671,2	21.061,7
1997	207,6	2.319,6	233,4	191,9	231,9	227,3	184,4	168,0	227,7	205,5	324,1	301,7	873,9	18.373,4
1998	280,5	3.076,3	257,9	245,0	295,5	249,3	281,3	218,4	333,6	282,4	488,1	348,9	1.085,3	15.338,4
1999	325,8	3.787,3	279,2	262,9	327,7	286,0	295,7	285,1	470,4	306,2	717,7	392,6	1.327,8	16.829,9
2000	423,9	5.075,5	299,1	292,9	324,3	342,3	350,7	378,0	963,1	341,7	1.072,5	476,0	1.426,7	17.162,7
2000 Abr	428,6	5.149,1	306,8	293,7	313,3	329,1	339,0	382,2	957,4	353,9	1.236,7	411,1	1.459,7	19.517,7
May	429,4	5.174,7	304,2	294,5	322,3	353,1	340,0	388,0	1.004,4	356,4	1.135,1	435,5	1.416,7	17.222,5
Jun	434,7	5.274,2	274,6	294,8	326,1	349,8	350,0	385,4	1.052,1	349,7	1.149,7	456,4	1.462,0	16.969,3
Jul	433,8	5.227,8	283,1	297,8	328,2	345,7	360,4	384,3	1.044,6	333,9	1.083,0	502,2	1.472,1	16.961,1
Ago	429,9	5.152,0	290,0	301,3	331,1	363,1	375,9	380,3	982,6	334,1	951,6	545,8	1.485,5	16.329,9
Sep	428,1	5.132,9	280,3	298,7	329,5	376,4	371,4	371,8	1.015,4	335,1	910,2	553,4	1.470,6	16.170,4
Oct	406,4	4.893,2	281,2	278,4	331,5	373,7	366,3	349,4	864,6	336,3	824,3	561,2	1.390,1	15.342,7
Nov	410,8	4.962,5	302,9	274,9	346,0	365,0	379,7	359,6	864,7	339,6	796,2	571,6	1.373,8	14.743,5
Dic	394,5	4.787,1	319,1	257,4	330,2	337,9	365,9	354,3	865,0	326,7	715,4	554,6	1.329,7	14.409,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001 Ene	390,2	4.729,7	317,3	261,6	314,4	339,7	371,9	354,0	792,1	318,7	727,8	524,3	1.334,2	13.739,7
Feb	377,1	4.525,9	320,2	260,4	319,0	349,5	364,5	355,7	656,6	317,8	654,4	549,5	1.305,5	13.274,1
Mar	349,9	4.199,2	311,0	241,7	305,7	340,6	334,5	334,5	567,8	300,6	602,9	524,7	1.186,8	12.684,9
Abr	356,3	4.305,2	308,4	242,6	304,8	352,5	339,4	329,9	587,4	311,5	635,0	534,6	1.189,2	13.436,7
2001 Abr 6 ²⁾	343,9	4.145,9	294,1	231,3	299,7	342,9	333,4	318,5	529,5	307,0	608,5	539,7	1.128,4	13.383,8
13 ²⁾	358,4	4.338,1	311,0	243,3	306,4	353,7	341,1	329,6	592,3	314,3	644,4	537,6	1.179,7	13.385,7
20	363,2	4.383,6	316,8	249,4	303,8	350,4	341,0	340,1	641,0	310,1	658,9	520,7	1.243,0	13.765,7
27	369,5	4.474,0	314,9	254,8	313,0	369,6	348,3	342,7	642,1	311,1	647,3	534,8	1.253,1	13.934,3
May 4	365,8	4.416,8	309,9	256,1	310,4	353,0	341,3	338,7	663,8	308,7	637,5	529,1	1.266,6	14.421,6

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

(mes base: enero de 1994=100; mensual)



Fuente: Reuters.

1) Los datos mensuales y anuales son medias del periodo.

2) Los datos se refieren al 12 de abril de 2001, excepto los del índice Nikkei 225.

Cuadro 3.4

Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela

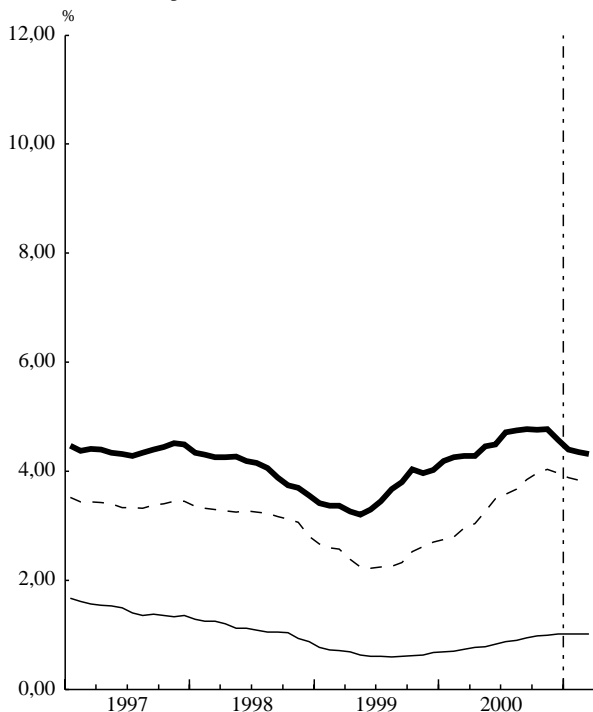
(en porcentaje; medias del período)

	Tipos de interés de los depósitos						Tipos de interés de los préstamos y créditos			
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso		A empresas		A hogares	
		Hasta 1 año	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	Hasta 1 año	Más de 1 año	Crédito al consumo	Para compra de vivienda
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,73	5,80	10,06	5,87
1999	0,65	2,44	2,45	3,57	2,15	2,76	5,65	5,10	9,40	5,29
2000	0,85	3,45	3,44	4,52	2,25	3,79	6,60	6,23	9,86	6,34
2000 Mar	0,73	2,96	2,96	4,28	2,07	3,33	6,07	5,85	9,56	6,10
Abr	0,76	3,04	3,05	4,28	2,09	3,44	6,24	6,00	9,64	6,12
May	0,78	3,26	3,26	4,45	2,13	3,65	6,40	6,16	9,72	6,30
Jun	0,83	3,49	3,49	4,48	2,16	3,87	6,56	6,23	9,84	6,34
Jul	0,87	3,58	3,58	4,71	2,33	3,94	6,77	6,37	9,95	6,46
Ago	0,89	3,67	3,67	4,75	2,36	4,06	6,81	6,44	10,00	6,51
Sep	0,94	3,85	3,83	4,77	2,38	4,20	6,92	6,44	10,03	6,56
Oct	0,97	3,96	3,96	4,76	2,40	4,14	7,14	6,60	10,15	6,57
Nov	0,99	4,04	4,03	4,77	2,47	4,25	7,17	6,63	10,20	6,56
Dic	1,01	3,96	3,95	4,58	2,49	4,21	7,18	6,45	10,19	6,43
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	1,01	3,88	3,87	4,39	2,52	4,01	7,18	6,40	10,32	6,29
Feb	1,01	3,84	3,83	4,35	2,50	3,99	7,10	6,45	10,26	6,24
Mar	1,02	3,81	3,81	4,32	2,50	3,99	7,04	6,31	10,22	6,17

Tipos de interés de los depósitos

(mensual)

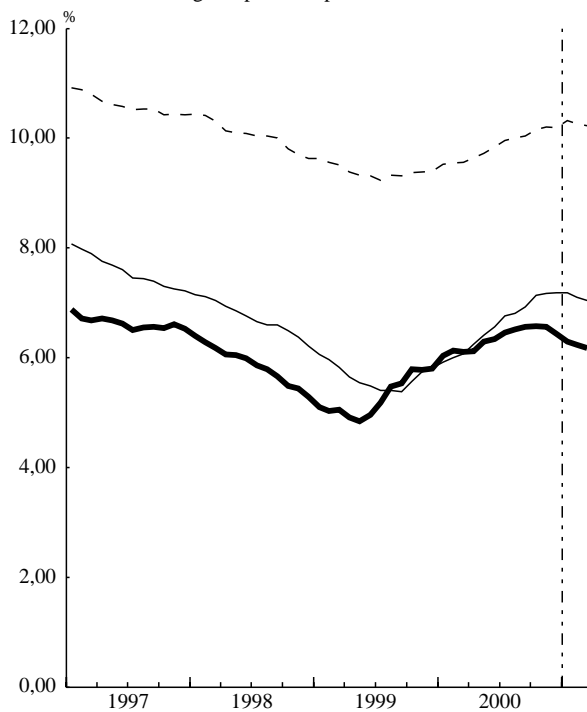
- A la vista
- - - A plazo hasta 1 año
- A plazo más de 2 años



Tipos de interés de los préstamos y créditos

(mensual)

- A empresas hasta 1 año
- - - Crédito al consumo
- A hogares para compra de vivienda



Fuente: BCE.

Estos tipos de interés de la zona del euro deben utilizarse con cautela y solo con fines estadísticos, preferiblemente para analizar su evolución temporal más que su nivel. Se calculan como media ponderada de los tipos de interés facilitados por los bancos centrales nacionales. Los tipos nacionales son aquellos que, de entre los disponibles en las fuentes nacionales, se considera que pertenecen a alguna de las categorías establecidas. Debido a la heterogeneidad observada entre los instrumentos financieros nacionales en los países miembros de la UEM, los citados tipos nacionales se agregan para obtener la información de la zona del euro, utilizando en algunos casos determinadas aproximaciones e hipótesis de trabajo. Además, los tipos no están armonizados en términos de cobertura (negocios nuevos o saldos vivos), naturaleza de los datos (nominales o efectivos) o método de obtención. Las ponderaciones de cada país para los tipos de la zona del euro se obtienen de los balances mensuales de las IFM o de aproximaciones a estos. Las ponderaciones reflejan las proporciones que corresponden a cada país respecto a la zona del euro, de los saldos vivos de los instrumentos a que se refiere el tipo de interés. Las ponderaciones se ajustan mensualmente, de modo que tipos y ponderaciones siempre se refieren al mismo mes.

Cuadro 3.5

Emisiones de valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(mm de euros; operaciones realizadas durante el periodo y saldo a fin de periodo; valores nominales)

1. A corto plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ¹⁾				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	253,9	240,8	13,1	616,2	240,9	231,1	9,9	572,6	13,0	9,8
Mar	271,0	250,4	20,5	635,9	258,3	240,3	18,0	591,4	12,6	10,2
Abr	253,0	251,6	1,4	637,4	240,4	239,8	0,7	591,0	12,5	11,9
May	278,6	261,8	16,8	660,0	267,0	251,3	15,6	613,4	11,6	10,5
Jun	262,0	260,3	1,8	662,1	245,3	249,4	-4,1	608,6	16,7	10,8
Jul	287,2	282,5	4,7	669,7	269,6	266,3	3,3	613,3	17,5	16,2
Ago	276,7	276,2	0,5	673,2	261,0	258,6	2,4	616,1	15,7	17,6
Sep	311,5	315,1	-3,6	672,0	293,4	298,7	-5,3	611,5	18,1	16,4
Oct	355,2	342,4	12,8	687,2	338,2	330,3	7,9	618,9	17,0	12,1
Nov	301,6	302,5	-0,9	687,1	283,7	290,1	-6,3	612,8	17,9	12,4
Dic	245,7	278,5	-32,8	653,9	229,3	264,4	-35,1	578,6	16,4	14,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	376,3	345,5	30,9	689,1	358,1	325,6	32,6	616,0	18,2	19,9
Feb	404,2	391,9	12,3	702,7	383,8	373,6	10,2	625,8	20,4	18,3

2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ¹⁾				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	125,9	69,4	56,6	6.069,4	112,5	61,0	51,4	5.601,8	13,4	8,3
Mar	131,7	92,3	39,5	6.119,4	116,9	82,5	34,3	5.637,5	14,9	9,8
Abr	115,5	75,6	39,9	6.168,1	102,7	66,1	36,7	5.673,7	12,7	9,5
May	127,2	90,3	36,8	6.200,5	115,0	78,6	36,4	5.712,3	12,2	11,7
Jun	102,1	66,2	35,9	6.234,3	87,9	52,9	34,9	5.749,6	14,2	13,3
Jul	129,1	77,8	51,3	6.290,5	103,5	69,5	33,9	5.782,6	25,6	8,3
Ago	105,4	59,6	45,8	6.349,1	82,8	52,3	30,6	5.814,5	22,6	7,4
Sep	111,8	76,5	34,9	6.389,0	91,3	66,7	24,6	5.839,9	20,5	9,8
Oct	119,4	84,5	34,8	6.436,8	101,8	75,9	25,9	5.866,9	17,6	8,6
Nov	105,3	76,3	28,9	6.454,0	92,5	65,2	27,2	5.893,4	12,8	11,0
Dic	95,1	96,6	0,8	6.433,0	86,0	82,7	3,3	5.899,5	9,1	14,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	146,8	139,5	8,2	6.531,8	133,6	129,7	4,0	5.994,7	13,2	9,8
Feb	125,7	72,9	52,7	6.585,4	110,9	66,5	44,4	6.040,6	14,8	6,4

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ¹⁾				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	379,8	310,2	69,7	6.685,6	353,4	292,1	61,3	6.174,4	26,5	18,1
Mar	402,7	342,8	60,0	6.755,3	375,2	322,8	52,4	6.228,9	27,5	19,9
Abr	368,5	327,3	41,2	6.805,5	343,2	305,8	37,3	6.264,7	25,3	21,4
May	405,7	352,1	53,6	6.860,6	382,0	329,9	52,0	6.325,7	23,8	22,2
Jun	364,2	326,5	37,7	6.896,4	333,2	302,4	30,8	6.358,2	30,9	24,1
Jul	416,2	360,3	56,0	6.960,3	373,1	335,8	37,3	6.395,9	43,1	24,5
Ago	382,1	335,9	46,4	7.022,3	343,9	310,9	33,0	6.430,6	38,3	25,0
Sep	423,3	391,6	31,3	7.061,1	384,7	365,4	19,3	6.451,3	38,7	26,2
Oct	474,7	427,0	47,7	7.124,0	440,0	406,3	33,7	6.485,8	34,7	20,7
Nov	406,9	378,8	28,0	7.141,2	376,2	355,3	20,9	6.506,2	30,7	23,5
Dic	340,8	375,2	-32,0	7.086,9	315,3	347,1	-31,8	6.478,0	25,5	28,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	523,2	484,9	39,1	7.220,9	491,8	455,2	36,5	6.610,7	31,4	29,7
Feb	529,9	464,8	64,9	7.288,1	494,7	440,0	54,7	6.666,5	35,2	24,7

Fuentes: BCE y BPI (para emisiones de no residentes en la zona del euro).

1) Incluye las emisiones expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ¹⁾				Emisiones totales en euros ¹⁾				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
3,2	43,6	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Feb
2,5	44,5	32,6	32,0	0,6	36,8	772,1	760,4	11,6	628,2	Mar
0,7	46,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
1,1	46,7	.	.	.	.	.	.	.	.	May
5,9	53,5	37,5	31,0	6,5	43,2	790,2	771,6	18,6	651,9	Jun
1,3	56,4	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
-1,9	57,1	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
1,7	60,6	38,2	39,5	-1,3	45,2	862,2	863,1	-0,9	656,6	Sep
4,9	68,3	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
5,5	74,3	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
2,3	75,3	43,4	27,2	16,2	59,7	894,6	912,0	-17,4	638,3	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
-1,7	73,1	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
2,1	76,9	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ¹⁾				Emisiones totales en euros ¹⁾				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
5,2	467,6	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Feb
5,2	482,0	65,8	21,5	44,3	638,2	397,1	252,6	144,5	6.275,6	Mar
3,2	494,4	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
0,4	488,2	.	.	.	.	.	.	.	.	May
0,9	484,7	46,6	23,7	22,9	661,2	352,2	221,3	130,9	6.410,8	Jun
17,4	507,9	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
15,3	534,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
10,4	549,2	64,2	34,4	29,9	693,3	341,8	222,9	118,9	6.533,2	Sep
9,0	569,8	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
1,6	560,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
-2,5	533,5	58,6	17,7	40,9	734,0	338,9	241,5	97,4	6.633,5	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
4,3	537,1	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
8,2	544,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ¹⁾				Emisiones totales en euros ¹⁾				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
8,4	511,2	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Feb
7,6	526,5	98,4	53,5	44,9	675,0	1.169,2	1.013,0	156,2	6.903,8	Mar
3,9	540,9	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
1,6	534,9	.	.	.	.	.	.	.	.	May
6,8	538,2	84,1	54,7	29,4	704,4	1.142,5	992,9	149,5	7.062,6	Jun
18,7	564,3	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
13,4	591,8	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
12,1	609,7	102,4	73,9	28,5	738,5	1.204,0	1.086,0	118,0	7.189,8	Sep
13,9	638,2	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
7,1	634,9	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
-0,3	608,8	102,0	44,9	57,1	793,7	1.233,5	1.153,5	80,0	7.271,8	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2,6	610,3	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
10,3	621,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

Cuadro 3.6

Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión y por residencia y sector emisor¹⁾

(mm de euros; datos a fin de período; valores nominales)

Saldos en circulación

1. A corto plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	572,6	240,5	6,6	65,8	256,7	3,0	.	.	.	.
Mar	591,4	251,1	6,5	66,6	264,6	2,6	36,8	15,5	11,9	8,1
Abr	591,0	245,6	6,3	72,1	264,1	2,8	.	.	.	.
May	613,4	259,5	5,5	76,0	270,1	2,2	.	.	.	.
Jun	608,6	258,9	4,2	76,1	267,2	2,2	43,2	18,9	11,7	10,9
Jul	613,3	264,7	4,6	77,3	263,7	2,9	.	.	.	.
Ago	616,1	263,7	4,3	79,5	266,3	2,3	.	.	.	.
Sep	611,5	256,4	4,1	81,2	267,1	2,8	45,2	15,0	13,0	15,7
Oct	618,9	259,7	4,5	86,5	265,6	2,7	.	.	.	.
Nov	612,8	254,3	4,6	87,2	263,8	3,0	.	.	.	.
Dic	578,6	243,9	4,5	86,3	241,0	2,9	59,7	22,3	16,7	19,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	616,0	257,1	5,0	89,8	261,2	2,9	.	.	.	.
Feb	625,8	260,3	4,9	93,4	265,0	2,2	.	.	.	.

2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	5.601,8	2.042,4	197,3	248,4	3.017,0	96,7	.	.	.	.
Mar	5.637,5	2.062,7	198,9	251,8	3.026,4	97,6	638,2	176,2	89,1	128,2
Abr	5.673,7	2.084,6	201,6	258,5	3.030,4	98,5	.	.	.	.
May	5.712,3	2.108,6	206,2	259,0	3.038,7	99,8	.	.	.	.
Jun	5.749,6	2.115,6	213,4	265,9	3.055,2	99,4	661,2	186,7	93,0	136,5
Jul	5.782,6	2.133,5	223,8	271,9	3.052,8	100,6	.	.	.	.
Ago	5.814,5	2.147,2	229,0	275,4	3.060,9	102,0	.	.	.	.
Sep	5.839,9	2.162,6	228,6	275,8	3.070,6	102,2	693,3	192,6	101,9	151,6
Oct	5.866,9	2.173,5	234,2	280,1	3.074,8	104,3	.	.	.	.
Nov	5.893,4	2.175,5	238,7	284,7	3.088,5	105,9	.	.	.	.
Dic	5.899,5	2.175,9	254,3	287,7	3.074,7	106,9	734,0	213,5	107,9	159,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	5.994,7	2.200,0	253,3	284,5	3.149,5	107,5	.	.	.	.
Feb	6.040,6	2.229,8	258,5	286,8	3.156,4	109,1	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	6.174,4	2.282,9	203,9	314,2	3.273,7	99,7	.	.	.	.
Mar	6.228,9	2.313,8	205,4	318,4	3.291,0	100,2	675,0	191,7	101,0	136,3
Abr	6.264,7	2.330,2	208,0	330,6	3.294,6	101,3	.	.	.	.
May	6.325,7	2.368,2	211,8	335,0	3.308,8	102,0	.	.	.	.
Jun	6.358,2	2.374,6	217,6	342,0	3.322,3	101,7	704,4	205,6	104,7	147,4
Jul	6.395,9	2.398,2	228,4	349,3	3.316,5	103,6	.	.	.	.
Ago	6.430,6	2.410,9	233,4	354,8	3.327,2	104,3	.	.	.	.
Sep	6.451,3	2.419,0	232,7	357,0	3.337,7	105,0	738,5	207,6	114,8	167,3
Oct	6.485,8	2.433,2	238,7	366,6	3.340,4	107,0	.	.	.	.
Nov	6.506,2	2.429,8	243,3	371,9	3.352,3	108,9	.	.	.	.
Dic	6.478,0	2.419,8	258,7	374,0	3.315,7	109,8	793,7	235,8	124,7	178,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	6.610,7	2.457,1	258,3	374,2	3.410,7	110,3	.	.	.	.
Feb	6.666,5	2.490,1	263,4	380,2	3.421,4	111,4	.	.	.	.

Fuentes: BCE y BPI (para emisiones de no residentes en la zona del euro).

1) Incluye las emisiones expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,2	0,3	0,7	628,2	266,6	18,4	74,8	264,8	3,0	0,7	2000 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
0,2	0,3	1,2	651,9	277,9	15,9	86,9	267,3	2,6	1,2	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
0,2	0,5	0,8	656,6	271,4	17,0	96,9	267,3	3,2	0,8	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
0,2	0,5	0,8	638,3	266,2	21,2	105,5	241,2	3,4	0,8	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
93,5	29,8	121,3	6.275,6	2.238,9	288,0	380,0	3.119,9	127,4	121,3	2000 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
96,6	29,7	118,7	6.410,8	2.302,3	306,4	402,4	3.151,8	129,1	118,7	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
97,4	33,4	116,6	6.533,2	2.355,2	330,5	427,4	3.168,0	135,6	116,6	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
98,2	38,7	116,5	6.633,5	2.389,4	362,2	446,9	3.172,9	145,6	116,5	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
93,7	30,2	122,0	6.903,8	2.505,5	306,4	454,7	3.384,7	130,4	122,0	2000 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
96,8	30,1	119,9	7.062,6	2.580,2	322,3	489,4	3.419,1	131,7	119,9	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
97,6	33,8	117,3	7.189,8	2.626,6	347,6	524,3	3.435,2	138,8	117,3	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
98,4	39,2	117,3	7.271,8	2.655,6	383,4	552,4	3.414,1	149,0	117,3	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

Cuadro 3.6 (cont.)
Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión y por residencia y sector emisor¹⁾
(mm de euros; operaciones realizadas en el mes o trimestre; valores nominales)
Emissiones brutas
1. A corto plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	240,9	155,6	2,7	44,3	37,0	1,5	.	.	.	.
Mar	258,3	170,1	2,2	45,1	40,0	0,9	32,6	14,0	10,2	7,5
Abr	240,4	141,5	2,8	51,4	43,4	1,4	.	.	.	.
May	267,0	175,9	2,1	53,0	34,7	1,4	.	.	.	.
Jun	245,3	159,7	3,2	46,6	34,9	1,0	37,5	16,6	9,3	10,0
Jul	269,6	167,6	2,6	56,1	41,5	1,8	.	.	.	.
Ago	261,0	168,2	2,0	51,2	38,1	1,6	.	.	.	.
Sep	293,4	196,7	2,8	55,6	36,3	2,0	38,2	12,1	10,6	14,5
Oct	338,2	237,8	2,6	60,3	35,5	1,9	.	.	.	.
Nov	283,7	189,6	3,0	56,0	33,6	1,5	.	.	.	.
Dic	229,3	162,1	2,1	45,9	17,7	1,6	43,4	16,1	11,5	14,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	358,1	238,6	3,4	66,9	47,3	1,9	.	.	.	.
Feb	383,8	275,9	2,1	63,1	41,2	1,5	.	.	.	.

2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	112,5	49,2	5,2	4,4	51,7	2,0	.	.	.	.
Mar	116,9	52,2	4,6	4,6	53,7	1,8	65,8	24,2	9,7	17,9
Abr	102,7	45,6	5,6	8,0	41,6	1,9	.	.	.	.
May	115,0	54,2	7,1	4,5	47,6	1,5	.	.	.	.
Jun	87,9	34,1	10,5	8,5	34,4	0,4	46,6	17,8	6,3	15,1
Jul	103,5	44,9	12,7	8,7	35,0	2,1	.	.	.	.
Ago	82,8	38,1	7,5	4,0	31,5	1,8	.	.	.	.
Sep	91,3	40,8	5,0	3,6	40,8	1,0	64,2	20,0	11,2	22,9
Oct	101,8	43,3	7,0	5,7	43,3	2,5	.	.	.	.
Nov	92,5	33,6	8,7	8,1	39,0	3,0	.	.	.	.
Dic	86,0	38,7	17,5	4,5	23,2	2,0	58,6	26,7	7,3	11,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	133,6	56,2	1,7	0,8	72,1	2,8	.	.	.	.
Feb	110,9	57,3	5,8	3,5	41,9	2,4	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	353,4	204,7	7,9	48,7	88,6	3,4	.	.	.	.
Mar	375,2	222,3	6,8	49,7	93,7	2,7	98,4	38,2	19,9	25,4
Abr	343,2	187,1	8,4	59,4	85,0	3,4	.	.	.	.
May	382,0	230,1	9,3	57,5	82,3	2,9	.	.	.	.
Jun	333,2	193,8	13,7	55,1	69,3	1,4	84,1	34,4	15,6	25,2
Jul	373,1	212,6	15,3	64,9	76,5	3,9	.	.	.	.
Ago	343,9	206,2	9,4	55,2	69,6	3,4	.	.	.	.
Sep	384,7	237,6	7,8	59,2	77,0	3,1	102,4	32,0	21,8	37,5
Oct	440,0	281,1	9,5	66,0	78,8	4,5	.	.	.	.
Nov	376,2	223,3	11,7	64,1	72,6	4,5	.	.	.	.
Dic	315,3	200,8	19,5	50,4	40,9	3,7	102,0	42,8	18,7	26,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	491,8	294,9	5,1	67,7	119,4	4,7	.	.	.	.
Feb	494,7	333,1	7,9	66,6	83,2	3,9	.	.	.	.

Fuentes: BCE y BPI (para emisiones de no residentes en la zona del euro).
1) Incluye las emisiones expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,2	0,2	0,6	772,1	494,9	17,4	136,9	118,3	3,9	0,6	2000 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
0,1	0,3	1,1	790,2	493,6	17,4	161,0	113,0	4,1	1,1	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
0,2	0,4	0,4	862,2	544,7	17,9	177,5	116,0	5,8	0,4	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
0,1	0,3	0,7	894,6	605,7	19,1	176,9	86,8	5,4	0,7	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
9,5	1,9	2,6	397,1	167,0	21,4	27,6	172,1	6,4	2,6	2000 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
4,5	1,5	1,4	352,2	151,7	29,6	36,1	128,2	5,3	1,4	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
3,0	5,8	1,3	341,8	143,7	36,4	39,3	110,3	10,8	1,3	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
3,0	6,0	4,0	338,9	142,3	40,4	29,9	108,6	13,6	4,0	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
9,7	2,1	3,1	1.169,2	661,9	38,8	164,5	290,4	10,4	3,1	2000 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
4,7	1,7	2,5	1.142,5	645,3	46,9	197,1	241,2	9,4	2,5	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
3,2	6,2	1,7	1.204,0	688,4	54,3	216,8	226,3	16,5	1,7	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
3,1	6,3	4,7	1.233,5	748,0	59,5	206,8	195,5	19,0	4,7	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

Cuadro 3.6 (cont.)
Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión y por residencia y sector emisor¹⁾
(mm de euros; operaciones realizadas en el mes o trimestre; valores nominales)
Emisiones netas
1. A corto plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	9,9	10,8	0,3	-0,4	-0,5	-0,4	.	.	.	.
Mar	18,0	9,8	-0,1	0,8	7,9	-0,4	0,6	0,5	-0,7	1,5
Abr	0,7	-4,5	0,0	5,4	-0,4	0,1	.	.	.	.
May	15,6	12,6	-0,7	3,8	0,5	-0,6	.	.	.	.
Jun	-4,1	-3,2	0,6	0,1	-1,7	0,0	6,5	3,4	-0,2	2,7
Jul	3,3	4,5	0,4	1,2	-3,5	0,7	.	.	.	.
Ago	2,4	-1,4	-0,3	2,1	2,6	-0,6	.	.	.	.
Sep	-5,3	-8,0	-0,3	1,7	0,7	0,4	-1,3	-5,4	0,4	4,0
Oct	7,9	3,8	0,4	5,2	-1,5	-0,1	.	.	.	.
Nov	-6,3	-5,7	0,1	0,7	-1,8	0,3	.	.	.	.
Dic	-35,1	-11,1	-0,1	-1,0	-22,8	0,0	16,2	7,8	4,2	4,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	32,6	13,1	0,6	3,4	15,1	0,5	.	.	.	.
Feb	10,2	3,6	-0,2	3,6	3,8	-0,6	.	.	.	.

2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	51,4	18,7	3,4	1,5	27,0	0,8	.	.	.	.
Mar	34,3	19,0	1,6	3,3	9,5	0,9	44,3	17,8	7,3	14,3
Abr	36,7	21,7	2,7	6,8	4,6	0,9	.	.	.	.
May	36,4	23,0	4,6	0,4	7,2	1,3	.	.	.	.
Jun	34,9	4,9	7,2	6,7	16,5	-0,3	22,9	10,4	3,8	8,3
Jul	33,9	19,0	10,4	5,8	-2,4	1,2	.	.	.	.
Ago	30,6	12,6	4,9	3,5	8,1	1,4	.	.	.	.
Sep	24,6	11,4	2,9	0,4	9,7	0,3	29,9	4,8	8,8	14,6
Oct	25,9	9,5	5,8	4,4	4,2	2,0	.	.	.	.
Nov	27,2	2,8	4,6	4,6	13,6	1,6	.	.	.	.
Dic	3,3	-2,4	15,6	2,9	-13,8	1,0	40,9	20,9	5,8	7,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	4,0	22,2	-1,0	-3,2	-14,8	0,7	.	.	.	.
Feb	44,4	28,3	5,3	2,3	6,9	1,7	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 Feb	61,3	29,5	3,8	1,1	26,6	0,4	.	.	.	.
Mar	52,4	28,8	1,5	4,1	17,4	0,5	44,9	18,2	6,6	15,8
Abr	37,3	17,2	2,7	12,2	4,2	1,0	.	.	.	.
May	52,0	35,6	3,9	4,2	7,6	0,7	.	.	.	.
Jun	30,8	1,7	7,8	6,7	14,8	-0,3	29,4	13,9	3,6	11,0
Jul	37,3	23,5	10,8	7,0	-5,9	1,9	.	.	.	.
Ago	33,0	11,2	4,7	5,6	10,8	0,7	.	.	.	.
Sep	19,3	3,4	2,6	2,1	10,5	0,7	28,5	-0,6	9,2	18,6
Oct	33,7	13,3	6,1	9,6	2,7	2,0	.	.	.	.
Nov	20,9	-2,9	4,7	5,3	11,9	1,9	.	.	.	.
Dic	-31,8	-13,5	15,4	1,9	-36,6	1,0	57,1	28,7	10,0	11,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	36,5	35,3	-0,4	0,2	0,3	1,2	.	.	.	.
Feb	54,7	32,0	5,1	5,9	10,7	1,0	.	.	.	.

Fuentes: BCE y BPI (para emisiones de no residentes en la zona del euro).
1) Incluye las emisiones expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
-0,1	-0,3	-0,2	11,6	2,8	-0,2	1,3	9,3	-1,4	-0,2	2000 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
0,0	0,0	0,5	18,6	8,4	-0,3	12,1	-1,7	-0,4	0,5	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
0,0	0,1	-0,5	-0,9	-10,2	0,3	9,0	-0,1	0,6	-0,5	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
0,0	0,0	0,0	-17,4	-5,2	4,6	9,0	-26,0	0,2	0,0	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
7,0	0,9	-2,9	144,5	63,5	11,4	14,0	55,7	2,7	-2,9	2000 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
3,1	-0,1	-2,6	130,9	60,0	18,3	22,1	31,4	1,7	-2,6	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
0,6	3,4	-2,3	118,9	47,7	27,0	24,2	16,1	6,3	-2,3	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
0,8	5,4	0,3	97,4	30,8	31,7	19,6	4,9	10,1	0,3	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
6,9	0,6	-3,1	156,2	66,3	11,2	15,3	65,0	1,3	-3,1	2000 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
3,1	-0,1	-2,1	149,5	68,4	18,0	34,2	29,7	1,3	-2,1	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
0,7	3,5	-2,9	118,0	37,5	27,2	33,2	16,0	6,9	-2,9	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
0,8	5,4	0,3	80,0	25,6	36,3	28,7	-21,1	10,2	0,3	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2001 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

4 IAPC y otros precios en la zona del euro

Cuadro 4.1

Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(sin desestacionalizar, tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Total índice y bienes y servicios

	Total		Bienes		Servicios		Total (d)		Bienes (d)	Servicios (d)
	Índice 1996 = 100		Índice 1996 = 100		Índice 1996 = 100		Índice 1996 = 100	Tasa varia- ción sobre período ant.	Índice 1996 = 100	Índice 1996 = 100
Ponderación sobre el total (%) ²⁾	100,0	100,0	62,0	62,0	38,0	38,0	100,0	100,0	62,0	38,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	102,7	1,1	101,8	0,7	104,4	1,9	-	-	-	-
1999	103,8	1,1	102,7	0,9	106,0	1,5	-	-	-	-
2000	106,3	2,3	105,4	2,7	107,8	1,7	-	-	-	-
2000 I	105,2	2,0	104,2	2,3	106,9	1,6	105,2	0,6	104,2	107,0
II	105,9	2,1	105,1	2,3	107,4	1,7	105,7	0,6	104,9	107,5
III	106,6	2,5	105,7	2,9	108,5	1,8	106,6	0,8	105,9	108,0
IV	107,2	2,7	106,7	3,2	108,2	1,8	107,3	0,7	106,8	108,5
2000 Mar	105,6	2,1	104,7	2,5	107,1	1,6	105,4	0,3	104,6	107,1
Abr	105,7	1,9	104,8	1,9	107,4	1,8	105,5	0,1	104,5	107,6
May	105,8	1,9	105,1	2,2	107,3	1,5	105,6	0,1	104,8	107,4
Jun	106,3	2,4	105,5	2,8	107,7	1,7	106,1	0,4	105,3	107,6
Jul	106,4	2,3	105,2	2,7	108,5	1,7	106,2	0,1	105,4	107,9
Ago	106,5	2,3	105,4	2,7	108,6	1,8	106,4	0,2	105,7	108,0
Sep	107,0	2,8	106,4	3,4	108,2	1,8	107,0	0,6	106,5	108,2
Oct	107,0	2,7	106,5	3,2	108,1	1,9	107,1	0,1	106,6	108,4
Nov	107,3	2,9	106,9	3,4	108,2	1,8	107,4	0,3	106,9	108,5
Dic	107,4	2,6	106,8	3,0	108,4	1,8	107,4	0,0	106,8	108,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	107,8	2,5	107,1	2,7	109,3	2,2	107,8	0,5	107,1	109,3
2001 Ene	107,3	2,4	106,5	2,6	109,0	2,2	107,5	0,1	106,7	109,2
Feb	107,9	2,6	107,1	2,8	109,5	2,2	107,8	0,3	107,1	109,3
Mar	108,3	2,6	107,7	2,8	109,5	2,2	108,1	0,3	107,5	109,5

2. Desglose de bienes y servicios

	Bienes						Servicios				
	Alimentos ³⁾			Bienes industriales			Energía	Vivienda	Transporte	Comunica- ciones	Recreativos y personales	Varios
	Alimentos elaborados ³⁾	Alimentos no elaborados			Bienes industriales no energéticos						
Ponderación sobre el total (%) ²⁾	20,4	12,4	8,0	41,6	32,1	9,5	9,9	6,2	2,3	14,0	5,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
1998	1,6	1,4	1,9	0,1	0,9	-2,6	2,3	1,7	-1,0	2,2	1,8
1999	0,6	0,9	0,0	1,0	0,6	2,4	1,8	2,1	-4,4	2,0	1,8
2000	1,4	1,1	1,7	3,4	0,7	13,3	1,6	2,6	-4,2	2,3	2,4
2000 I	0,4	1,0	-0,4	3,2	0,5	13,7	1,4	2,5	-3,2	2,0	2,5
II	0,9	1,0	0,7	3,1	0,6	12,3	1,5	2,5	-4,9	2,5	2,5
III	1,9	1,1	3,1	3,4	0,6	13,6	1,6	2,6	-4,2	2,5	2,5
IV	2,2	1,3	3,5	3,7	1,0	13,7	1,8	2,8	-4,6	2,4	2,1
2000 Mar	0,4	1,0	-0,5	3,6	0,6	15,3	1,5	2,5	-4,3	2,0	2,5
Abr	0,6	0,9	0,1	2,6	0,6	10,2	1,4	2,6	-5,0	2,8	2,5
May	0,8	1,0	0,5	3,0	0,6	12,0	1,4	2,4	-5,0	2,1	2,5
Jun	1,2	1,0	1,5	3,6	0,7	14,5	1,5	2,4	-4,6	2,5	2,6
Jul	1,6	1,0	2,6	3,2	0,5	13,4	1,5	2,5	-4,3	2,5	2,6
Ago	2,0	1,1	3,3	3,0	0,6	11,9	1,6	2,5	-4,0	2,6	2,6
Sep	2,1	1,3	3,3	4,0	0,8	15,5	1,6	2,7	-4,3	2,4	2,3
Oct	2,0	1,2	3,2	3,9	1,0	14,6	1,8	2,7	-4,9	2,5	2,2
Nov	2,2	1,4	3,5	4,1	1,0	15,2	1,8	2,8	-4,4	2,4	2,0
Dic	2,4	1,4	3,9	3,3	1,1	11,3	1,8	2,8	-4,6	2,2	2,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	3,3	1,9	5,3	2,5	1,2	7,2	1,9	3,2	-4,3	3,1	2,3
2001 Ene	2,7	1,6	4,5	2,6	1,1	7,9	1,9	3,3	-4,6	3,0	2,3
Feb	3,1	2,0	4,7	2,7	1,1	8,2	1,9	3,2	-4,2	3,1	2,3
Mar	3,9	2,2	6,7	2,3	1,3	5,6	1,8	3,1	-4,0	3,1	2,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Se amplía la cobertura a partir de enero del 2000 y enero del 2001. El cambio afecta a las tasas de variación interanuales durante los años 2000 y 2001, en particular servicios (varios). Véase una breve descripción en las notas generales.

2) Referido al índice del período 2001.

3) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

Cuadro 4.2

Otros indicadores de precios

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Precios industriales y de mercancías

	Precios de producción industrial									Precios en el mercado mundial de materias primas ²⁾		Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	
	Total, excluida construcción		Manufacturas						Construcción ¹⁾	Total	Total, excluida energía		
	Índice 1995=100			Bienes de consumo									
				Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo							
1	2	3	4	5	6	Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero		7	8	9	10	11	12
1996	100,3	0,3	0,9	-0,5	1,3	2,2	2,1	2,2	1,2	6,5	-6,9	16,0	
1997	101,4	1,1	0,8	1,4	0,3	1,1	0,4	1,4	1,0	10,0	12,9	17,0	
1998	100,6	-0,7	-0,6	-2,6	0,6	0,6	0,3	0,7	0,2	-21,2	-12,5	12,0	
1999	100,2	-0,4	0,2	-0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,6	17,8	-3,1	17,1	
2000	105,6	5,4	5,1	11,6	0,7	1,5	1,2	1,6	.	51,7	18,1	31,0	
2000 I	103,3	4,3	4,6	10,5	0,5	0,9	1,0	0,9	1,7	78,3	19,9	26,9	
II	104,8	5,2	5,2	11,6	0,6	1,4	1,1	1,5	1,9	53,7	18,3	28,8	
III	106,4	5,8	5,4	12,3	0,7	1,7	1,3	1,8	.	46,7	18,0	33,7	
IV	107,9	6,1	5,3	12,1	0,8	2,2	1,5	2,4	.	37,7	16,4	34,5	
2000 Abr	104,1	4,6	4,7	10,4	0,6	1,2	1,0	1,3	-	43,9	19,4	24,6	
May	104,9	5,3	5,3	11,8	0,6	1,5	1,0	1,7	-	61,9	22,8	30,3	
Jun	105,3	5,6	5,6	12,5	0,7	1,4	1,2	1,5	-	55,2	12,9	31,3	
Jul	105,8	5,6	5,3	11,9	0,8	1,6	1,3	1,7	-	42,0	14,3	30,5	
Ago	106,2	5,6	5,1	11,6	0,7	1,7	1,3	1,8	-	47,5	18,3	33,3	
Sep	107,3	6,2	5,8	13,3	0,7	1,8	1,4	1,9	-	50,3	21,4	37,2	
Oct	108,0	6,6	6,0	13,9	0,8	2,0	1,5	2,1	-	56,6	23,1	36,8	
Nov	108,2	6,3	5,6	12,8	0,8	2,2	1,5	2,4	-	45,6	18,2	37,7	
Dic	107,7	5,4	4,5	9,7	0,9	2,4	1,6	2,7	-	13,7	8,6	28,8	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001 I	108,1	4,5	3,1	6,7	0,9	3,0	1,9	3,3	.	4,8	1,4	28,4	
2001 Ene	107,9	4,8	3,6	7,8	0,9	2,7	1,8	3,0	-	8,4	3,3	27,5	
Feb	108,2	4,5	3,2	6,8	0,9	2,9	1,9	3,3	-	6,5	1,7	29,9	
Mar	108,3	4,1	2,7	5,5	0,9	3,3	2,1	3,7	-	-0,2	-0,8	28,1	
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	-	11,1	-1,1	29,8

2. Deflatores del producto interior bruto

	Deflatores del producto interior bruto ⁴⁾ (d)								
	PIB		Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones ⁵⁾	Importaciones ⁵⁾	
	Índice 1995 =100								
	13	14	15	16	17	18	19	20	
1996	102,0		2,0	2,1	2,4	2,2	0,9	0,9	0,8
1997	103,6		1,5	1,8	2,0	1,7	1,0	1,7	2,5
1998	105,4		1,7	1,3	1,4	1,6	0,9	-0,1	-1,4
1999	106,6		1,2	1,3	1,1	2,2	1,0	-0,5	-0,3
2000	108,1		1,3	2,5	2,2	1,8	2,4	4,5	8,1
1998 IV	105,9		1,5	0,8	0,9	1,4	0,5	-1,8	-4,0
1999 I	106,3		1,5	0,9	0,8	1,9	0,5	-2,1	-4,2
II	106,6		1,2	1,1	1,0	2,2	0,7	-1,4	-1,9
III	106,8		1,1	1,5	1,1	2,4	1,1	-0,2	0,8
IV	107,0		1,0	1,8	1,5	2,4	1,5	1,8	4,1
2000 I	107,5		1,2	2,4	2,1	1,9	2,1	3,6	7,7
II	107,9		1,2	2,4	2,0	1,6	2,3	4,4	8,1
III	108,3		1,4	2,5	2,4	1,8	2,5	4,9	8,3
IV	108,6		1,5	2,7	2,4	1,8	2,8	5,1	8,4

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 10 y 11 (HWWA, Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburgo), columna 12 (Thomson Financial Datastream) y columnas 13 a 20 (BCE: cálculos basados en datos de Eurostat).

1) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

2) Hasta diciembre de 1998, en ECU; a partir de entonces, en euros.

3) Brent (para entrega dentro de un mes). Hasta diciembre de 1998, en ECU; desde enero de 1999, en euros.

4) Hasta el final de 1998 los datos se basan en datos nacionales expresados en moneda nacional.

5) Los deflatores de importaciones y exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluyendo el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

5 Indicadores de la economía real en la zona del euro

Cuadro 5.1

Cuentas nacionales¹⁾

PIB y componentes del gasto

1. Precios corrientes

[mm de euros (mm de ECU hasta el final de 1998), desestacionalizados]

	PIB						Saldo exterior ³⁾		
	1	Demanda interior				6	7	Exportaciones ³⁾ / Importaciones ³⁾	
		2	Consumo privado ³⁾	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			8	9
1996	5.534,0	5.408,4	3.142,9	1.142,4	1.121,7	1,4	125,7	1.658,0	1.532,3
1997	5.650,1	5.501,1	3.199,6	1.150,8	1.138,0	12,7	149,0	1.828,5	1.679,6
1998	5.884,1	5.742,6	3.331,3	1.176,8	1.201,4	33,1	141,5	1.946,0	1.804,6
1999	6.142,3	6.034,9	3.488,5	1.228,5	1.282,4	35,5	107,3	2.042,2	1.934,8
2000	6.432,8	6.359,1	3.657,9	1.274,7	1.372,3	54,2	73,7	2.387,9	2.314,2
1999 III	1.543,2	1.516,6	876,4	308,7	324,6	6,9	26,6	519,1	492,5
IV	1.562,0	1.537,3	887,0	311,4	328,1	10,8	24,6	540,5	515,9
2000 I	1.583,8	1.562,2	899,9	314,8	336,2	11,3	21,6	562,5	540,9
II	1.600,7	1.582,6	911,6	317,3	340,5	13,2	18,1	582,8	564,7
III	1.616,5	1.598,8	919,3	319,7	345,7	14,0	17,7	608,3	590,5
IV	1.631,9	1.615,6	927,2	322,8	349,8	15,8	16,4	634,3	618,0

2. Precios constantes

[mm de ECU, a precios de 1995, desestacionalizados]

	PIB						Saldo exterior ³⁾		
	10	Demanda interior				15	16	Exportaciones ³⁾ / Importaciones ³⁾	
		11	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			17	18
1996	5.383,3	5.262,9	3.045,0	1.112,0	1.106,0	-0,1	120,5	1.637,7	1.517,2
1997	5.506,9	5.352,7	3.092,7	1.121,4	1.131,4	7,3	154,2	1.807,2	1.653,0
1998	5.664,6	5.540,0	3.189,3	1.132,3	1.188,8	29,5	124,6	1.935,6	1.811,0
1999	5.806,9	5.713,9	3.284,3	1.149,5	1.249,6	30,5	93,0	2.028,5	1.935,5
2000	6.002,6	5.874,0	3.369,0	1.171,9	1.305,5	27,6	128,6	2.269,5	2.140,9
1999 III	1.457,3	1.431,9	823,8	287,9	315,7	4,4	25,4	514,4	489,0
IV	1.471,7	1.445,1	829,7	289,3	317,8	8,3	26,6	530,4	503,7
2000 I	1.485,4	1.455,6	835,4	291,6	322,9	5,7	29,7	544,7	514,9
II	1.496,8	1.467,0	842,7	292,6	324,9	6,8	29,8	557,9	528,1
III	1.505,2	1.472,0	844,1	292,9	328,1	6,8	33,2	574,7	541,4
IV	1.515,2	1.479,4	846,7	294,7	329,7	8,3	35,8	592,3	556,4

(tasas de variación interanuales)

1996	1,4	1,0	1,6	1,7	1,2	-	-	4,3	3,1
1997	2,3	1,7	1,6	0,8	2,3	-	-	10,4	9,0
1998	2,9	3,5	3,1	1,0	5,1	-	-	7,1	9,6
1999	2,5	3,1	3,0	1,5	5,1	-	-	4,8	6,9
2000	3,4	2,8	2,6	1,9	4,5	-	-	11,9	10,6
1999 III	2,6	3,0	2,9	1,7	5,4	-	-	5,8	7,4
IV	3,4	3,2	2,9	1,7	5,4	-	-	10,1	9,8
2000 I	3,5	2,7	2,6	2,0	5,5	-	-	12,4	10,4
II	3,7	3,3	3,2	2,2	4,8	-	-	11,8	10,8
III	3,3	2,8	2,5	1,7	3,9	-	-	11,7	10,7
IV	3,0	2,4	2,1	1,9	3,7	-	-	11,7	10,5

Fuente: Eurostat.

- 1) Véase en la sección primera de las notas generales una breve explicación de las características de los datos a precios corrientes expresados en ECU hasta final de 1998.
- 2) Incluyendo adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro. No son totalmente homogéneos con los cuadros 8 y 9.

Valor añadido por ramas de actividad

3. Precios corrientes

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998), desestacionalizado]

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFIM ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y de servicios empresariales	Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1996	5.172,4	139,7	1.207,0	300,7	1.059,5	1.333,2	1.132,4	200,6	562,2
1997	5.266,5	138,1	1.227,7	292,1	1.086,6	1.377,7	1.144,3	199,6	583,1
1998	5.466,1	137,5	1.273,8	295,0	1.137,0	1.443,5	1.179,3	200,3	615,5
1999	5.678,9	135,0	1.296,7	308,5	1.175,4	1.539,3	1.223,9	203,6	663,2
2000	5.943,5	136,0	1.367,3	319,9	1.223,5	1.631,9	1.264,9	211,6	690,7
1999 III	1.425,7	33,4	325,6	77,5	294,9	387,3	307,0	51,0	167,1
IV	1.442,5	33,7	329,0	78,5	298,0	393,8	309,5	52,0	169,9
2000 I	1.464,3	33,6	336,5	80,0	301,2	400,0	313,0	52,5	171,0
II	1.478,7	33,6	341,1	79,6	304,7	404,7	315,0	53,1	173,1
III	1.494,5	34,4	344,6	79,6	306,9	411,4	317,6	52,9	172,2
IV	1.505,9	34,4	345,1	80,6	310,8	415,8	319,3	53,0	174,5

4. Precios constantes

(mm de ECU a precios de 1995, desestacionalizado)

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFIM ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y de servicios empresariales	Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios		
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1996	5.040,2	139,5	1.178,0	295,5	1.039,5	1.288,2	1.099,4	200,1	543,2
1997	5.158,4	140,2	1.216,1	290,4	1.071,7	1.330,1	1.109,8	207,5	556,0
1998	5.308,3	142,3	1.252,3	291,8	1.111,8	1.384,7	1.125,4	214,1	570,3
1999	5.437,4	145,8	1.268,7	296,9	1.146,7	1.442,5	1.136,9	221,8	591,3
2000	5.629,2	146,1	1.323,0	300,0	1.192,2	1.513,0	1.154,8	231,6	605,0
1999 III	1.364,7	36,6	318,5	74,4	287,8	362,7	284,7	56,0	148,6
IV	1.376,7	36,8	321,3	74,9	290,7	367,1	285,9	56,6	151,5
2000 I	1.392,6	36,4	326,9	75,7	294,2	372,2	287,2	56,9	149,6
II	1.402,1	36,2	329,9	74,9	297,1	375,7	288,3	57,6	152,3
III	1.412,1	36,8	332,2	74,7	298,5	380,7	289,1	58,2	151,3
IV	1.422,4	36,7	334,0	74,8	302,3	384,4	290,1	58,9	151,7

(tasas de variación interanuales)

1996	1,4	5,5	-0,3	-1,8	0,9	3,6	1,7	2,5	1,4
1997	2,3	0,4	3,2	-1,7	3,1	3,3	0,9	3,7	2,3
1998	2,9	1,5	3,0	0,5	3,7	4,1	1,4	3,2	2,6
1999	2,4	2,4	1,3	1,7	3,1	4,2	1,0	3,6	3,7
2000	3,5	0,2	4,3	1,1	4,0	4,9	1,6	4,4	2,3
1999 III	2,5	3,6	1,2	2,0	3,1	4,4	0,9	4,1	4,0
IV	3,1	2,9	3,0	2,5	3,8	4,6	1,0	3,4	5,5
2000 I	3,6	0,7	4,3	2,9	3,8	5,1	1,5	4,7	2,7
II	3,7	-0,2	4,6	1,3	4,4	4,8	1,8	4,8	4,6
III	3,5	0,7	4,3	0,3	3,7	5,0	1,6	4,0	1,9
IV	3,3	-0,3	4,0	-0,1	4,0	4,7	1,5	4,2	0,1

Fuente: Eurostat.

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

Cuadro 5.2

Otros indicadores de la economía real¹⁾

1. Producción industrial

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Total, incluyendo construcción		Total, excluyendo construcción		Manufacturas						Construcción
	Índice (d) 1995 = 100		Índice (d) 1995 = 100		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Bienes de consumo			
								Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1997	103,8	3,7	104,7	4,2	4,8	5,3	4,9	2,6	3,3	2,5	0,0
1998	107,8	3,8	109,2	4,3	4,8	4,1	6,6	2,6	6,2	1,8	0,3
1999	110,1	2,1	111,4	2,0	2,0	2,5	1,5	1,7	3,1	1,4	2,7
2000	115,9	5,3	117,6	5,6	6,0	5,6	9,0	2,6	7,4	1,5	2,3
2000 I	113,7	5,0	115,0	4,9	5,1	5,7	7,0	1,3	7,7	-0,1	4,9
II	115,0	5,7	117,1	6,1	6,5	6,4	8,6	3,7	8,5	2,6	1,9
III	116,6	5,2	118,2	5,8	6,2	5,4	9,7	2,8	7,5	1,9	0,6
IV	118,3	5,2	120,1	5,5	6,2	4,9	10,5	2,4	6,0	1,6	2,2
2000 Mar	114,5	5,6	115,8	5,8	5,9	6,2	8,2	1,9	8,2	0,5	2,7
Abr	114,3	5,6	116,6	6,0	6,5	6,3	8,1	4,6	9,9	3,5	1,1
May	116,5	7,6	117,9	7,8	8,1	8,7	11,6	4,7	11,1	3,3	4,9
Jun	114,4	4,1	116,8	4,6	4,9	4,1	6,4	1,9	4,9	1,2	-0,4
Jul	115,7	5,1	117,6	5,6	5,9	5,0	8,5	2,6	7,1	1,6	0,3
Ago	117,9	6,2	118,2	6,9	7,5	6,9	11,4	2,8	10,5	1,6	1,9
Sep	116,4	4,6	118,7	5,2	5,6	4,6	9,7	3,1	6,2	2,3	-0,4
Oct	116,1	3,5	118,6	4,0	4,2	3,9	7,6	0,4	2,3	0,0	-0,7
Nov	117,6	4,2	119,8	4,5	5,1	4,4	8,9	1,6	4,8	0,9	0,5
Dic	121,1	8,3	121,9	8,2	9,6	6,5	15,0	5,7	11,9	4,4	7,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2001 Ene	118,6	5,7	119,8	5,5	6,6	4,4	11,5	3,5	6,6	2,8	5,1
Feb	119,7	4,5	120,5	4,2	4,8	3,9	8,3	2,9	2,7	2,9	2,4
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Ventas al por menor (d)									Nuevas matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes				Precios constantes					Miles ²⁾ (d)	
	Total		Total		Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios	Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
	Índice 1995 = 100		Índice 1995 = 100								
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21		
1997	104,2	2,2	101,6	1,2	1,1	1,4	0,6	1,5	861	4,2	
1998	108,0	3,7	104,6	2,9	2,1	3,6	2,1	4,5	923	7,2	
1999	111,7	3,4	107,3	2,6	3,1	2,5	1,5	3,0	973	5,4	
2000	116,2	4,1	109,8	2,3	2,0	2,3	1,5	4,4	951	-2,2	
2000 I	114,3	3,8	108,8	2,3	2,4	2,1	1,4	5,4	981	1,3	
II	115,9	4,8	109,9	3,2	2,9	3,3	1,5	4,9	977	0,2	
III	116,8	4,3	110,1	2,3	1,4	2,4	3,1	4,0	922	-7,9	
IV	117,8	3,3	110,6	1,6	1,2	1,6	0,1	3,3	925	-3,2	
2000 Mar	113,8	1,8	108,2	0,7	1,5	0,0	-2,8	4,6	973	-1,0	
Abr	115,1	4,8	109,9	3,7	3,7	3,9	1,8	5,8	970	-1,8	
May	116,9	6,2	110,5	4,5	4,9	4,6	3,4	5,6	976	1,4	
Jun	115,8	3,5	109,1	1,4	0,1	1,4	-0,6	3,2	985	1,1	
Jul	116,2	3,4	109,7	1,8	1,0	1,6	0,7	5,0	884	-14,5	
Ago	116,9	4,1	109,9	1,8	1,4	2,2	1,3	2,4	937	-4,3	
Sep	117,4	5,6	110,5	3,1	2,0	3,5	7,5	4,7	946	-1,6	
Oct	117,1	2,7	110,5	1,6	1,4	1,3	-0,2	2,4	912	-7,0	
Nov	118,4	3,5	110,5	1,4	0,9	1,6	-0,1	3,7	928	-3,3	
Dic	117,8	3,6	110,7	1,9	1,4	1,7	0,6	3,6	934	2,0	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	.	.	.	.	.	.	.	.	946	-5,2
2001 Ene	119,2	4,6	111,1	2,7	2,0	3,0	2,2	2,5	941	-5,6	
Feb	119,4	3,0	111,2	1,2	1,0	1,2	-0,5	0,2	950	-6,0	
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	946	-4,2

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 20 y 21 (BCE: cálculos basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) Series ajustadas teniendo en cuenta las variaciones en el número de días laborables.

2) Medias mensuales.

Cuadro 5.3

Encuestas empresarial y del consumidor

(porcentajes netos, desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Industrias de manufacturas				Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Indicador de confianza de los consumidores
	Indicador de confianza	Expectativas de producción	Evaluación de la cartera de pedidos	Utilización de la capacidad productiva ¹⁾ (porcentaje)			
	1	2	3	4	5	6	7
1997	-4	11	-15	81,0	-33	-9	-15
1998	-1	11	-5	83,0	-19	-3	-5
1999	-7	7	-17	81,8	-7	-5	-3
2000	5	17	3	83,8	1	-1	-1
2000 II	6	17	5	83,7	2	3	0
III	6	18	5	83,9	2	-2	-1
IV	5	18	4	84,7	0	-3	-2
2000 Abr	5	15	3	-	3	-3	0
May	5	16	4	-	1	4	1
Jun	8	19	8	-	3	7	-1
Jul	7	19	5	-	2	-3	0
Ago	6	18	4	-	5	-3	1
Sep	6	18	5	-	-1	-1	-3
Oct	6	19	5	-	2	-1	-3
Nov	5	17	4	-	-1	-3	-3
Dic	5	18	4	-	-2	-4	-1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001 I	1	12	-1	84,4	-1	-2	-2
II	.	.	.	83,7	.	.	.
2001 Ene	3	14	0	-	1	0	-1
Feb	1	12	0	-	-2	0	-2
Mar	-1	9	-3	-	-2	-6	-2
Abr	-4	6	-6	-	-2	-2	-2

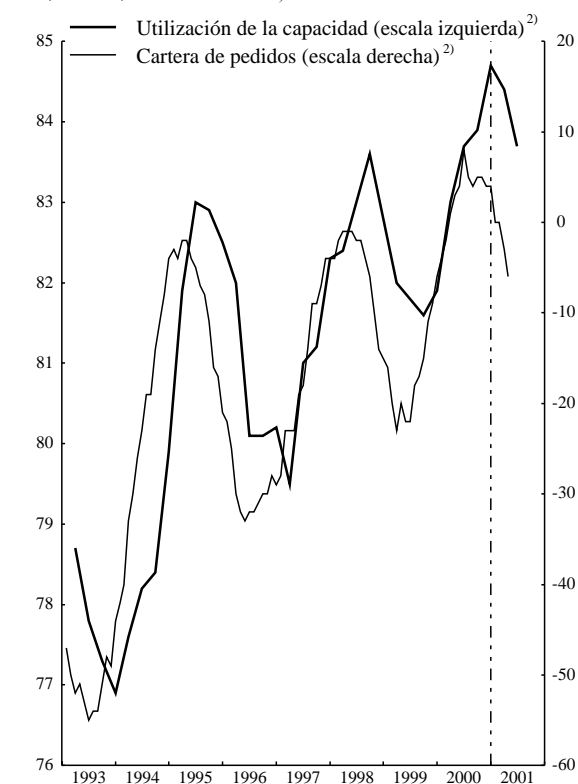
Indicadores de confianza de los consumidores y de la industria

(porcentajes netos, mensual; desestacionalizados)



Utilización de la capacidad productiva y cartera de pedidos

(capacidad utilizada, porcentajes, trimestral; cartera de pedidos, porcentajes netos, mensual; desestacionalizadas)



Fuente: Encuestas empresarial y del consumidor de la Comisión Europea.

1) Los datos sobre la utilización de la capacidad productiva se recogen en enero, abril, julio y octubre. Los datos anuales son medias de las encuestas de los cuatro trimestres.

2) Manufacturas.

Cuadro 5.4

Indicadores del mercado laboral

1. Ocupados y parados¹⁾

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Ocupados						Parados (d)			
	Total economía				Industria (excluida construcción)	Servicios	Total		Adultos ²⁾	Jóvenes ²⁾
	Índice 1995 = 100		Asalariados	Autónomos			Millones	% de la población activa	% de la población activa	% de la población activa
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1996	100,5	0,5	0,5	0,5	-1,0	1,6	14,741	11,6	9,8	23,9
1997	101,4	0,8	0,9	0,1	-0,3	1,4	14,828	11,5	9,9	23,2
1998	103,0	1,6	1,8	0,6	1,2	2,1	14,072	10,9	9,4	21,3
1999	104,7	1,6	2,1	-0,4	0,3	2,5	12,958	9,9	8,6	19,1
2000	106,8	2,0	2,3	0,4	0,7	2,7	11,660	8,8	7,7	17,1
2000 I	105,9	1,8	2,2	-0,3	0,1	2,5	12,184	9,3	8,1	17,8
II	106,5	2,0	2,4	0,0	0,7	2,8	11,743	8,9	7,8	17,2
III	107,0	2,0	2,3	0,5	0,9	2,7	11,501	8,7	7,6	16,9
IV	107,7	2,1	2,3	1,4	1,0	2,8	11,210	8,5	7,4	16,3
2000 Mar	-	-	-	-	-	-	12,037	9,2	8,0	17,7
Abr	-	-	-	-	-	-	11,888	9,0	7,9	17,4
May	-	-	-	-	-	-	11,739	8,9	7,8	17,2
Jun	-	-	-	-	-	-	11,603	8,8	7,7	17,0
Jul	-	-	-	-	-	-	11,539	8,8	7,6	17,0
Ago	-	-	-	-	-	-	11,549	8,8	7,6	17,0
Sep	-	-	-	-	-	-	11,415	8,7	7,5	16,8
Oct	-	-	-	-	-	-	11,264	8,5	7,4	16,5
Nov	-	-	-	-	-	-	11,198	8,5	7,4	16,3
Dic	-	-	-	-	-	-	11,168	8,5	7,4	16,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	.	.	.	.	.	.	11,574	8,5	7,4	16,7
2001 Ene	-	-	-	-	-	-	11,641	8,5	7,4	16,7
Feb	-	-	-	-	-	-	11,582	8,5	7,4	16,8
Mar	-	-	-	-	-	-	11,499	8,4	7,3	16,7

2. Costes laborales y productividad

(tasas de variación interanuales)

	Costes laborales unitarios del total economía y sus componentes (d)			Índices de costes laborales y sus componentes ³⁾					Ganancias por trabajador en manufacturas
	Costes laborales unitarios	Remuneración por asalariado	Productividad del trabajo	Total	Sueldos y salarios	Otros	Industria (excluida construcción)	Servicios	
							Total	Total	
							17	18	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	
1996	1,9	3,0	1,1	3,4	3,0	4,4	3,5	4,0	3,7
1997	0,7	2,2	1,6	2,6	2,6	2,7	2,3	2,7	2,4
1998	0,1	1,4	1,3	1,8	2,2	1,1	1,8	1,4	2,1
1999	1,3	2,2	0,9	2,2	2,5	1,7	2,3	1,9	2,7
2000	1,0	2,3	1,2	3,7	4,1	2,9	3,6	3,0	2,5
1998 IV	0,9	1,3	0,4	1,7	2,1	1,2	1,9	1,4	2,6
1999 I	1,7	1,7	0,1	1,9	2,3	1,3	2,2	1,5	2,7
II	1,6	2,3	0,7	2,1	2,4	1,5	2,1	2,0	2,9
III	1,2	2,1	0,9	2,3	2,6	1,9	2,4	2,2	2,9
IV	0,3	2,0	1,7	2,6	2,8	2,1	2,6	2,0	2,5
2000 I	0,6	2,5	2,0	4,0	4,3	2,9	3,8	3,0	2,9
II	0,6	2,1	1,5	3,8	4,1	3,1	3,7	2,9	2,7
III	1,3	2,4	1,0	3,6	4,1	3,0	3,6	3,0	2,3
IV	1,6	2,1	0,5	3,5	3,9	2,7	3,4	3,2	2,2

Fuentes: BCE: cálculos basados en datos de Eurostat (columnas 1 a 6 y 18); Eurostat (columnas 7 a 10 y 14 a 17) y BCE: cálculos basados en datos nacionales (columnas 11 a 13 y 19).

- 1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Debido a diferencias en la cobertura, los datos trimestrales no se corresponden totalmente con los anuales. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.
- 2) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; expresados como porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- 3) Costes laborales por hora para el total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad. Debido a su diferente cobertura, los datos de los componentes no son acordes con el total.

6 Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro

Cuadro 6.1

Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); sin desestacionalizar]

Saldos vivos a fin de período

1. Principales activos financieros²⁾

	Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios de la zona del euro en entidades de crédito fuera de la zona ³⁾	
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro		Depósitos en las no IFM ⁴⁾
			Total	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997 IV	4.696,2	320,5	4.083,2	1.159,0	1.469,5	1.329,1	125,5	153,9	138,7	208,8
1998 I	4.651,8	311,7	4.060,4	1.134,2	1.459,9	1.348,2	118,2	139,4	140,2	239,0
II	4.707,0	315,4	4.108,1	1.205,3	1.455,0	1.346,7	101,1	147,4	136,1	231,2
III	4.683,9	311,7	4.080,0	1.184,3	1.452,5	1.345,6	97,7	156,4	135,7	227,3
IV	4.829,6	323,3	4.214,2	1.281,1	1.465,1	1.389,1	78,8	149,8	142,3	207,2
1999 I	4.678,6	317,7	4.077,8	1.239,1	1.466,0	1.306,8	66,0	133,4	149,7	233,6
II	4.704,9	323,9	4.116,3	1.321,8	1.419,9	1.316,2	58,4	125,0	139,7	259,3
III	4.716,2	327,3	4.115,1	1.324,5	1.418,4	1.313,5	58,7	133,3	140,4	250,3
IV	4.863,0	349,9	4.217,6	1.370,5	1.460,1	1.324,0	63,0	142,0	153,5	246,2
2000 I	4.841,6	334,6	4.225,0	1.379,6	1.465,0	1.303,7	76,8	130,2	151,7	271,5
II	4.896,9	341,2	4.259,4	1.409,6	1.488,0	1.283,0	78,9	146,0	150,3	257,5
III	.	338,9	4.268,6	1.396,8	1.525,9	1.263,9	81,9	159,3	.	264,2
IV	.	347,5	4.362,1	1.461,3	1.545,9	1.269,2	85,7	164,6	.	.

	Valores distintos de acciones			Acciones ⁵⁾				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	De las que participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
1997 IV	1.577,7	205,4	1.372,3	2.733,7	1.577,2	1.156,6	179,7	2.373,9	2.112,6	261,3
1998 I	1.593,5	196,5	1.397,0	3.251,7	1.934,6	1.317,0	181,3	2.451,3	2.180,6	270,7
II	1.540,4	173,1	1.367,4	3.449,0	2.026,7	1.422,4	181,8	2.510,7	2.238,0	272,7
III	1.535,5	160,6	1.374,9	3.161,1	1.726,3	1.434,9	183,5	2.557,1	2.281,9	275,2
IV	1.522,4	157,4	1.364,9	3.487,5	1.974,4	1.513,2	172,6	2.622,4	2.347,3	275,1
1999 I	1.524,2	148,0	1.376,1	3.770,2	2.147,7	1.622,5	204,9	2.698,3	2.414,0	284,3
II	1.477,9	140,2	1.337,7	4.022,5	2.311,5	1.711,1	209,9	2.768,8	2.482,8	286,0
III	1.482,0	126,6	1.355,5	4.106,5	2.371,4	1.735,1	221,0	2.835,1	2.546,7	288,4
IV	1.509,4	154,8	1.354,7	4.756,5	2.899,0	1.857,5	215,3	2.952,4	2.660,2	292,2
2000 I	1.552,2	158,7	1.393,5	5.049,9	3.077,5	1.972,4	230,6	3.084,7	2.778,4	306,3
II	1.592,1	160,6	1.431,6	4.908,0	2.951,9	1.956,1	220,6	3.138,4	2.828,9	309,5
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: BCE.

- 1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).
- 2) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95, es decir, el efectivo y los depósitos, los valores distintos de acciones, los préstamos (salvo los concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras), las acciones cotizadas, las participaciones en fondos de inversión y las reservas técnicas de seguro. No incluye otros instrumentos financieros [derivados financieros, acciones no cotizadas, otras participaciones (distintas de acciones) y otras cuentas pendientes de cobro y pago].
- 3) Estadísticas bancarias internacionales del BPI. La definición de entidades de crédito del BPI es similar a la de IFM de la zona del euro.
- 4) Comprende los depósitos de los sectores no financieros en las Administraciones Centrales (S.1311) de la zona del euro, otros intermediarios financieros (S.123) y las empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125).
- 5) Excluidas las acciones no cotizadas.

Cuadro 6.1 (cont.)

Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); sin desestacionalizar]

Saldos vivos a fin de período

2. Principales pasivos²⁾

	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario de la zona ³⁾
	Total		Administraciones públicas			Sociedades no financieras			Hogares ⁴⁾			
	de las IFM de la zona del euro		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo ⁵⁾	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	
1997 IV	5.837,7	5.320,1	920,3	52,2	868,1	2.406,9	837,9	1.569,0	2.510,5	225,0	2.285,6	134,8
1998 I	5.892,3	5.358,7	903,1	33,4	869,7	2.450,6	853,7	1.596,9	2.538,7	223,9	2.314,7	138,0
II	6.004,5	5.453,7	902,6	31,7	870,8	2.502,6	877,1	1.625,5	2.599,3	233,3	2.366,0	142,6
III	6.078,4	5.524,9	903,9	33,2	870,8	2.525,9	864,1	1.661,8	2.648,5	233,8	2.414,7	139,4
IV	6.217,6	5.657,9	911,5	36,0	875,5	2.595,7	901,4	1.694,3	2.710,4	240,2	2.470,3	143,1
1999 I	6.249,1	5.673,9	903,3	36,1	867,2	2.584,7	917,4	1.667,3	2.761,0	251,2	2.509,8	149,3
II	6.417,6	5.814,2	901,2	38,7	862,5	2.683,2	959,2	1.724,0	2.833,2	255,2	2.578,0	173,5
III	6.482,8	5.882,6	886,9	37,7	849,2	2.697,6	938,2	1.759,5	2.898,2	255,0	2.643,2	183,4
IV	6.662,7	6.040,0	901,7	42,0	859,7	2.794,6	979,5	1.815,1	2.966,4	264,2	2.702,2	192,5
2000 I	6.804,6	6.155,5	891,8	41,0	850,8	2.893,5	1.037,7	1.855,8	3.019,3	265,5	2.753,8	208,5
II	6.951,4	6.261,4	885,4	41,8	843,6	2.993,7	1.088,2	1.905,5	3.072,3	274,0	2.798,3	209,4
III	.	6.378,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	240,1
IV	.	6.497,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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			
33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	
1997 IV	3.632,8	3.327,7	499,0	2.828,7	305,1	48,0	257,1	1.976,0	135,2	236,2
1998 I	3.756,6	3.435,2	492,5	2.942,7	321,4	58,0	263,4	2.434,7	136,3	239,1
II	3.821,4	3.497,5	491,7	3.005,8	323,8	56,7	267,1	2.649,2	134,2	242,1
III	3.914,5	3.580,4	494,5	3.085,9	334,2	58,3	275,9	2.282,6	133,8	245,1
IV	3.921,9	3.587,0	466,5	3.120,4	334,9	57,6	277,3	2.606,8	140,3	248,2
1999 I	3.967,6	3.622,9	462,3	3.160,6	344,6	68,0	276,6	2.721,8	146,9	251,2
II	3.949,5	3.598,0	451,8	3.146,2	351,5	68,9	282,5	2.965,3	136,6	254,3
III	3.932,8	3.567,7	444,9	3.122,8	365,0	77,0	288,0	3.037,3	137,6	257,4
IV	3.895,5	3.519,4	420,0	3.099,5	376,1	80,1	296,0	3.978,9	149,8	260,8
2000 I	3.956,8	3.573,7	425,3	3.148,4	383,1	81,4	301,7	4.415,8	147,6	263,9
II	4.002,9	3.599,8	425,2	3.174,6	403,1	90,9	312,2	4.157,3	147,6	267,0
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: BCE.

- 1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).
- 2) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95, es decir, el efectivo y los depósitos, los valores distintos de acciones, los préstamos (salvo los concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras), las acciones cotizadas, las participaciones en fondos de inversión y las reservas técnicas de seguro. No incluye otros instrumentos financieros [derivados financieros, acciones no cotizadas, otras participaciones (distintas de acciones) y otras cuentas pendientes de cobro y pago].
- 3) Estadísticas bancarias internacionales del BPI. La definición de entidades de crédito del BPI es similar a la de IFM de la zona del euro.
- 4) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 5) Incluidos todos los préstamos de las IFM de la zona del euro a la Administración Central.

Operaciones

1. Principales activos financieros¹⁾

	Efectivo y depósitos									Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios de la zona del euro en entidades de crédito fuera de la zona del euro ²⁾
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros ³⁾ distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro ⁴⁾					Depósitos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM ⁵⁾	
			Total	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997 IV	147,7	9,3	128,9	76,3	14,9	39,1	-1,4	3,2	6,2	-14,6
1998 I	-19,9	-8,8	2,0	-19,1	-3,0	20,1	4,0	-14,5	1,3	28,2
II	77,6	3,6	70,0	74,4	-0,4	0,3	-4,3	8,0	-4,0	-5,4
III	-6,1	-3,7	-11,0	-19,8	5,0	-0,9	4,7	9,0	-0,4	1,9
IV	162,5	11,6	151,0	103,9	19,4	44,0	-16,3	-6,6	6,5	-22,2
1999 I	7,4	-4,7	9,3	5,6	-10,4	11,3	2,9	-4,2	7,0	18,8
II	57,7	6,2	70,1	82,4	-17,0	9,5	-4,8	-8,4	-10,2	8,5
III	8,7	3,4	-3,7	-12,0	11,8	-2,0	-1,5	8,3	0,7	-6,8
IV	144,6	22,3	101,1	56,9	42,3	9,3	-7,4	8,7	12,5	-9,2
2000 I	-4,1	-15,3	25,1	25,1	4,8	-19,4	14,6	-11,9	-1,9	20,0
II	46,3	6,7	23,9	30,9	18,1	-21,7	-3,4	15,8	-0,1	-13,9
III	.	-2,2	-12,1	-21,0	25,5	-18,4	1,8	13,3	.	-2,3
IV	.	8,6	101,4	64,5	30,5	6,2	0,2	5,3	.	.

	Valores distintos de acciones			Acciones ⁶⁾				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	De las que participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
1997 IV	-0,3	-8,5	8,3	66,0	49,4	16,6	-11,0	60,5	58,1	2,4
1998 I	-25,2	-8,9	-16,3	82,9	-15,5	98,4	5,8	68,8	56,4	12,4
II	-71,8	-23,9	-47,8	112,9	20,3	92,6	-1,3	52,7	50,7	2,0
III	-3,0	-12,3	9,3	102,7	21,3	81,4	2,6	48,7	46,1	2,6
IV	-12,2	-2,7	-9,5	81,7	60,2	21,5	-11,1	58,5	56,5	2,0
1999 I	26,4	-8,9	35,4	110,6	12,5	98,1	16,9	72,1	60,0	12,1
II	-1,0	-9,7	8,7	92,6	31,5	61,2	2,4	56,0	53,7	2,3
III	-3,9	-13,4	9,6	87,7	43,2	44,5	9,0	56,6	53,8	2,8
IV	24,9	17,0	7,9	19,4	23,5	-4,1	-12,2	74,9	72,3	2,6
2000 I	33,9	5,7	28,3	29,3	-36,1	65,4	15,2	90,7	77,4	13,4
II	40,1	2,9	37,2	55,2	31,2	24,0	-8,2	59,3	56,9	2,4
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: BCE.

- 1) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95, es decir, el efectivo y los depósitos, los valores distintos de acciones, los préstamos (salvo los concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras), las acciones cotizadas, las participaciones en fondos de inversión y las reservas técnicas de seguro. No incluye otros instrumentos financieros [derivados financieros, acciones no cotizadas, otras participaciones (distintas de acciones) y otras cuentas pendientes de cobro y pago].
- 2) Estadísticas bancarias internacionales del BPI. La definición de entidades de crédito del BPI es similar a la de IFM de la zona del euro.
- 3) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).
- 4) Las operaciones se calculan a partir de los saldos vivos trimestrales correspondientes.
- 5) Comprende los depósitos de los sectores no financieros en las Administraciones Centrales (S.1311) de la zona del euro, otros intermediarios financieros (S.123) y las empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125).
- 6) Excluidas las acciones no cotizadas.

Cuadro 6.1 (cont.)

Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); sin desestacionalizar]

Operaciones

2. Principales pasivos²⁾

	Préstamos de IFM ³⁾ y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario de la zona ⁴⁾
	Total		Administraciones públicas			Sociedades no financieras			Hogares ⁵⁾			
	de las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo ⁶⁾	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo		
21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	
1997 IV	159,9	145,4	21,5	1,0	20,6	65,9	24,5	41,4	72,5	6,8	65,7	-17,6
1998 I	80,6	55,8	-16,1	-0,5	-15,6	58,0	31,1	26,8	38,7	3,4	35,3	2,0
II	120,9	112,6	-0,7	0,1	-0,8	60,2	24,4	35,9	61,3	5,6	55,7	6,5
III	87,6	89,1	2,8	0,0	2,8	37,2	6,4	30,8	47,6	4,0	43,6	-0,5
IV	158,7	151,7	8,8	0,4	8,4	70,1	21,6	48,5	79,8	6,9	72,9	3,5
1999 I	113,6	103,7	-6,9	-0,1	-6,8	60,3	26,8	33,5	60,2	5,5	54,7	1,5
II	166,1	140,0	-4,3	-0,1	-4,3	91,3	39,3	51,9	79,1	7,3	71,9	24,1
III	56,7	61,3	-14,7	-0,3	-14,4	27,3	2,7	24,5	44,1	3,4	40,7	5,9
IV	167,8	149,6	14,4	0,8	13,6	82,7	36,2	46,5	70,7	6,9	63,7	-7,3
2000 I	153,8	127,2	-9,0	-0,2	-8,8	88,7	37,7	51,0	74,2	6,6	67,6	11,8
II	172,7	128,5	-6,8	-0,3	-6,5	105,7	56,2	49,6	73,7	6,7	67,0	1,2
III	.	89,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	21,2
IV	.	144,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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			
33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	
1997 IV	-8,2	-4,3	-32,4	28,1	-3,8	-7,1	3,3	44,6	6,9	3,4
1998 I	68,9	58,2	-6,4	64,6	10,7	9,9	0,8	11,4	1,1	2,9
II	53,5	50,7	-0,9	51,6	2,9	-1,9	4,7	36,8	-2,1	2,9
III	61,6	54,2	2,5	51,6	7,5	1,6	5,9	10,9	-0,4	3,1
IV	-8,5	-13,9	-28,8	14,9	5,4	0,8	4,6	41,0	6,4	3,1
1999 I	69,8	54,3	-2,0	56,2	15,5	10,0	5,6	10,8	6,6	3,0
II	39,5	31,2	-10,0	41,2	8,2	0,5	7,7	22,9	-10,3	3,1
III	53,1	36,0	-6,3	42,3	17,2	6,7	10,4	31,3	1,0	3,1
IV	-5,5	-11,8	-24,3	12,5	6,3	3,3	3,0	16,0	12,1	3,4
2000 I	51,6	51,2	2,1	49,1	0,4	1,0	-0,6	23,4	-2,2	3,0
II	60,7	38,0	5,4	32,6	22,7	8,8	13,9	31,4	0,0	3,2
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: BCE.

1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).

2) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95, es decir, el efectivo y los depósitos, los valores distintos de acciones, los préstamos (salvo los concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras), las acciones cotizadas, las participaciones en fondos de inversión y las reservas técnicas de seguro. No incluye otros instrumentos financieros [derivados financieros, acciones no cotizadas, otras participaciones (distintas de acciones) y otras cuentas pendientes de cobro y pago].

3) Las operaciones se calculan a partir de los saldos vivos trimestrales correspondientes.

4) Estadísticas bancarias internacionales del BPI. La definición de entidades de crédito del BPI es similar a la de IFM de la zona del euro.

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

6) Incluidos todos los préstamos de las IFM de la zona del euro a la Administración Central.

Cuadro 6.2

Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

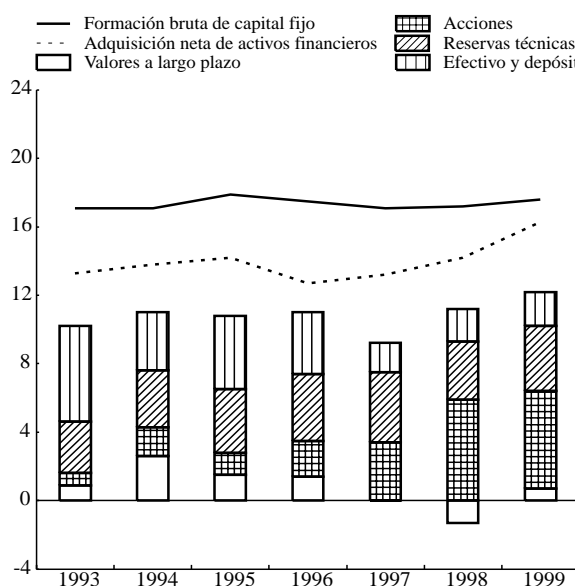
	Ahorro e inversión en la zona del euro ¹⁾			Inversión de los sectores privados no financieros ^{1) 2)}									
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital fijo	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital fijo	Sociedades no financieras			Adquisición neta de activos financieros	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones		Acciones	Reservas técnicas de seguro
					Valores a largo plazo	Valores a largo plazo	Valores a largo plazo						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
1992	20,9	21,8	-0,9	18,1	11,8	13,5	4,0	1,7	0,4	1,4	2,9		
1993	20,5	20,6	0,5	17,1	10,7	13,3	5,6	0,5	0,9	0,7	3,0		
1994	20,9	20,4	0,3	17,1	10,5	13,8	3,4	2,5	2,6	1,7	3,3		
1995	22,5	21,2	0,5	17,9	11,1	14,1	4,3	1,8	1,5	1,3	3,7		
1996	22,0	20,7	1,0	17,5	11,0	12,8	3,6	0,3	1,4	2,1	3,9		
1997	22,1	20,1	1,6	17,1	10,7	13,1	1,7	-0,6	0,0	3,4	4,1		
1998	22,1	20,1	1,1	17,2	11,0	14,2	1,9	-2,2	-1,3	5,9	3,4		
1999	21,6	20,5	0,2	17,5	11,3	16,4	2,0	0,3	0,7	5,7	3,8		

	Financiación de los sectores privados no financieros ^{1) 2)}								Transac- ciones financieras netas ³⁾	Inversión financiera en % sobre el total de inversión bruta ⁴⁾	Contracción neta de pasivos en % sobre el total de financiación ⁵⁾
	Ahorro bruto	Hogares	Contracción neta de pasivos	Valores distintos de acciones		Acciones	Préstamos	Préstamos a largo plazo			
				Valores a largo plazo	Valores a largo plazo						
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1992	20,6	12,6	10,2	0,7	0,6	1,4	6,7	4,7	3,3	42,7	33,1
1993	21,1	12,9	7,9	1,3	1,4	1,5	3,6	4,4	5,4	43,8	27,2
1994	21,0	12,0	9,6	1,0	1,1	1,8	3,9	4,0	4,2	44,7	31,4
1995	22,3	12,4	7,5	-1,8	-1,8	1,3	4,9	3,7	6,6	44,1	25,2
1996	21,7	12,1	8,9	0,2	0,0	1,7	5,8	4,9	3,9	42,2	29,1
1997	20,5	11,3	9,1	0,1	0,1	1,2	5,7	4,6	4,0	43,4	30,7
1998	19,3	10,5	11,6	0,3	0,2	2,3	6,9	5,4	2,6	45,2	37,5
1999	18,1	9,9	14,1	0,7	0,4	2,1	8,7	7,0	2,3	48,4	43,8

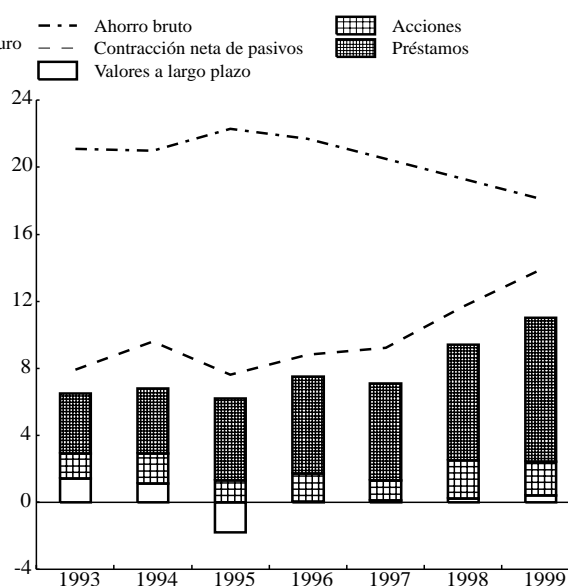
Inversión y financiación de los sectores privados no financieros^{1) 2)}

(en porcentaje del PIB)

Inversión



Financiación



Fuente: BCE.

1) Principales categorías de financiación e inversión.

2) Los sectores privados no financieros se componen de sociedades no financieras, hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

3) Columna 6 - columna 14.

4) Columna 6 ÷ (columna 4 + columna 6).

5) Columna 14 ÷ (columna 12 + columna 14).

7 Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona

Cuadro 7.1

Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(porcentajes del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes	Impuestos					Cotizaciones sociales	Ventas	Recursos de capital	Impuestos sobre el capital	Pro memoria: carga fiscal ²⁾		
			directos	Hogares	Empresas	indirectos	Recibidos por inst. de la UE							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1991	46,4	46,1	11,8	9,5	2,2	13,0	0,9	16,7	8,5	5,1	2,3	0,3	0,2	41,8
1992	47,5	46,8	11,9	9,8	2,0	13,0	0,9	17,1	8,6	5,2	2,5	0,7	0,6	42,6
1993	48,1	47,7	12,1	10,0	2,1	13,3	0,8	17,5	8,6	5,3	2,5	0,5	0,3	43,2
1994	47,7	47,2	11,6	9,6	2,0	13,5	0,8	17,5	8,5	5,4	2,5	0,4	0,2	42,9
1995	47,2	46,6	11,6	9,5	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,4	2,5	0,5	0,3	42,6
1996	48,0	47,5	12,0	9,6	2,3	13,4	0,8	17,6	8,7	5,4	2,5	0,5	0,3	43,3
1997	48,2	47,6	12,2	9,6	2,6	13,6	0,7	17,6	8,7	5,3	2,5	0,7	0,4	43,7
1998	47,7	47,2	12,4	9,9	2,5	14,1	0,7	16,5	8,5	4,8	2,5	0,5	0,3	43,3
1999	48,3	47,7	12,8	10,1	2,7	14,4	0,6	16,4	8,5	4,8	2,4	0,6	0,3	43,9
2000	48,0	47,4	13,0	10,1	2,7	14,2	0,6	16,3	8,5	4,7	2,4	0,5	0,3	43,7

2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes								Empleos de capital	Inversión	Trans-ferencias de capital	Pagadas por instituciones de la UE	Pro memoria: empleos primarios ⁴⁾
		Total	Remunera-ción de asalariados	Consumo interme-dio	Intereses	Trans-ferencias corrientes	Pagos sociales ³⁾	Subsidios	Pagados por inst. de la UE					
1991	51,1	46,3	11,2	4,9	5,3	24,9	21,1	2,4	0,6	4,9	3,2	1,6	0,0	45,9
1992	52,3	47,6	11,4	5,0	5,7	25,5	22,0	2,3	0,5	4,7	3,2	1,5	0,0	46,7
1993	53,8	49,2	11,6	5,2	5,9	26,5	22,9	2,4	0,6	4,6	3,1	1,6	0,1	47,9
1994	52,7	48,4	11,3	5,0	5,5	26,5	22,9	2,3	0,6	4,4	2,9	1,5	0,1	47,2
1995	52,2	47,7	11,2	4,8	5,7	26,1	22,8	2,2	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,5
1996	52,2	48,3	11,2	4,8	5,7	26,6	23,2	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,6
1997	50,8	47,1	11,0	4,8	5,1	26,2	23,1	2,1	0,5	3,7	2,4	1,3	0,1	45,7
1998	49,8	46,0	10,7	4,6	4,7	25,9	22,6	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,2
1999	49,5	45,5	10,7	4,7	4,2	25,8	22,6	2,0	0,5	4,1	2,5	1,6	0,1	45,3
2000	48,6	44,7	10,5	4,7	4,0	25,5	22,2	2,0	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	43,6

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

	Déficit (-) / superávit (+)					Déficit primario (-) / superávit (+)	Consumo público ⁵⁾						Consumo público colectivo	Consumo público individual
	Total	Estado	Adminis-tración regional	Adminis-tración local	Seguridad Social		Total	Remu-neración de asalariados	Consumo inter-medio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)		
1991	-4,7	-4,6	-0,3	-0,1	0,3	0,6	20,4	11,2	4,9	4,8	1,8	-2,3	8,7	11,7
1992	-4,8	-4,2	-0,3	-0,2	0,0	0,8	20,8	11,4	5,0	5,0	1,8	-2,5	8,8	12,0
1993	-5,7	-5,0	-0,5	-0,2	-0,1	0,2	21,2	11,6	5,2	5,0	1,8	-2,5	9,0	12,3
1994	-5,0	-4,3	-0,5	-0,2	0,0	0,5	20,8	11,3	5,0	5,1	1,8	-2,5	8,7	12,2
1995	-5,0	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,7	20,5	11,2	4,8	5,1	1,8	-2,5	8,4	12,0
1996	-4,3	-3,6	-0,4	-0,1	-0,2	1,4	20,6	11,2	4,8	5,2	1,8	-2,5	8,5	12,1
1997	-2,6	-2,3	-0,4	0,1	0,0	2,5	20,3	11,0	4,8	5,1	1,8	-2,5	8,4	12,0
1998	-2,1	-2,1	-0,3	0,2	0,1	2,5	20,0	10,7	4,6	5,1	1,7	-2,5	8,1	11,8
1999	-1,2	-1,6	-0,1	0,1	0,4	3,0	20,0	10,7	4,7	5,1	1,7	-2,4	8,2	11,8
2000	-0,7	-1,2	-0,1	0,2	0,5	3,3	19,8	10,5	4,7	5,1	1,7	-2,4	8,0	11,8

4. Países de la zona del euro - déficit/superávit

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1997	-1,9	-2,7	-4,6	-3,2	-3,0	0,7	-2,7	3,6	-1,1	-1,7	-2,7	-1,5
1998	-0,9	-2,1	-3,2	-2,6	-2,7	2,1	-2,8	3,2	-0,7	-2,3	-2,2	1,3
1999	-0,7	-1,4	-1,8	-1,2	-1,6	2,1	-1,8	4,7	1,0	-2,1	-2,0	1,8
2000	0,0	1,3	-0,9	-0,3	-1,3	4,5	-0,3	5,3	2,0	-1,1	-1,4	6,7

Fuentes: BCE para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea para los datos relativos al déficit/superávit por países (incluidos los ingresos por ventas de licencias UMTS).

1) Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por ventas de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen dichos ingresos es igual a 0,4). Los datos anteriores a 1995 son, en parte, estimaciones. Las transacciones entre países e instituciones de la UE están incluidas y consolidadas. Las transacciones entre distintas administraciones no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye beneficios sociales, transferencias sociales en especie vía productores de mercado y transferencias a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

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

Cuadro 7.2

Deuda¹⁾

(porcentajes del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1991	57,5	2,7	16,0	9,6	29,2	48,2	24,7	7,0	16,4	9,4
1992	61,0	2,6	16,8	10,1	31,5	50,3	26,4	7,4	16,6	10,7
1993	67,4	2,7	17,6	10,0	37,1	52,6	27,7	8,5	16,5	14,8
1994	70,2	2,9	16,8	10,4	40,1	56,3	29,9	9,7	16,6	13,9
1995	74,2	2,9	18,2	9,8	43,1	58,6	30,5	10,9	17,1	15,6
1996	75,4	2,9	17,8	9,9	44,8	59,2	30,3	13,2	15,8	16,2
1997	74,8	2,9	17,0	8,9	46,1	57,1	29,1	14,4	13,7	17,7
1998	73,1	2,8	15,8	7,9	46,6	53,5	27,0	16,2	10,4	19,6
1999	72,0	2,9	14,8	6,8	47,4	50,1	25,3	15,0	9,8	21,9
2000	69,6	2,7	13,7	6,2	46,9	46,6	23,5	13,6	9,5	23,0

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

	Total	Emisor por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Plazo al vencimiento			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	Euros o monedas participantes ⁵⁾	Moneda nacional	Otras monedas
1991	57,5	46,4	4,5	6,3	0,3	11,8	45,7	4,8	17,6	18,6	21,3	56,4	1,7	1,1
1992	61,0	49,6	4,7	6,3	0,4	12,2	48,8	6,4	17,9	21,1	22,0	59,7	2,1	1,3
1993	67,4	55,0	5,2	6,6	0,6	12,0	55,4	6,7	18,6	24,4	24,4	65,6	2,7	1,8
1994	70,2	57,7	5,4	6,4	0,7	11,2	58,9	7,4	16,6	26,7	26,9	68,2	2,7	2,0
1995	74,2	61,3	5,7	6,3	0,8	10,6	63,5	6,9	17,6	26,2	30,3	72,1	2,7	2,0
1996	75,4	62,6	6,1	6,2	0,5	10,2	65,2	6,3	19,2	25,3	30,9	73,3	2,5	2,0
1997	74,8	62,0	6,3	5,9	0,6	8,8	66,0	6,0	18,6	25,2	31,0	72,7	2,5	2,1
1998	73,1	60,7	6,3	5,7	0,4	7,7	65,4	5,5	16,3	25,9	30,8	71,2	2,8	1,8
1999	72,0	59,8	6,2	5,6	0,3	6,9	65,1	5,0	14,4	26,7	30,8	70,1	-	1,8
2000	69,6	57,8	6,1	5,3	0,3	5,5	64,1	4,5	.	.	.	67,8	-	1,8

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
1997	125,3	60,9	108,3	66,7	59,3	65,1	120,1	6,0	70,0	64,7	59,1	54,1
1998	119,8	60,7	105,5	64,7	59,7	55,0	116,2	6,4	66,8	63,9	55,3	48,8
1999	116,4	61,1	104,6	63,4	58,7	50,1	114,5	6,0	63,2	64,7	55,0	46,9
2000	110,9	60,2	103,9	60,6	58,0	39,1	110,2	5,3	56,3	62,8	53,8	44,0

Fuentes: BCE para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea para los datos relativos a la deuda por 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 por otras administraciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

Cuadro 7.3

Variaciones de la deuda¹⁾

(porcentajes del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumento financiero				Tenedor			
		Nece- sidades de financia- ción ²⁾	Efecto de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acree- dores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1991	5,2	5,1	0,0	0,2	-0,1	0,2	1,2	0,0	3,9	.	.	.	.
1992	6,8	5,6	0,3	0,7	0,1	0,1	1,6	1,0	4,0	4,9	3,1	0,7	1,9
1993	8,1	7,5	0,3	0,1	0,1	0,2	1,3	0,1	6,4	3,7	2,0	1,3	4,4
1994	6,1	5,2	0,2	0,7	0,0	0,4	0,0	0,9	4,8	6,3	3,6	1,7	-0,2
1995	7,7	5,5	0,2	2,2	-0,2	0,2	2,3	0,0	5,2	5,3	2,2	1,7	2,5
1996	3,8	4,2	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,2	0,4	3,2	2,7	0,8	2,6	1,1
1997	2,3	2,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,6	3,0	0,2	-0,1	1,8	2,1
1998	1,6	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	2,6	-1,1	-0,8	2,4	2,7
1999	1,6	1,3	0,3	0,0	0,0	0,2	-0,4	-0,8	2,6	-1,4	-0,6	-0,6	3,0
2000	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,3	1,6	-1,2	-0,7	-0,7	2,1

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variacio- nes en la deuda	Déficit(-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾										Otras variaciones en volumen	Otros ¹¹⁾
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP					Efecto de valoración		Efecto tipo de cambio	Otras variaciones en volumen		
				Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de accio- nes ¹⁰⁾	Prés- tamos	Acciones y otras participa- ciones	Privatiza- ciones	Aporta- ciones de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1991	5,2	-4,7	0,5	1,0	0,3	0,1	0,5	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,8
1992	6,8	-4,8	1,9	0,8	0,2	0,1	0,3	0,1	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,7	0,1
1993	8,1	-5,7	2,4	1,4	1,0	0,2	0,4	-0,2	-0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,6
1994	6,1	-5,0	1,1	0,2	0,0	0,1	0,3	-0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	0,7	0,0
1995	7,7	-5,0	2,7	0,6	0,0	-0,1	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	2,2	-0,3
1996	3,8	-4,3	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,3
1997	2,3	-2,6	-0,3	-0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,8	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,2
1998	1,6	-2,1	-0,5	-0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,3
1999	1,6	-1,2	0,4	0,2	0,5	0,1	0,1	-0,5	-0,8	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,1
2000	0,8	0,4	1,2	0,8	0,7	0,2	0,1	-0,2	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,4

Fuente: BCE.

- 1) Los datos son, en parte, estimaciones. Variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada expresada como porcentaje del PIB [$deuda(t) - deuda(t-1) \div PIB(t)$].
- 2) Las necesidades de financiación son, por definición, igual a las operaciones en deuda pública.
- 3) Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej. primas o descuentos en la emisión de valores).
- 4) Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- 5) La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países debida a variaciones en los tipos de conversión antes de 1999.
- 6) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 7) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- 9) La diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresada como porcentaje del PIB.
- 10) Excluye derivados financieros.
- 11) Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (crédito comercial, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).

8 Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluyendo reservas)

Cuadro 8.1

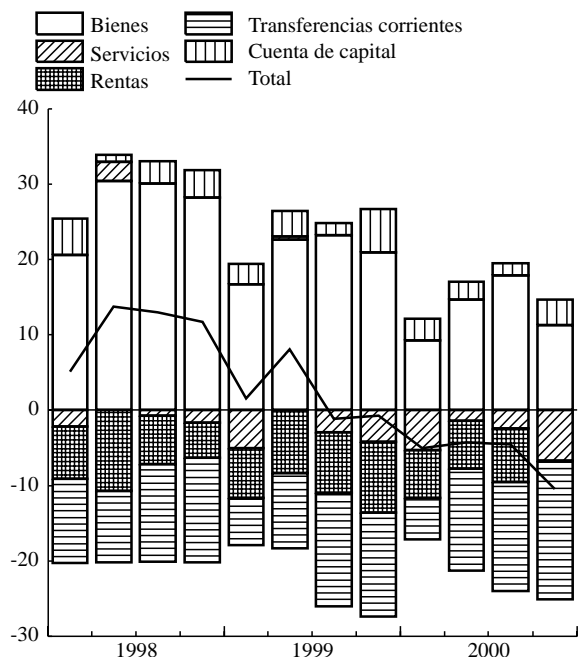
Resumen de la balanza de pagos^{1) 2)}

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); flujos netos]

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transferencias 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
1997	61,5	115,7	3,1	-15,2	-42,2	13,0	.	-44,5	-24,3	.	.	.	.
1998	31,1	109,3	-2,0	-28,8	-47,4	12,4	-61,2	-83,2	-99,7	-7,5	120,9	8,2	17,8
1999	-5,8	83,4	-11,8	-32,4	-45,0	13,5	19,1	-120,6	-41,7	8,1	163,1	10,2	-26,8
2000	-34,4	53,0	-15,9	-19,7	-51,8	10,2	1,3	-21,5	-136,4	-2,0	143,5	17,5	22,9
1999 IV	-6,5	20,9	-4,2	-9,4	-13,8	5,7	2,6	-46,6	-2,7	-0,4	52,8	-0,5	-1,9
2000 I	-7,9	9,3	-5,3	-6,3	-5,5	2,8	47,8	148,0	-192,6	2,5	91,3	-1,4	-42,7
II	-6,6	14,7	-1,4	-6,3	-13,5	2,4	-2,9	-18,2	51,9	4,8	-45,3	3,8	7,2
III	-6,1	17,9	-2,5	-7,1	-14,4	1,6	-14,0	-94,3	3,5	0,4	71,9	4,5	18,5
IV	-13,8	11,2	-6,7	-0,1	-18,3	3,4	-29,5	-57,0	0,9	-9,7	25,6	10,7	40,0
1999 Dic	-3,9	5,5	-1,5	-2,7	-5,2	3,0	-7,3	-20,3	0,7	-0,2	13,3	-0,8	8,2
2000 Ene	-9,0	-0,5	-2,1	-5,0	-1,3	1,4	19,2	0,8	-5,3	-0,8	26,7	-2,2	-11,6
Feb	0,0	4,2	-2,1	-1,0	-1,2	0,1	-1,9	146,0	-152,9	1,9	2,8	0,3	1,8
Mar	1,2	5,6	-1,1	-0,3	-3,0	1,3	30,5	1,1	-34,4	1,4	61,8	0,5	-32,9
Abr	-5,9	4,3	-1,3	-3,8	-5,1	1,5	2,7	1,1	-5,9	2,1	5,1	0,2	1,6
May	-0,1	4,4	-0,3	-1,0	-3,1	0,6	10,5	-8,7	1,9	0,3	15,7	1,3	-11,0
Jun	-0,6	5,9	0,2	-1,5	-5,3	0,2	-16,2	-10,6	55,8	2,3	-66,1	2,3	16,5
Jul	-2,2	8,1	0,0	-4,6	-5,8	0,5	-12,0	-24,6	-12,9	-0,4	26,3	-0,4	13,8
Ago	-3,9	4,1	-0,6	-1,6	-5,8	0,2	0,6	-41,1	13,6	-0,9	27,8	1,2	3,1
Sep	0,1	5,7	-1,9	-0,9	-2,9	0,9	-2,5	-28,6	2,8	1,8	17,8	3,7	1,6
Oct	-2,2	6,0	-1,8	0,1	-6,5	0,2	-9,9	-16,4	-4,4	-2,3	12,4	0,7	11,8
Nov	-2,9	3,9	-1,0	-0,1	-5,7	1,5	-11,6	-10,0	-3,9	-3,2	-2,1	7,7	13,0
Dic	-8,8	1,4	-3,9	-0,1	-6,1	1,7	-8,1	-30,7	9,2	-4,2	15,3	2,3	15,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001 Ene	-8,5	-1,9	-2,5	-6,7	2,5	1,4	-4,7	-4,5	-45,5	-5,1	47,9	2,4	11,9
Feb	2,1	3,3	-1,1	0,5	-0,6	1,6	2,1	-0,8	0,9	-1,0	-3,2	6,1	-5,7

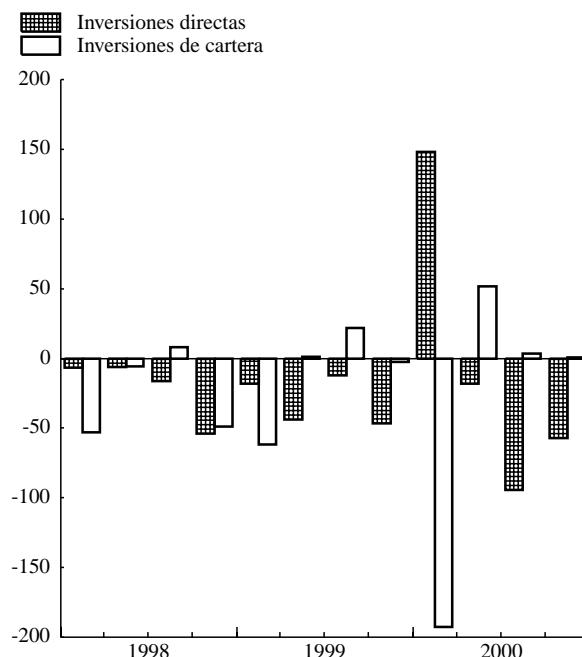
Cuenta corriente y cuenta de capital

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); flujos netos]



Inversiones directas y de cartera

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); flujos netos]



Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-). Activos de reserva: aumento (-); disminución (+).

2) Véanse las notas generales acerca de la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

Cuadro 8.2

Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); flujos brutos]

	Cuenta corriente										Cuenta de capital	
	Total		Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos 11	Pagos 12
	Ingresos 1	Pagos 2	Ingresos 3	Pagos 4	Ingresos 5	Pagos 6	Ingresos 7	Pagos 8	Ingresos 9	Pagos 10		
1997	1.212,9	1.151,4	749,1	633,4	214,2	211,0	189,5	204,7	60,1	102,3	18,9	5,9
1998	1.270,2	1.239,2	779,2	669,9	229,8	231,9	198,5	227,3	62,7	110,0	17,7	5,3
1999	1.335,6	1.341,4	814,5	731,1	241,5	253,3	213,2	245,6	66,4	111,5	19,7	6,2
2000	1.573,9	1.608,4	978,1	925,1	269,4	285,4	259,9	279,6	66,5	118,3	19,1	8,9
1999 IV	357,7	364,1	227,1	206,2	63,0	67,3	52,5	61,9	15,0	28,8	7,8	2,0
2000 I	359,5	367,4	221,2	211,9	58,5	63,8	54,7	61,0	25,2	30,7	4,3	1,4
II	387,7	394,3	239,0	224,3	66,8	68,3	66,9	73,2	14,9	28,4	4,7	2,4
III	391,5	397,6	244,6	226,7	70,7	73,2	64,2	71,3	11,9	26,4	4,3	2,7
IV	435,2	449,1	273,4	262,1	73,4	80,1	74,0	74,1	14,5	32,8	5,8	2,3
1999 Dic	123,2	127,0	75,7	70,2	22,1	23,6	19,8	22,5	5,6	10,8	3,8	0,9
2000 Ene	111,9	121,0	64,5	65,0	18,2	20,4	16,4	21,4	12,9	14,2	1,9	0,5
Feb	115,8	115,8	72,9	68,7	18,6	20,7	17,4	18,4	6,8	8,0	0,5	0,4
Mar	131,8	130,6	83,8	78,2	21,7	22,8	20,9	21,1	5,5	8,5	1,8	0,5
Abr	116,1	121,9	72,2	67,9	20,4	21,7	18,9	22,7	4,5	9,6	2,1	0,5
May	137,7	137,8	84,8	80,4	23,0	23,3	23,9	24,9	6,1	9,2	1,7	1,1
Jun	133,9	134,5	82,0	76,1	23,5	23,2	24,2	25,6	4,3	9,6	1,0	0,8
Jul	131,6	133,8	82,4	74,4	24,3	24,3	20,9	25,5	3,9	9,7	1,1	0,6
Ago	123,8	127,8	77,0	73,0	23,8	24,4	19,4	21,0	3,6	9,4	1,5	1,3
Sep	136,1	136,0	85,2	79,4	22,6	24,5	23,9	24,8	4,4	7,3	1,7	0,8
Oct	145,0	147,2	93,2	87,2	24,7	26,6	23,5	23,4	3,6	10,0	0,8	0,6
Nov	144,8	147,7	93,3	89,4	23,7	24,7	23,0	23,1	4,8	10,5	2,1	0,6
Dic	145,4	154,2	86,9	85,6	24,9	28,8	27,5	27,6	6,1	12,2	2,8	1,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 Ene	138,2	146,8	79,4	81,3	21,2	23,7	22,5	29,2	15,0	12,6	1,9	0,5
Feb	133,0	130,9	81,5	78,3	20,9	22,0	23,0	22,5	7,5	8,1	2,0	0,4

Fuente: BCE.

1) Véanse las notas generales acerca de la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

Cuadro 8.3

Balanza de pagos: cuenta de rentas

(mm de euros; flujos brutos)

	Total		Rentas del trabajo		Rentas de la inversión							
	Ingresos 1	Pagos 2	Ingresos 3	Pagos 4	Total		Inversiones directas		Inversiones de cartera		Otras inversiones	
					Ingresos 5	Pagos 6	Ingresos 7	Pagos 8	Ingresos 9	Pagos 10	Ingresos 11	Pagos 12
1999	213,2	245,6	12,4	5,0	200,8	240,6	44,1	45,4	64,1	105,9	92,6	89,4
2000	259,9	279,6	12,6	5,2	247,2	274,4	65,8	57,5	67,4	103,1	114,0	113,7
1999 IV	52,5	61,9	3,3	1,4	49,1	60,5	11,7	13,0	15,1	23,8	22,4	23,7
2000 I	54,7	61,0	3,1	1,1	51,5	59,9	13,3	13,5	13,5	21,7	24,8	24,7
II	66,9	73,2	3,0	1,4	64,0	71,9	19,2	13,8	17,2	30,8	27,6	27,3
III	64,2	71,3	3,1	1,4	61,1	69,9	15,4	15,1	17,7	26,6	28,1	28,3
IV	74,0	74,1	3,4	1,3	70,6	72,7	18,0	15,2	19,1	24,1	33,5	33,4

	Rentas de las inversiones directas				Rentas de las inversiones de cartera							
	Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Ingresos 13	Pagos 14	Ingresos 15	Pagos 16	Ingresos 17	Pagos 18	Total		Bonos y obligaciones		Instrumentos del mercado monetario	
							Ingresos 19	Pagos 20	Ingresos 21	Pagos 22	Ingresos 23	Pagos 24
1999	37,7	41,5	6,4	3,8	9,6	32,5	54,5	73,4	51,7	71,7	2,9	1,7
2000	56,0	50,2	9,8	7,4	11,6	37,7	55,9	65,4	.	.	.	.
1999 IV	9,7	11,9	2,0	1,1	2,3	5,9	12,8	17,9	12,1	17,9	0,7	0,0
2000 I	11,0	12,0	2,3	1,5	1,9	5,8	11,6	15,9	.	.	.	.
II	16,9	12,2	2,3	1,6	3,5	17,2	13,7	13,5	.	.	.	.
III	13,2	13,1	2,2	2,0	3,1	7,9	14,6	18,7	.	.	.	.
IV	14,9	12,9	3,0	2,3	3,1	6,8	16,0	17,3	.	.	.	.

Fuente: BCE.

Cuadro 8.4

Balanza de pagos: cuenta de inversiones directas¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); flujos netos]

	En el exterior			En la zona del euro		
	Total	Acciones y participaciones de capital y reinversión de beneficios	Otro capital, principalmente, préstamos entre empresas relacionadas	Total	Acciones y participaciones de capital y reinversión de beneficios	Otro capital, principalmente, préstamos entre empresas relacionadas
	1	2	3	4	5	6
1997	-93,1	.	.	48,6	.	.
1998	-175,0	.	.	91,8	.	.
1999	-286,8	-212,2	-74,6	166,2	126,8	39,5
2000	-335,8	-266,8	-69,0	314,3	192,6	121,7
1999 IV	-139,6	-124,7	-14,9	93,0	90,1	2,9
2000 I	-63,3	-33,2	-30,1	211,3	191,3	20,0
II	-71,9	-44,8	-27,1	53,7	19,3	34,5
III	-117,9	-111,7	-6,2	23,7	15,5	8,2
IV	-82,7	-77,2	-5,5	25,6	-33,3	59,0
1999 Dic	-96,6	-94,0	-2,6	76,3	80,5	-4,2
2000 Ene	-7,0	-6,4	-0,5	7,8	7,4	0,4
Feb	-20,1	-13,6	-6,5	166,1	159,1	7,1
Mar	-36,2	-13,1	-23,1	37,3	24,8	12,6
Abr	-16,0	-7,4	-8,6	17,1	5,1	12,0
May	-33,8	-15,2	-18,6	25,1	11,4	13,7
Jun	-22,1	-22,2	0,2	11,5	2,7	8,8
Jul	-19,8	-27,9	8,1	-4,7	5,4	-10,2
Ago	-54,0	-56,1	2,1	13,0	3,6	9,3
Sep	-44,1	-27,7	-16,4	15,4	6,4	9,1
Oct	-33,0	-31,9	-1,2	16,7	10,1	6,6
Nov	-30,3	-26,1	-4,3	20,3	8,2	12,1
Dic	-19,3	-19,3	0,0	-11,4	-51,7	40,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>						
2001 Ene	-13,0	-9,0	-4,0	8,5	6,2	2,3
Feb	-17,1	-7,7	-9,5	16,4	13,9	2,5

Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-).

Cuadro 8.5

Balanza de pagos: cuenta de inversiones de cartera¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); flujos netos]

1. Por instrumentos²⁾

	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	
1998	-327,6	227,9	-105,5	105,9	-222,1	-203,8	-18,2	122,0	108,3	13,7
1999	-309,6	267,8	-155,4	106,0	-154,1	-153,6	-0,5	161,8	109,0	52,8
2000	-403,9	267,5	-285,1	4,9	-118,8	-111,6	-7,2	262,7	227,8	34,9
1999 IV	-86,4	83,7	-55,4	44,3	-31,0	-15,4	-15,5	39,5	17,4	22,1
2000 I	-153,9	-38,8	-116,9	-105,7	-37,0	-38,6	1,6	67,0	46,8	20,2
II	-85,2	137,0	-54,3	52,4	-30,9	-24,6	-6,3	84,6	50,7	33,9
III	-91,8	95,3	-56,1	29,7	-35,7	-30,8	-4,9	65,6	73,6	-8,1
IV	-73,1	74,0	-57,8	28,5	-15,3	-17,6	2,3	45,5	56,6	-11,1
1999 Dic	-33,7	34,5	-23,5	18,7	-10,2	-5,0	-5,2	15,7	-2,6	18,4
2000 Ene	-23,5	18,2	-21,8	7,2	-1,7	-8,8	7,1	11,0	11,8	-0,9
Feb	-87,2	-65,7	-68,7	-92,5	-18,6	-15,7	-2,8	26,9	12,8	14,1
Mar	-43,2	8,7	-26,5	-20,4	-16,7	-14,1	-2,6	29,1	22,2	6,9
Abr	-28,0	22,2	-17,5	-2,9	-10,5	-9,1	-1,4	25,1	13,0	12,1
May	-28,1	29,9	-18,6	8,4	-9,5	-6,1	-3,4	21,5	18,4	3,1
Jun	-29,1	84,9	-18,2	47,0	-10,9	-9,4	-1,5	38,0	19,3	18,7
Jul	-36,9	24,0	-26,2	5,7	-10,7	-8,3	-2,4	18,3	25,3	-7,0
Ago	-23,9	37,5	-20,4	18,2	-3,5	-1,5	-2,0	19,4	18,0	1,4
Sep	-30,9	33,7	-9,5	5,8	-21,5	-21,0	-0,4	27,9	30,4	-2,5
Oct	-17,9	13,5	-9,2	-2,4	-8,7	-10,9	2,2	15,9	23,1	-7,2
Nov	-28,7	24,8	-16,0	6,0	-12,8	-11,7	-1,1	18,8	23,9	-5,1
Dic	-26,5	35,7	-32,7	24,9	6,2	5,0	1,2	10,8	9,6	1,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene	-34,3	-11,2	-17,8	-2,1	-16,5	-6,6	-10,0	-9,1	-9,6	0,5
Feb	-29,3	30,2	-11,0	13,5	-18,3	-16,7	-1,6	16,8	17,3	-0,5

2. Activos, por instrumentos y sectores tenedores

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
	Eurosistema	AAPP	IFM (excluido el Eurosistema)	Otros sectores	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario			
					Eurosistema	AAPP	IFM (excluido el Eurosistema)	Otros sectores	Eurosistema	AAPP	IFM (excluido el Eurosistema)	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	0,1	-2,1	-1,7	-151,8	0,1	-1,7	-15,2	-136,8	0,9	-0,1	-7,5	6,2
2000	-0,1	-2,4	-4,6	-278,0	-1,9	-1,2	-45,9	-62,6	2,1	-0,3	3,3	-12,3
1999 IV	0,0	-0,9	-1,0	-53,5	-0,4	-0,3	-4,3	-10,4	-0,4	0,1	-4,7	-10,6
2000 I	0,0	-0,7	1,7	-117,9	-1,2	-0,1	-15,5	-21,7	1,2	0,1	3,2	-2,8
II	0,0	-0,7	1,5	-55,1	0,6	-0,7	-7,7	-16,8	0,0	0,0	1,3	-7,5
III	-0,1	-0,4	-2,8	-52,8	-2,3	-0,4	-19,4	-8,8	0,5	-1,3	-1,0	-3,1
IV	0,0	-0,6	-5,0	-52,2	0,9	0,0	-3,2	-15,3	0,6	0,9	-0,2	1,1

Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-).

2) Véanse las notas generales acerca de la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

Cuadro 8.6

Balanza de pagos: cuenta de otras inversiones y activos de reserva

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); flujos netos]

1. Otras inversiones clasificadas por sectores^{1) 2)}

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluyendo el Eurosistema)						Otros sectores	
	Activos 1	Pasivos 2	Activos 3	Pasivos 4	Activos 5	Pasivos 6	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos 13	Pasivos 14
							Activos 7	Pasivos 8	Activos 9	Pasivos 10	Activos 11	Pasivos 12		
1998	-82,3	203,2	-0,7	3,5	-1,0	-7,6	-22,6	192,5	-37,6	40,5	15,0	152,0	-58,0	14,9
1999	-20,9	184,0	0,0	4,6	2,8	-12,5	18,2	159,6	-46,4	54,4	64,6	105,2	-41,9	32,3
2000	-184,9	328,4	0,0	-1,8	-4,0	2,5	-128,6	276,3	-47,3	46,6	-81,3	229,7	-52,3	51,4
1999 IV	11,5	41,4	0,0	2,3	0,5	-3,9	-0,2	39,0	-5,0	7,6	4,7	31,3	11,2	4,0
2000 I	-78,9	170,2	0,0	-5,1	-6,0	-2,7	-30,0	163,1	-11,2	20,0	-18,8	143,1	-42,8	14,9
II	-29,3	-16,0	0,0	3,1	1,0	-0,3	-21,1	-20,7	-4,9	7,6	-16,2	-28,3	-9,3	2,0
III	-29,2	101,1	0,0	-1,7	-4,0	1,4	-14,3	72,3	-9,6	8,9	-4,7	63,4	-11,0	29,0
IV	-47,5	73,1	0,0	2,0	5,0	4,1	-63,3	61,6	-21,7	10,0	-41,6	51,5	10,7	5,5
1999 Dic	92,1	-78,8	0,0	3,2	0,4	-0,8	78,3	-76,0	-3,0	2,6	81,3	-78,7	13,4	-5,2
2000 Ene	-21,1	47,8	0,0	0,1	-2,9	-1,0	-2,6	43,4	-3,9	6,2	1,4	37,2	-15,6	5,3
Feb	-30,1	33,0	0,0	-1,8	-2,7	-0,3	-17,4	26,4	-4,9	7,7	-12,5	18,7	-10,0	8,6
Mar	-27,6	89,4	0,0	-3,5	-0,4	-1,4	-10,0	93,3	-2,3	6,1	-7,7	87,2	-17,2	1,0
Abr	-34,9	40,1	0,0	3,1	0,4	-0,5	-30,8	37,1	-5,4	5,7	-25,5	31,4	-4,5	0,4
May	-14,0	29,7	0,0	-2,4	0,5	0,6	-9,1	27,8	-0,5	-0,8	-8,5	28,7	-5,4	3,6
Jun	19,6	-85,7	0,0	2,3	0,2	-0,4	18,8	-85,7	1,0	2,6	17,8	-88,3	0,6	-2,0
Jul	5,4	20,9	0,0	-1,6	3,5	1,2	9,3	16,6	-7,0	7,6	16,3	8,9	-7,4	4,7
Ago	-26,2	54,0	0,0	-1,8	-1,5	1,0	-19,3	24,8	-0,7	-1,1	-18,6	25,9	-5,3	30,0
Sep	-8,5	26,2	0,0	1,7	-6,0	-0,7	-4,2	31,0	-1,9	2,4	-2,3	28,6	1,7	-5,7
Oct	-8,5	20,9	0,0	0,3	8,2	1,6	-16,5	18,5	-3,1	6,4	-13,4	12,1	-0,1	0,5
Nov	-49,4	47,2	0,0	0,7	-3,2	0,9	-48,5	49,1	-6,5	7,5	-42,0	41,6	2,4	-3,5
Dic	10,3	5,0	0,0	1,0	0,1	1,6	1,8	-6,0	-12,1	-3,8	13,8	-2,2	8,5	8,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001 Ene	-50,4	98,3	0,6	1,4	3,7	-6,1	-53,7	103,1	-4,2	-1,1	-49,5	104,2	-1,0	-0,1
Feb	-6,9	3,7	0,4	-2,1	0,3	-4,2	-0,8	9,8	-3,5	4,7	2,7	5,1	-6,7	0,2

2. Otras inversiones clasificadas por sectores e instrumentos¹⁾

2.1. Eurosistema

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos 1	Pasivos 2	Saldo 3	Activos 4	Pasivos 5	Saldo 6
1999	0,0	5,5	5,5	0,0	-0,9	-0,9
2000	0,0	-1,8	-1,8	0,0	0,0	0,0
1999 IV	0,0	2,4	2,4	0,0	0,0	0,0
2000 I	0,0	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0
II	0,0	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0
III	0,0	-1,8	-1,8	0,0	0,0	0,0
IV	0,0	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-).

2) Véanse las notas generales acerca de la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

2.2. Administraciones Públicas

	Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1999	0,0	0,0	0,0	3,9	-12,6	-8,7	-1,2	0,2	-1,0
2000	0,0	0,0	0,1	-3,7	-1,8	-5,4	-0,3	4,3	3,9
1999 IV	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,9	-3,9	0,4	0,0	0,4
2000 I	0,0	0,0	0,0	-5,9	-2,3	-8,2	-0,1	-0,4	-0,5
II	0,0	0,0	0,0	1,2	-0,5	0,7	-0,2	0,2	0,0
III	0,0	0,0	0,0	-4,0	0,6	-3,4	0,0	0,8	0,8
IV	0,1	0,0	0,1	5,0	0,4	5,5	-0,1	3,7	3,6

2.3. IFM (excluyendo el Eurosistema)

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	16	17	18	19	20	21
1999	17,7	158,9	176,6	0,5	0,7	1,2
2000	-123,9	267,7	143,7	-4,7	8,6	4,0
1999 IV	0,5	37,5	37,9	-0,7	1,5	0,8
2000 I	-27,7	163,0	135,3	-2,2	0,1	-2,1
II	-22,3	-21,5	-43,8	1,2	0,8	2,0
III	-12,8	72,2	59,4	-1,4	0,1	-1,3
IV	-61,1	53,9	-7,2	-2,2	7,7	5,5

2.4. Otros sectores

	Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	22	23	24	25	26	27	28	29	30
1999	-6,4	3,4	-3,0	-13,2	17,5	4,3	-22,4	11,4	-11,0
2000	-13,6	6,5	-7,1	-34,5	53,5	19,0	-4,2	-8,6	-12,8
1999 IV	-1,3	2,1	0,8	16,6	0,2	16,8	-4,0	1,7	-2,3
2000 I	-4,3	2,9	-1,4	-38,1	18,4	-19,8	-0,4	-6,4	-6,8
II	-3,9	0,3	-3,6	-5,3	2,8	-2,5	-0,1	-1,0	-1,1
III	-2,1	2,1	0,0	-8,0	27,1	19,1	-0,9	-0,2	-1,1
IV	-3,3	1,2	-2,1	16,9	5,2	22,1	-2,9	-1,0	-3,8

3. Activos de reserva¹⁾

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos
					Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros	
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	10,2	0,3	1,0	2,0	7,1	2,3	-1,0	0,2	3,6	2,1	-0,1	0,0
2000	17,5	1,0	0,3	2,9	12,8	4,0	4,2	0,0	-5,7	10,4	-0,2	0,5
1999 IV	-0,5	0,3	-0,7	0,2	-0,3	1,0	3,0	0,0	-1,9	-2,3	-0,1	-0,1
2000 I	-1,4	0,7	0,2	0,2	-2,8	2,3	-4,5	0,0	2,6	-3,1	0,0	0,2
II	3,8	0,0	-0,1	3,3	0,7	-0,9	0,2	0,0	-3,7	5,3	-0,2	-0,1
III	4,5	0,3	-0,1	0,0	4,3	1,5	4,8	0,0	-5,4	3,5	-0,1	0,0
IV	10,7	0,0	0,3	-0,6	10,5	1,1	3,8	0,0	0,9	4,7	0,0	0,5

Fuente: BCE.

1) Aumento (-); disminución (+).

Cuadro 8.7

Posición de inversión internacional y activos de reserva

1. Posición neta de inversión internacional¹⁾

[mm de euros (mm de ECU en 1997); activos menos pasivos; saldos a fin de periodo]

	Total	Inversiones directas			Inversiones de cartera					Deriva- dos finan- cieros	Otras inversiones				Activos de reserva
		Total	Acciones (incluyen- do rein- versión de bene- ficios)	Otro capital	Total	Acciones y partici- paciones	Valores distintos de acciones				Total	Créditos comer- ciales	Préstas/ mos/eféc- tivo y depó- sitos	Otros activos/ pasivos	
							Total	Obliga- ciones y bonos	Instru- mentos del mer- cado mo- netario						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1997	32,7	177,6	148,6	29,1	-724,7	-358,7	-366,0	-339,8	-26,2	-5,9	222,4	79,8	51,3	91,4	363,3
1998	-175,3	136,4	112,7	23,7	-704,6	-476,0	-228,6	-205,4	-23,2	2,2	61,5	99,7	-102,1	63,9	329,2
1999	-131,0	373,4	290,8	82,6	-730,9	-596,8	-134,1	-72,7	-61,4	1,9	-147,8	112,6	-340,4	80,0	372,3

Fuente: BCE.

1) Véanse las notas generales acerca de la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

2. Reservas y otros activos del Eurosistema^{1) 2)} y del Banco Central Europeo^{1) 3)}

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

	Activos de reserva													Pro memoria: otros activos	
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles									Otros activos
		En onzas troy de fino (millones)	Total			Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros				
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones		Instrumentos del mercado monetario			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Eurosistema															
1998 Dic ⁴⁾	329,2	99,6	404,131	5,2	23,2	199,9	12,6	18,3	169,0	0,0	116,6	52,4	0,0	1,3	7,6
1999 Dic	372,3	116,4	402,762	4,5	24,3	225,1	12,8	21,7	190,5	0,0	134,0	56,5	0,0	2,1	14,4
2000 Ene ⁵⁾	378,0	116,2	401,639	4,3	24,4	230,9	14,4	28,0	188,4	-	-	-	0,2	2,3	14,7
Feb ⁵⁾	383,2	121,1	400,503	4,4	23,9	231,4	12,0	25,8	193,4	-	-	-	0,2	2,4	16,1
Mar	385,3	116,0	400,503	4,4	24,8	238,8	12,7	25,9	200,1	-	-	-	0,2	1,3	17,0
Abr	399,7	121,3	400,503	4,3	22,7	249,6	18,2	28,3	202,9	-	-	-	0,2	1,9	18,1
May	388,8	117,2	400,503	4,5	21,1	244,4	16,2	28,8	199,2	-	-	-	0,2	1,6	19,1
Jun	385,8	120,8	400,503	4,5	20,5	238,3	14,3	24,4	199,4	-	-	-	0,1	1,8	18,3
Jul ⁵⁾	391,3	119,6	399,539	4,5	20,9	244,4	10,5	27,1	206,6	-	-	-	0,2	1,9	17,5
Ago	402,6	124,3	399,539	4,8	20,9	251,5	10,9	25,2	215,3	-	-	-	0,2	1,2	17,3
Sep	408,0	124,7	399,539	4,9	21,3	255,9	11,2	24,3	220,1	-	-	-	0,3	1,2	16,6
Oct ⁵⁾	416,2	125,6	399,538	4,7	21,5	263,1	10,3	24,3	228,2	-	-	-	0,3	1,4	16,3
Nov ⁵⁾	400,1	123,8	399,537	4,8	20,8	249,8	9,0	22,6	217,8	-	-	-	0,3	0,9	16,7
Dic	377,7	117,8	399,537	4,3	20,8	234,1	9,7	19,5	204,4	-	-	-	0,5	0,6	15,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 1 Ene	390,9	119,2	404,119	4,4	21,2	245,5	16,8	19,8	208,4	-	-	-	0,5	0,7	16,3
2001 Ene	386,0	115,0	404,119	4,5	22,3	243,4	11,8	19,9	211,2	-	-	-	0,5	0,8	18,0
Feb	384,3	116,5	404,119	4,8	21,3	241,0	10,4	21,7	208,4	-	-	-	0,5	0,6	18,3
Mar ⁵⁾	393,4	117,6	403,153	4,9	21,4	247,5	9,8	27,3	210,0	-	-	-	0,5	2,0	18,6
Banco Central Europeo															
1999 Dic	49,3	7,0	24,030	0,0	0,0	40,9	0,3	6,4	34,3	0,0	28,0	6,3	0,0	1,4	2,6
2000 Ene	49,9	7,0	24,030	0,0	0,0	41,2	0,4	7,2	33,6	-	-	-	0,0	1,7	3,2
Feb	48,0	7,3	24,030	0,0	0,0	39,0	0,4	6,1	32,5	-	-	-	0,0	1,7	4,2
Mar	49,7	7,0	24,030	0,0	0,0	41,9	0,4	7,4	34,1	-	-	-	0,0	0,9	4,3
Abr	52,7	7,3	24,030	0,0	0,0	44,1	1,1	7,9	35,1	-	-	-	0,0	1,4	4,3
May	50,0	7,0	24,030	0,0	0,0	42,0	1,7	6,0	34,2	-	-	-	0,0	1,0	4,5
Jun	50,5	7,2	24,030	0,0	0,0	42,1	0,9	6,3	34,9	-	-	-	0,0	1,2	3,7
Jul	51,0	7,2	24,030	0,0	0,0	42,8	0,5	5,5	36,8	-	-	-	0,0	1,0	4,1
Ago	55,0	7,5	24,030	0,0	0,0	46,4	0,6	7,5	38,3	-	-	-	0,0	1,2	4,1
Sep	52,4	7,5	24,030	0,0	0,0	43,7	0,7	6,1	36,9	-	-	-	0,0	1,2	3,7
Oct	53,8	7,6	24,030	0,0	0,0	44,9	0,7	6,4	37,7	-	-	-	0,0	1,4	4,0
Nov	47,2	7,4	24,030	0,0	0,0	38,8	0,7	5,0	33,1	-	-	-	0,0	0,9	3,0
Dic	45,1	7,1	24,030	0,0	0,0	37,3	0,6	6,1	30,6	-	-	-	0,0	0,6	3,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 Ene	45,9	7,0	24,656	0,0	0,0	38,2	0,7	2,6	34,9	-	-	-	0,0	0,7	3,5
Feb	46,7	7,1	24,656	0,0	0,0	38,9	0,6	3,9	34,4	-	-	-	0,0	0,6	3,0
Mar	46,7	7,2	24,656	0,0	0,0	37,5	0,7	5,2	31,6	-	-	-	0,0	2,0	3,9

Fuente: BCE.

- 1) En la dirección del BCE en Internet pueden encontrarse datos más completos de acuerdo con el modelo de reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera.
- 2) Los datos no son totalmente comparables con los del cuadro 1.1, por diferencias en cobertura y valoración.
- 3) Parte de las reservas del Eurosistema.
- 4) Saldo a 1 de enero de 1999.
- 5) La variación en las tenencias de oro por parte del Eurosistema se debe a las transacciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el acuerdo de los bancos centrales sobre el oro de 26 de septiembre de 1999.

9 Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro

Cuadro 9

1. Exportaciones¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); valor f.o.b.]

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros	Índices de exportaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8			
1997	762,8	57,0	16,5	14,4	99,6	217,6	343,8	13,8	122,5	115,9	105,7
1998	797,1	56,2	15,8	12,6	104,4	222,1	371,3	14,7	128,1	120,1	106,6
1999	831,8	55,7	16,4	13,6	114,1	225,9	384,9	21,1	133,6	122,6	109,0
2000	1.004,0	61,2	19,6	23,3	136,5	266,8	467,9	28,8	161,3	136,6	118,1
1997 I	170,7	13,0	3,9	3,7	22,7	49,1	74,9	3,5	109,7	104,2	105,3
II	191,8	14,4	4,1	3,6	25,3	54,1	86,7	3,6	123,3	117,3	105,1
III	193,5	14,1	4,2	3,4	25,8	55,9	86,8	3,3	124,3	116,6	106,6
IV	206,8	15,5	4,3	3,7	25,8	58,5	95,5	3,5	132,9	125,7	105,7
1998 I	194,8	13,9	4,2	3,4	26,7	54,9	88,1	3,7	125,2	116,1	107,8
II	204,6	14,6	3,9	3,3	26,9	56,6	95,5	3,7	131,5	123,1	106,8
III	196,0	13,4	3,9	3,0	25,8	55,4	90,9	3,6	125,9	118,2	106,5
IV	201,7	14,2	3,8	2,9	25,0	55,2	96,8	3,7	129,6	123,0	105,4
1999 I	187,8	12,4	3,8	2,6	25,9	51,5	86,9	4,7	120,7	112,6	107,2
II	203,2	13,5	4,0	3,1	27,9	55,1	94,4	5,2	130,6	119,9	108,9
III	209,5	14,0	4,1	3,9	29,6	56,9	95,4	5,7	134,6	123,0	109,5
IV	231,3	15,8	4,5	4,1	30,7	62,4	108,3	5,5	148,6	135,0	110,1
2000 I	229,9	13,7	4,7	5,1	32,0	62,1	105,2	7,0	147,7	128,6	114,9
II	247,5	15,1	5,0	5,3	33,2	64,9	116,5	7,4	159,0	136,6	116,4
III	250,1	15,2	4,7	6,1	34,9	66,9	115,1	7,2	160,7	134,5	119,5
IV	276,5	17,2	5,1	6,8	36,3	72,8	131,1	7,2	177,7	146,9	121,0
1998 Ene	58,8	4,3	1,3	1,2	8,5	16,4	26,1	1,2	113,4	105,3	107,7
Feb	63,8	4,6	1,4	1,0	8,6	18,2	28,9	1,2	123,0	114,1	107,8
Mar	72,2	5,0	1,5	1,2	9,6	20,3	33,1	1,3	139,2	128,8	108,0
Abr	68,2	4,9	1,3	1,1	9,2	19,0	31,3	1,3	131,4	123,0	106,9
May	65,9	4,8	1,3	1,1	8,7	18,2	30,7	1,2	127,0	118,8	106,9
Jun	70,5	4,9	1,3	1,1	9,1	19,3	33,5	1,2	136,0	127,4	106,7
Jul	73,0	4,8	1,3	1,1	9,3	21,2	34,2	1,2	140,8	131,7	106,9
Ago	56,6	4,2	1,2	1,0	7,7	15,6	25,8	1,1	109,1	103,1	105,9
Sep	66,3	4,5	1,3	0,9	8,8	18,6	30,9	1,3	127,9	120,0	106,6
Oct	69,1	4,8	1,3	1,0	8,7	19,6	32,5	1,2	133,2	125,9	105,8
Nov	67,2	4,8	1,3	1,0	8,1	18,2	32,6	1,3	129,6	123,6	104,8
Dic	65,4	4,6	1,2	0,9	8,2	17,4	31,7	1,2	126,0	119,5	105,5
1999 Ene	54,3	3,7	1,1	0,8	7,8	14,8	25,0	1,1	104,8	98,1	106,8
Feb	60,2	4,0	1,2	0,8	8,3	16,6	27,5	1,7	116,1	108,6	106,9
Mar	73,2	4,7	1,5	1,0	9,8	20,1	34,4	1,8	141,2	130,9	107,9
Abr	65,9	4,4	1,3	1,0	9,2	17,8	30,7	1,5	127,0	116,6	108,9
May	63,7	4,5	1,3	1,0	9,0	17,4	29,0	1,7	122,8	113,2	108,5
Jun	73,6	4,7	1,3	1,1	9,8	19,9	34,7	2,0	141,9	129,8	109,3
Jul	76,2	4,6	1,4	1,2	10,3	20,9	35,6	2,2	146,8	132,8	110,6
Ago	61,1	4,3	1,3	1,2	9,2	16,1	27,4	1,7	117,7	107,0	110,0
Sep	72,3	5,1	1,4	1,5	10,1	19,8	32,4	1,9	139,4	129,0	108,0
Oct	77,5	5,3	1,5	1,4	10,2	21,0	36,3	1,9	149,5	136,0	109,9
Nov	77,6	5,4	1,5	1,2	10,7	21,0	36,0	1,7	149,6	137,3	108,9
Dic	76,2	5,1	1,6	1,5	9,8	20,4	36,0	1,8	146,9	131,8	111,4
2000 Ene	66,1	4,1	1,4	1,5	9,3	17,6	30,1	2,2	127,4	111,6	114,1
Feb	75,4	4,5	1,6	1,7	10,6	20,8	33,9	2,2	145,3	125,5	115,8
Mar	88,5	5,2	1,8	1,8	12,1	23,7	41,3	2,6	170,6	148,6	114,8
Abr	73,4	4,5	1,6	1,6	10,0	19,5	34,1	2,1	141,5	122,1	115,9
May	89,2	5,5	1,8	1,9	11,8	23,2	42,3	2,6	171,9	147,7	116,4
Jun	84,9	5,1	1,6	1,8	11,4	22,3	40,1	2,6	163,7	139,9	117,0
Jul	84,9	4,9	1,5	2,0	11,4	23,3	39,5	2,4	163,6	137,5	119,0
Ago	78,0	5,0	1,6	2,0	11,3	20,6	35,2	2,4	150,3	126,5	118,8
Sep	87,3	5,3	1,7	2,2	12,3	23,0	40,4	2,4	168,3	139,6	120,6
Oct	95,7	5,9	1,8	2,4	13,0	25,5	44,5	2,6	184,4	152,2	121,2
Nov	95,0	6,0	1,8	2,3	12,6	25,1	44,9	2,3	183,1	151,9	120,5
Dic	85,9	5,3	1,6	2,1	10,7	22,3	41,7	2,3	165,6	136,6	121,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 Ene	80,3	4,6	1,5	2,0	11,3	20,5	38,1	2,3	156,8	.	.
Feb	82,8	.	.	.	.	.	.	.	161,6	.	.

Fuente: Eurostat; desglose de productos según la CUCI, Rev 3.

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadro 8.2).

2) Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Cuadro 9

2. Importaciones¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); valor c.i.f.]

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros	Índices de importaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1997	674,2	55,5	41,5	81,3	62,5	189,3	230,0	14,0	119,8	110,3	108,6
1998	711,4	55,1	41,3	58,5	68,0	202,1	270,2	16,1	126,4	123,1	102,7
1999	780,7	52,5	39,4	77,8	71,4	211,4	307,8	20,4	138,7	130,5	106,3
2000	993,8	55,1	48,0	142,9	84,8	252,9	376,7	33,5	176,6	136,5	129,4
1997 I	159,1	12,8	9,7	21,2	14,8	44,8	52,1	3,7	113,1	106,0	106,7
II	168,0	14,1	11,1	18,6	16,1	46,7	57,8	3,6	119,4	111,4	107,2
III	166,6	13,6	10,1	20,0	15,3	49,1	55,9	2,6	118,5	106,9	110,8
IV	180,4	15,1	10,7	21,4	16,2	48,6	64,3	4,1	128,2	117,0	109,6
1998 I	180,1	13,7	10,9	16,4	17,7	51,7	65,4	4,3	128,0	119,3	107,3
II	179,2	13,7	11,1	15,1	17,3	50,4	67,3	4,3	127,4	121,7	104,7
III	171,0	13,4	9,7	13,8	16,4	50,7	63,4	3,6	121,6	119,4	101,8
IV	181,0	14,3	9,6	13,2	16,5	49,3	74,2	3,9	128,7	132,1	97,4
1999 I	179,2	12,4	9,3	13,8	17,0	50,4	71,7	4,7	127,4	128,8	98,9
II	189,5	12,9	10,2	16,8	17,7	50,8	76,1	5,0	134,7	129,8	103,8
III	193,9	12,9	9,5	21,3	17,3	54,3	73,6	5,1	137,9	126,0	109,4
IV	218,0	14,3	10,5	26,0	19,4	55,8	86,4	5,6	154,9	137,7	112,5
2000 I	231,8	12,7	11,3	31,6	20,1	60,7	87,8	7,7	164,8	136,1	121,1
II	243,6	14,0	12,4	32,2	21,3	62,3	93,5	8,0	173,1	137,3	126,1
III	245,5	13,3	11,8	37,6	21,1	64,5	89,1	8,1	174,5	132,9	131,3
IV	273,0	15,1	12,6	41,6	22,4	65,5	106,3	9,6	194,0	139,6	139,0
1998 Ene	57,9	4,5	3,5	5,7	5,6	16,7	20,4	1,4	123,4	114,7	107,6
Feb	57,9	4,3	3,5	5,4	5,6	16,7	20,8	1,6	123,4	114,4	107,9
Mar	64,3	4,9	3,8	5,3	6,5	18,3	24,2	1,3	137,2	128,7	106,6
Abr	60,1	4,7	3,7	5,2	5,8	16,8	22,6	1,3	128,2	121,5	105,5
May	56,9	4,4	3,5	5,2	5,6	15,8	21,2	1,2	121,4	115,8	104,9
Jun	62,2	4,6	3,9	4,7	6,0	17,8	23,4	1,8	132,6	127,9	103,7
Jul	59,2	4,7	3,6	4,7	6,0	17,8	21,2	1,3	126,3	123,5	102,2
Ago	50,1	4,1	2,8	4,4	4,7	15,0	18,1	1,0	106,8	105,6	101,1
Sep	61,8	4,6	3,3	4,7	5,8	17,9	24,1	1,4	131,7	129,3	101,9
Oct	62,5	4,8	3,3	4,7	5,8	17,4	25,1	1,4	133,3	133,9	99,5
Nov	59,8	4,6	3,2	4,2	5,4	16,2	24,9	1,3	127,6	132,1	96,6
Dic	58,7	5,0	3,1	4,3	5,3	15,7	24,2	1,2	125,1	130,4	96,0
1999 Ene	55,0	3,9	3,0	4,6	5,2	15,5	21,5	1,4	117,4	119,5	98,2
Feb	56,4	3,9	2,9	4,2	5,4	16,2	22,2	1,6	120,3	122,1	98,5
Mar	67,8	4,7	3,3	5,0	6,4	18,7	28,0	1,7	144,6	144,7	99,9
Abr	61,6	4,2	3,3	5,6	5,8	16,0	25,0	1,7	131,4	128,3	102,4
May	62,4	4,3	3,3	5,7	5,8	16,5	25,2	1,6	133,1	127,2	104,6
Jun	65,5	4,4	3,5	5,4	6,2	18,2	26,0	1,7	139,7	133,5	104,6
Jul	64,5	4,4	3,4	6,7	5,7	18,4	24,3	1,6	137,4	127,3	108,0
Ago	58,5	4,1	2,7	7,0	5,2	16,3	21,8	1,6	124,8	113,5	110,0
Sep	70,9	4,4	3,5	7,6	6,4	19,6	27,6	1,9	151,3	137,3	110,2
Oct	70,6	4,5	3,4	7,9	6,5	18,9	27,4	2,1	150,5	135,2	111,3
Nov	74,4	4,8	3,6	8,5	6,8	18,8	30,0	1,9	158,6	143,1	110,8
Dic	73,0	4,9	3,5	9,6	6,2	18,1	29,1	1,7	155,7	134,9	115,4
2000 Ene	71,3	4,0	3,5	10,4	5,8	18,5	26,6	2,5	152,0	128,0	118,7
Feb	75,7	4,0	3,6	10,2	6,8	20,1	28,4	2,5	161,3	133,3	121,0
Mar	84,9	4,6	4,2	11,0	7,5	22,0	32,8	2,7	181,0	146,9	123,2
Abr	73,2	4,2	3,7	9,6	6,5	18,4	28,4	2,4	156,1	127,3	122,7
May	88,1	5,1	4,7	11,3	7,5	22,8	33,9	2,9	187,9	148,1	126,9
Jun	82,2	4,6	4,1	11,3	7,3	21,1	31,1	2,7	175,3	136,6	128,4
Jul	79,3	4,5	4,0	11,9	6,7	21,0	28,3	3,0	169,2	131,9	128,3
Ago	78,6	4,4	3,6	12,5	6,8	20,6	28,5	2,4	167,7	128,4	130,6
Sep.	87,5	4,5	4,2	13,2	7,6	22,9	32,3	2,8	186,5	138,4	134,8
Oct	92,3	5,2	4,2	13,2	7,8	22,9	35,3	3,7	196,9	142,1	138,6
Nov	95,0	5,1	4,4	14,8	7,9	22,6	36,5	3,7	202,7	145,6	139,2
Dic	85,6	4,8	3,9	13,6	6,8	20,0	34,4	2,1	182,6	131,1	139,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 Ene	86,5	4,5	4,1	12,5	7,6	22,5	32,1	3,2	183,3	.	.
Feb	83,8	.	.	.	.	.	.	.	177,6	.	.

Fuente: Eurostat; desglose de productos según la CUCL, Rev 3.

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadro 8.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y fletes están incluidos en el registro de las importaciones, lo que supone alrededor del 3,8% del valor de las importaciones (c.i.f.) en 1998.

2) Cálculos del BCE basados en Eurostat.

Cuadro 9

3. Saldo comercial¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); exportaciones (f.o.b.) - importaciones (c.i.f.)]

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8
1997	88,6	1,5	-25,1	-66,8	37,1	28,3	113,8	-0,1
1998	85,7	1,0	-25,5	-45,9	36,4	20,0	101,1	-1,4
1999	51,1	3,2	-23,0	-64,1	42,7	14,5	77,1	0,7
2000	10,2	6,1	-28,4	-119,6	51,6	13,9	91,2	-4,7
1997 I	11,6	0,2	-5,8	-17,5	8,0	4,3	22,8	-0,2
II	23,8	0,3	-7,0	-15,0	9,1	7,4	28,8	0,0
III	26,8	0,4	-5,9	-16,6	10,5	6,7	30,9	0,8
IV	26,3	0,5	-6,4	-17,7	9,6	9,8	31,3	-0,7
1998 I	14,7	0,2	-6,7	-13,0	9,0	3,3	22,7	-0,7
II	25,4	0,9	-7,2	-11,7	9,6	6,1	28,3	-0,6
III	24,9	0,1	-5,8	-10,8	9,3	4,6	27,5	0,0
IV	20,7	-0,1	-5,8	-10,3	8,5	5,9	22,6	-0,1
1999 I	8,5	0,0	-5,5	-11,2	8,8	1,2	15,2	0,0
II	13,7	0,6	-6,2	-13,7	10,2	4,3	18,2	0,2
III	15,6	1,1	-5,4	-17,4	12,4	2,5	21,7	0,7
IV	13,3	1,5	-5,9	-21,9	11,3	6,5	21,9	-0,1
2000 I	-1,9	1,1	-6,5	-26,5	11,9	1,5	17,4	-0,7
II	3,9	1,1	-7,4	-26,8	11,9	2,6	23,1	-0,7
III	4,7	1,9	-7,1	-31,4	13,9	2,4	26,0	-1,0
IV	3,5	2,1	-7,4	-34,8	13,9	7,3	24,8	-2,4
1998 Ene	0,9	-0,2	-2,3	-4,6	2,8	-0,2	5,6	-0,2
Feb	5,9	0,3	-2,2	-4,3	3,1	1,4	8,1	-0,4
Mar	7,9	0,1	-2,3	-4,1	3,1	2,1	9,0	0,0
Abr	8,1	0,1	-2,4	-4,0	3,4	2,3	8,7	0,0
May	9,0	0,4	-2,3	-4,1	3,1	2,4	9,5	-0,1
Jun	8,3	0,3	-2,6	-3,5	3,1	1,5	10,1	-0,5
Jul	13,8	0,1	-2,2	-3,6	3,3	3,3	13,0	0,0
Ago	6,5	0,1	-1,6	-3,5	3,0	0,6	7,7	0,1
Sep	4,6	-0,1	-2,0	-3,8	3,0	0,7	6,8	-0,1
Oct	6,6	0,0	-2,0	-3,7	2,8	2,2	7,4	-0,2
Nov	7,4	0,2	-1,9	-3,3	2,7	2,0	7,6	0,0
Dic	6,7	-0,3	-1,9	-3,3	2,9	1,7	7,6	0,1
1999 Ene	-0,7	-0,1	-1,9	-3,8	2,6	-0,7	3,5	-0,3
Feb	3,8	0,1	-1,7	-3,3	2,9	0,5	5,3	0,1
Mar	5,4	0,0	-1,9	-4,0	3,4	1,4	6,4	0,1
Abr	4,2	0,2	-2,0	-4,6	3,4	1,8	5,7	-0,2
May	1,3	0,2	-2,1	-4,8	3,2	0,9	3,8	0,1
Jun	8,1	0,2	-2,2	-4,3	3,6	1,6	8,8	0,3
Jul	11,7	0,2	-2,0	-5,5	4,6	2,5	11,3	0,5
Ago	2,5	0,2	-1,4	-5,8	4,0	-0,2	5,6	0,1
Sep	1,3	0,6	-2,1	-6,1	3,7	0,2	4,9	0,0
Oct	7,0	0,8	-1,9	-6,5	3,7	2,1	8,9	-0,1
Nov	3,2	0,6	-2,1	-7,3	4,0	2,1	6,1	-0,2
Dic	3,2	0,2	-1,9	-8,1	3,6	2,3	7,0	0,2
2000 Ene	-5,2	0,0	-2,2	-8,8	3,5	-0,9	3,5	-0,3
Feb	-0,3	0,4	-2,0	-8,5	3,9	0,7	5,5	-0,3
Mar	3,6	0,6	-2,3	-9,2	4,6	1,7	8,4	-0,1
Abr	0,2	0,2	-2,1	-7,9	3,5	1,1	5,7	-0,3
May	1,1	0,4	-2,8	-9,4	4,3	0,4	8,4	-0,2
Jun	2,7	0,5	-2,5	-9,5	4,1	1,1	9,0	-0,1
Jul	5,5	0,4	-2,5	-9,9	4,7	2,3	11,2	-0,6
Ago	-0,7	0,6	-2,0	-10,5	4,5	0,0	6,7	0,1
Sep	-0,2	0,9	-2,5	-11,0	4,7	0,1	8,1	-0,4
Oct	3,3	0,7	-2,5	-10,8	5,3	2,6	9,2	-1,1
Nov	-0,1	1,0	-2,6	-12,5	4,7	2,5	8,3	-1,4
Dic	0,3	0,4	-2,3	-11,5	3,9	2,3	7,2	0,2
Ampliación de la zona del euro								
2001 Ene	-6,2	0,1	-2,6	-10,5	3,7	-2,0	6,0	-0,8
Feb	-1,0	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat; desglose de productos según la CUCI, Rev 3.

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadro 8.1). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y fletes están incluidos en el registro de las importaciones, lo que supone alrededor del 3,8% del valor de las importaciones (c.i.f.) en 1998.



10 Tipos de cambio

Cuadro 10
Tipos de cambio

[medias del periodo; unidades de moneda nacional por ECU o euro (bilateral); índice: 1999 I = 100 (efectivo)]

	Tipo de cambio efectivo del euro ¹⁾						Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro ²⁾			
	Grupo reducido			Grupo amplio			Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Libra esterlina
	Nominal	Deflactado por IPC	Deflactado por IPI	Deflactado por CLUM	Nominal	Deflactado por IPC				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1996	107,9	108,8	107,4	111,1	95,4	105,9	1,270	138,1	1,568	0,814
1997	99,1	99,4	99,1	99,7	90,4	96,6	1,134	137,1	1,644	0,692
1998	101,5	101,3	101,5	99,7	96,6	99,1	1,121	146,4	1,622	0,676
1999	95,7	95,7	95,7	96,2	96,6	95,8	1,066	121,3	1,600	0,659
2000	85,7	86,5	86,9	86,8	88,2	86,3	0,924	99,5	1,558	0,609
1999 I	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	1,122	130,7	1,599	0,687
II	96,1	96,0	96,0	96,6	96,5	96,0	1,057	127,7	1,600	0,658
III	94,6	94,7	94,5	94,9	95,5	94,6	1,049	118,7	1,602	0,655
IV	92,2	92,2	92,2	93,2	94,2	92,6	1,038	108,4	1,600	0,636
2000 I	89,0	89,6	89,7	89,4	91,1	89,5	0,986	105,5	1,607	0,614
II	86,0	86,6	87,0	87,1	88,4	86,6	0,933	99,6	1,563	0,610
III	84,7	85,7	86,2	86,2	87,3	85,3	0,905	97,4	1,544	0,612
IV	83,0	84,0	84,8	84,4	85,9	83,6	0,868	95,3	1,516	0,600
1999 Ene	102,0	101,8	101,8	-	101,4	101,4	1,161	131,3	1,605	0,703
Feb	99,9	99,9	99,8	-	100,0	100,0	1,121	130,8	1,598	0,689
Mar	98,3	98,3	98,4	-	98,7	98,6	1,088	130,2	1,595	0,671
Abr	97,1	96,9	97,0	-	97,5	97,2	1,070	128,2	1,602	0,665
May	96,6	96,5	96,4	-	96,9	96,4	1,063	129,7	1,603	0,658
Jun	94,7	94,7	94,7	-	95,1	94,4	1,038	125,3	1,595	0,650
Jul	94,8	95,2	94,8	-	95,0	94,5	1,035	123,7	1,604	0,658
Ago	95,4	95,6	95,4	-	96,3	95,5	1,060	120,1	1,600	0,660
Sep	93,6	93,4	93,4	-	95,2	93,8	1,050	112,4	1,602	0,647
Oct	94,4	94,2	94,3	-	96,3	94,7	1,071	113,5	1,594	0,646
Nov	92,0	92,0	92,1	-	94,0	92,4	1,034	108,2	1,605	0,637
Dic	90,1	90,4	90,3	-	92,2	90,7	1,011	103,7	1,601	0,627
2000 Ene	90,2	90,8	90,9	-	92,4	90,8	1,014	106,5	1,610	0,618
Feb	89,2	89,8	89,9	-	91,2	89,5	0,983	107,6	1,607	0,615
Mar	87,7	88,3	88,4	-	89,7	88,1	0,964	102,6	1,604	0,611
Abr	86,1	86,6	86,9	-	88,4	86,7	0,947	99,9	1,574	0,598
May	84,5	85,0	85,6	-	86,9	85,1	0,906	98,1	1,556	0,602
Jun	87,4	88,1	88,4	-	89,9	88,1	0,949	100,7	1,561	0,629
Jul	86,9	87,9	88,1	-	89,4	87,5	0,940	101,4	1,551	0,623
Ago	84,6	85,5	86,0	-	87,0	85,2	0,904	97,8	1,551	0,607
Sep	82,8	83,6	84,6	-	85,3	83,3	0,872	93,1	1,531	0,608
Oct	81,6	82,4	83,4	-	84,4	82,2	0,855	92,7	1,513	0,589
Nov	82,3	83,3	84,1	-	85,1	82,9	0,856	93,3	1,522	0,600
Dic	85,4	86,4	87,0	-	88,1	85,8	0,897	100,6	1,514	0,613
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	88,6	89,9	90,3	90,3	91,4	88,9	0,923	109,1	1,533	0,633
2001 Ene	89,2	90,3	90,6	-	91,7	89,1	0,938	109,6	1,529	0,635
Feb	88,3	89,6	90,0	-	91,0	88,5	0,922	107,1	1,536	0,634
Mar	88,4	89,9	90,3	-	91,4	89,0	0,910	110,3	1,535	0,629
Abr	87,6	89,1	89,5	-	91,0	88,5	0,892	110,4	1,529	0,622
% var. sobre ⁴⁾ mes anterior										
2001 Abr	-0,9	-0,9	-0,8	-	-0,4	-0,5	-1,9	0,0	-0,4	-1,2
% var. sobre ⁴⁾ año anterior										
2001 Abr	-	-	-	-	-	-	-5,8	10,4	-2,9	4,0

Fuente: BCE.

1) En las notas generales se ofrecen más detalles sobre los cálculos.

Se han utilizado estimaciones cuando los deflatores no estaban disponibles.

2) Hasta diciembre de 1998, tipos de cambio del ECU (fuente BPI); a partir de enero de 1999, tipos de cambio del euro.

3) Hasta septiembre del 2000 se muestran tipos indicativos para estas monedas, dado que hasta entonces el BCE no ofrecía tipos de referencia oficiales para ellas.

4) Para la última observación mensual se ofrece la variación porcentual respecto al mes anterior y al mismo mes del año anterior. Una variación positiva indica apreciación del euro. Debido al cambio en el sistema de ponderaciones, los datos sobre tipos de cambio efectivos reales a partir de enero del 2001 no son totalmente comparables con las observaciones anteriores.

Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro ²⁾								
Corona sueca	Corona danesa	Corona noruega	Dólar canadiense	Dólar australiano	Dólar de Hong Kong ³⁾	Won coreano ³⁾	Dólar de Singapur ³⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	
8,51	7,36	8,20	1,731	1,623	9,68	1.007,9	1,765	1996
8,65	7,48	8,02	1,569	1,528	8,75	1.069,8	1,678	1997
8,92	7,50	8,47	1,665	1,787	8,69	1.568,9	1,876	1998
8,81	7,44	8,31	1,584	1,652	8,27	1.267,3	1,806	1999
8,45	7,45	8,11	1,371	1,589	7,20	1.043,5	1,592	2000
8,98	7,44	8,60	1,696	1,770	8,69	1.342,6	1,911	1999 I
8,90	7,43	8,24	1,557	1,618	8,19	1.258,8	1,810	II
8,71	7,44	8,22	1,558	1,613	8,14	1.252,8	1,772	III
8,65	7,44	8,19	1,528	1,613	8,07	1.217,4	1,737	IV
8,50	7,45	8,11	1,434	1,564	7,68	1.109,8	1,674	2000 I
8,28	7,46	8,20	1,381	1,585	7,27	1.042,0	1,608	II
8,40	7,46	8,10	1,341	1,576	7,06	1.009,5	1,569	III
8,60	7,45	8,04	1,325	1,632	6,77	1.011,6	1,516	IV
9,08	7,44	8,65	1,765	1,839	8,99	1.362,4	1,950	1999 Ene
8,91	7,44	8,65	1,679	1,751	8,68	1.330,2	1,905	Feb
8,94	7,43	8,51	1,651	1,726	8,43	1.336,2	1,881	Mar
8,91	7,43	8,32	1,594	1,668	8,30	1.292,2	1,834	Abr
8,97	7,43	8,23	1,553	1,605	8,24	1.272,1	1,820	May
8,83	7,43	8,17	1,524	1,580	8,05	1.212,6	1,775	Jun
8,74	7,44	8,18	1,540	1,576	8,03	1.229,4	1,756	Jul
8,75	7,44	8,26	1,583	1,645	8,23	1.269,1	1,779	Ago
8,63	7,43	8,23	1,552	1,619	8,15	1.260,1	1,781	Sep
8,73	7,43	8,29	1,581	1,641	8,32	1.289,9	1,793	Oct
8,63	7,44	8,19	1,516	1,618	8,04	1.215,9	1,727	Nov
8,59	7,44	8,10	1,491	1,580	7,86	1.149,6	1,694	Dic
8,60	7,44	8,12	1,469	1,542	7,89	1.145,9	1,697	2000 Ene
8,51	7,45	8,10	1,427	1,564	7,65	1.110,8	1,674	Feb
8,39	7,45	8,11	1,408	1,583	7,51	1.076,1	1,654	Mar
8,27	7,45	8,15	1,389	1,588	7,38	1.051,4	1,620	Abr
8,24	7,46	8,20	1,355	1,570	7,06	1.015,3	1,566	May
8,32	7,46	8,25	1,402	1,597	7,40	1.061,1	1,641	Jun
8,41	7,46	8,18	1,389	1,598	7,33	1.047,9	1,636	Jul
8,39	7,46	8,10	1,341	1,557	7,05	1.007,6	1,556	Ago
8,41	7,46	8,03	1,295	1,575	6,80	973,2	1,517	Sep
8,52	7,45	8,00	1,292	1,618	6,67	965,1	1,498	Oct
8,63	7,46	8,00	1,320	1,639	6,68	990,6	1,497	Nov
8,66	7,46	8,13	1,368	1,642	7,00	1.089,6	1,558	Dic
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
9,00	7,46	8,20	1,410	1,741	7,20	1.174,7	1,616	2001 I
8,91	7,46	8,24	1,410	1,689	7,32	1.194,9	1,630	2001 Ene
8,98	7,46	8,21	1,403	1,724	7,19	1.153,8	1,607	Feb
9,13	7,46	8,16	1,417	1,807	7,09	1.173,4	1,611	Mar
9,11	7,46	8,11	1,390	1,785	6,96	1.183,5	1,617	Abr
-0,2	0,0	-0,6	-1,9	-1,2	-1,9	0,9	0,3	% var. sobre mes anterior 2001 Abr
10,2	0,2	-0,5	0,1	12,4	-5,7	12,6	-0,2	% var. sobre ⁴⁾ año anterior 2001 Abr

II Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE

Cuadro 11
Evolución económica y financiera

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	IAPC	Déficit (-) / superávit (+) de AAPP en % del PIB	Deuda bruta de AAPP en % del PIB	Rdto. ¹⁾ de la deuda pública a largo plazo en %	Tipo de cambio ²⁾ en moneda nacional por ECU o euro	Cuentas corriente y de capital (nueva), % del PIB	Costes laborales unitarios ³⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ⁴⁾	Tasa de desempleo normaliza- da en % sobre la población activa (d)	Agregado monetario amplio ⁵⁾	Tipo de interés ¹⁾ a 3 meses en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Dinamarca												
1997	1,9	0,3	61,2	6,25	7,48	0,6	1,9	3,0	5,3	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	1,1	55,6	4,94	7,50	-0,9	2,3	2,8	2,1	5,2	4,6	4,27
1999	2,1	3,1	52,0	4,91	7,44	1,7	3,0	2,1	1,9	5,2	4,2	3,44
2000	2,7	2,4	46,3	5,64	7,45	1,5	1,8	2,9	6,1	4,7	1,9	5,00
1999 IV	2,8	-	-	5,57	7,44	0,4	-0,6	3,3	4,6	4,9	4,1	3,78
2000 I	2,8	-	-	5,79	7,45	1,0	1,9	2,6	3,2	4,8	2,2	3,95
II	2,9	-	-	5,67	7,46	1,3	2,1	3,6	7,8	4,6	1,3	4,73
III	2,6	-	-	5,69	7,46	3,2	1,1	3,2	7,6	4,7	2,3	5,84
IV	2,6	-	-	5,42	7,45	0,6	1,9	2,4	5,9	4,8	1,8	5,48
2001 I	2,3	-	-	5,03	7,46	.	.	.	.	.	.	5,26
2000 Nov	2,7	-	-	5,49	7,46	-	-	-	2,5	4,8	0,7	5,50
Dic	2,3	-	-	5,20	7,46	-	-	-	11,0	4,7	2,0	5,38
2001 Ene	2,3	-	-	5,09	7,46	-	-	-	2,9	4,6	.	5,34
Feb	2,3	-	-	5,06	7,46	-	-	-	3,6	4,7	.	5,27
Mar	2,2	-	-	4,95	7,46	-	-	-	.	.	.	5,16
Abr	.	-	-	5,10	7,46	-	-	-	.	.	.	5,11
Suecia												
1997	1,8	-1,5	74,5	6,62	8,65	-	0,6	2,1	7,0	9,9	4,2	4,43
1998	1,0	1,9	71,8	4,99	8,92	3,2	0,9	3,6	3,8	8,3	3,5	4,36
1999	0,6	1,8	65,2	4,98	8,81	2,6	-0,4	4,1	2,0	7,2	6,8	3,32
2000	1,3	4,1	55,6	5,37	8,45	2,8	5,6	3,6	8,6	5,9	6,2	4,07
1999 IV	1,0	-	-	5,69	8,65	1,2	-1,1	4,2	3,6	6,8	9,1	3,69
2000 I	1,2	-	-	5,79	8,50	3,4	5,7	4,2	5,9	6,5	8,7	3,99
II	1,2	-	-	5,30	8,28	1,4	4,5	4,1	10,2	6,0	8,9	4,09
III	1,3	-	-	5,30	8,40	2,4	5,3	3,7	9,1	5,7	5,1	4,14
IV	1,5	-	-	5,09	8,60	4,2	6,7	2,3	8,9	5,4	2,2	4,06
2001 I	1,6	-	-	4,83	9,00	.	.	.	.	5,4	0,2	4,10
2000 Nov	1,8	-	-	5,13	8,63	-	-	-	9,2	5,6	3,4	4,02
Dic	1,3	-	-	4,92	8,66	-	-	-	10,1	5,1	2,1	4,13
2001 Ene	1,6	-	-	4,89	8,91	-	-	-	9,4	5,4	0,4	4,14
Feb	1,5	-	-	4,86	8,98	-	-	-	6,2	5,3	-1,2	4,10
Mar	1,7	-	-	4,75	9,13	-	-	-	.	5,4	1,4	4,06
Abr	.	-	-	4,93	9,11	-	-	-	.	.	.	4,04
Reino Unido												
1997	1,8	-2,0	51,1	7,13	0,692	0,9	2,9	3,5	1,3	7,0	11,2	6,92
1998	1,6	0,4	48,1	5,60	0,676	0,0	3,1	2,6	0,8	6,3	9,7	7,42
1999	1,3	1,3	45,7	5,01	0,659	-1,0	3,4	2,3	0,6	6,1	5,3	5,54
2000	0,8	1,9	42,9	5,33	0,609	-1,5	1,9	3,0	1,5	5,5	6,6	6,19
1999 IV	1,2	1,9	45,4	5,46	0,636	0,0	2,8	3,2	2,2	5,9	3,6	5,98
2000 I	0,8	6,3	43,6	5,60	0,614	-1,5	3,0	3,2	1,9	5,9	3,8	6,20
II	0,6	-0,4	43,7	5,31	0,610	-1,4	1,4	3,4	2,6	5,6	5,8	6,28
III	0,8	2,1	42,3	5,31	0,612	-1,8	1,7	3,0	0,7	5,4	8,4	6,21
IV	0,9	-0,1	42,6	5,09	0,600	-1,4	1,7	2,6	0,9	5,4	8,5	6,07
2001 I	0,9	5,5	40,3	4,90	0,633	.	.	2,5	.	.	.	5,72
2000 Nov	1,0	-3,8	42,6	5,11	0,600	-	-	-	0,1	5,4	8,4	6,09
Dic	0,9	-3,7	42,6	4,95	0,613	-	-	-	2,0	5,2	8,1	5,96
2001 Ene	0,9	14,1	41,2	4,94	0,635	-	-	-	1,2	5,2	9,8	5,84
Feb	0,8	4,3	40,4	4,95	0,634	-	-	-	0,6	.	9,4	5,76
Mar	1,0	-1,9	40,3	4,82	0,629	-	-	-	.	.	.	5,55
Abr	.	.	.	5,03	0,622	-	-	-	.	.	.	5,40

Fuentes: Eurostat (columnas 1, 8, 9 y 10); Comisión Europea (DG de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat) [columnas 2 (anual) y 3 (anual)]; Reuters (columna 12); datos nacionales [columnas 2 (trimestral y mensual), 3 (trimestral y mensual), 4, 5, 7 (excepto Suecia), y 11]; cálculos del BCE [columnas 6 y 7 (Suecia)].

1) Medias de los períodos.

2) Para más información, véase cuadro 10.

3) Total de la economía; los datos del Reino Unido excluyen las cotizaciones a la Seguridad Social a cargo de los empleadores.

4) Total, excepto construcción, ajustado por días laborables.

5) Media de datos fin de mes; M3; M4 para el Reino Unido.

I2 Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE

Cuadro 12.1

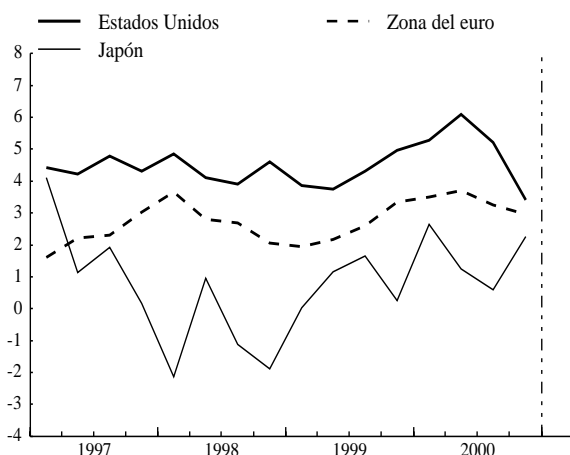
Evolución económica y financiera

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ¹⁾	Tasa de desempleo normalizada en % sobre la población activa (d)	M2 ²⁾	Tipos ³⁾ de depósitos interbancarios a 3 meses en %	Rendimiento ³⁾ de la deuda pública a 10 años en %	Tipo de cambio ⁴⁾ en moneda nacional por ECU o euro	Déficit (-) / superávit (+) fiscal ⁵⁾ en % del PIB	Deuda pública bruta ⁶⁾ en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
1997	2,3	0,0	4,4	7,6	5,0	4,9	5,76	6,45	1,134	-0,9	56,4
1998	1,6	0,7	4,4	5,5	4,5	7,3	5,57	5,33	1,121	0,3	53,4
1999	2,2	-1,7	4,2	4,8	4,2	7,6	5,42	5,64	1,066	1,0	50,3
2000	3,4	-3,8	5,0	6,0	4,0	6,1	6,53	6,03	0,924	2,2	44,5
1999 IV	2,6	-3,1	5,0	5,6	4,1	6,3	6,14	6,13	1,038	1,3	50,3
2000 I	3,2	-3,7	5,3	6,3	4,0	6,0	6,11	6,48	0,986	2,0	49,3
II	3,3	-4,4	6,1	7,0	4,0	6,1	6,63	6,18	0,933	2,1	46,5
III	3,5	-5,4	5,2	6,4	4,0	6,0	6,70	5,89	0,905	2,3	45,2
IV	3,4	-1,5	3,4	4,3	4,0	6,2	6,69	5,56	0,868	2,4	44,5
2001 I	3,4	.	2,7	1,0	4,2	7,6	5,35	5,04	0,923	.	.
2000 Nov	3,4	-	-	4,5	4,0	6,1	6,75	5,72	0,856	-	-
Dic	3,4	-	-	2,8	4,0	6,4	6,54	5,23	0,897	-	-
2001 Ene	3,7	-	-	1,7	4,2	6,9	5,73	5,14	0,938	-	-
Feb	3,5	-	-	0,9	4,2	7,6	5,35	5,10	0,922	-	-
Mar	2,9	-	-	0,3	4,3	8,2	4,96	4,89	0,910	-	-
Abr	.	-	-	.	4,5	.	4,63	5,13	0,892	-	-
Japón											
1997	1,7	-2,2	1,8	3,6	3,4	3,1	0,62	2,15	137,1	-2,7	.
1998	0,6	6,3	-1,1	-7,1	4,1	4,4	0,66	1,30	146,4	-10,3	.
1999	-0,3	-2,5	0,8	0,8	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-10,4	.
2000	-0,6	-6,3	1,7	5,9	4,7	2,1	0,28	1,76	99,5	.	.
1999 IV	-1,0	-6,0	0,3	4,8	4,7	3,0	0,29	1,77	108,4	.	.
2000 I	-0,7	-7,0	2,6	6,3	4,8	2,2	0,14	1,79	105,5	.	.
II	-0,7	-7,3	1,3	7,1	4,7	2,3	0,12	1,72	99,6	.	.
III	-0,7	-6,0	0,6	5,5	4,6	1,9	0,32	1,79	97,4	.	.
IV	-0,5	-5,0	2,2	4,9	4,8	2,1	0,56	1,73	95,3	.	.
2001 I	-0,1	.	.	-1,2	4,8	2,6	0,37	1,38	109,1	.	.
2000 Nov	-0,5	-4,0	-	3,8	4,8	2,1	0,55	1,75	93,3	-	-
Dic	-0,2	-4,5	-	4,1	4,9	2,2	0,62	1,62	100,6	-	-
2001 Ene	0,1	-2,9	-	2,0	4,9	2,4	0,50	1,54	109,6	-	-
Feb	-0,1	.	-	-2,0	4,7	2,7	0,41	1,43	107,1	-	-
Mar	-0,4	.	-	-3,0	4,7	2,6	0,19	1,19	110,3	-	-
Abr	.	.	-	.	.	.	0,10	1,36	110,4	-	-

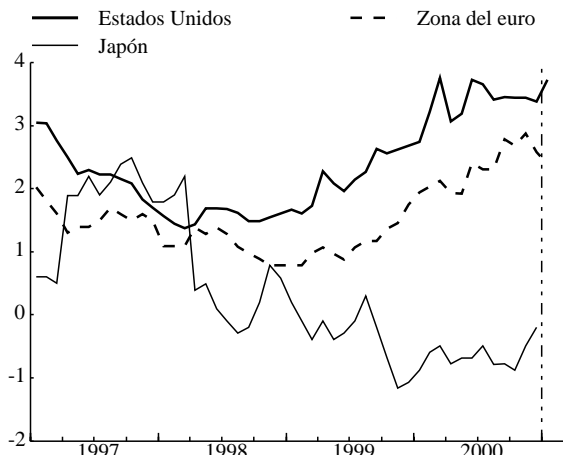
Producto interior bruto a precios constantes

(tasa de variación interanual; trimestral)



Índices de precios de consumo

(tasa de variación interanual; mensual)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5, 6, 8 (hasta diciembre de 1998), 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat (datos de la zona del euro en el gráfico); Reuters [columnas 7 y 8 (desde enero de 1999)]; cálculos del BCE (columna 11).

1) Manufacturas.

2) Media de los valores del período; M2 + CD para Japón.

3) Para más información, véanse cuadros 3.1 y 3.2.

4) Para más información, véase cuadro 10.

5) Japón: el déficit de 1998 incluye una gran asunción de deuda; para 1999 la fuente es cuentas financieras.

6) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

Cuadro 12.2

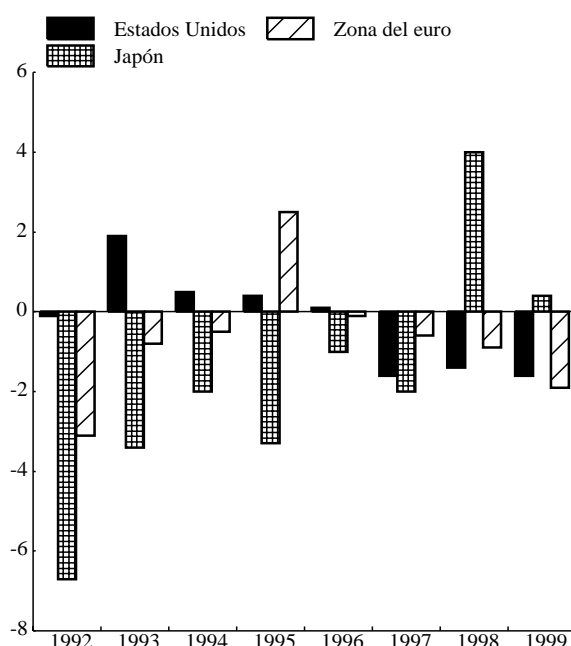
Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las empresas no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisición neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contracción neta de pasivos	Valores, incluidas acciones	Gasto de capital	Adquisición neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contracción neta de pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
1997	18,1	19,9	-1,5	9,4	8,6	1,8	8,7	3,4	1,8	11,7	3,8	12,1	4,6
1998	18,8	20,8	-2,3	9,6	8,8	3,9	8,5	5,4	1,7	12,3	5,8	12,4	5,8
1999	18,5	21,1	-3,4	9,8	9,3	7,4	8,7	9,0	3,6	12,6	5,2	11,0	6,7
2000	18,3	21,8	-4,4	10,2	9,7	5,2	8,9	6,8	2,9	12,5	3,1	9,4	5,9
1999 I	18,8	21,0	-2,7	9,6	9,1	8,3	8,7	9,7	6,3	12,4	4,6	11,5	6,6
II	18,4	20,8	-3,2	9,6	9,5	8,2	8,7	9,6	0,4	12,7	5,1	11,2	6,7
III	18,4	21,1	-3,6	9,8	9,3	7,7	8,6	8,9	3,7	12,6	4,7	10,8	6,3
IV	18,3	21,4	-3,9	10,0	9,3	6,2	8,7	7,8	4,2	12,6	6,6	10,5	7,1
2000 I	18,2	21,4	-4,0	9,9	9,6	5,8	8,8	7,2	5,6	12,8	4,3	9,8	7,8
II	18,5	22,0	-4,1	10,3	9,6	6,0	9,0	7,6	3,5	12,5	4,4	9,6	5,8
III	18,5	21,9	-4,5	10,5	9,9	5,7	9,1	7,4	2,3	12,5	2,8	9,3	5,7
IV	17,8	21,8	-4,8	10,3	9,7	3,2	8,6	5,2	0,5	12,3	0,9	8,8	4,1
Japón													
1997	30,2	28,7	2,2	16,6	16,1	3,2	13,8	1,2	0,1	6,0	6,9	11,3	0,7
1998	29,1	26,9	2,6	15,6	15,6	-6,4	13,3	-9,1	-1,4	5,3	5,4	11,7	-0,5
1999	27,8	26,0	2,2	14,5	14,7	2,5	13,7	-2,8	1,2	5,3	6,6	11,3	-0,5
2000	.	26,0	.	.	.	1,3	.	0,1	-0,3	.	4,7	.	-0,3
1999 I	.	26,9	.	.	.	0,8	.	-15,2	-2,2	.	-3,6	.	6,2
II	.	24,2	.	.	.	-16,9	.	-17,1	1,7	.	14,6	.	-7,2
III	.	26,4	.	.	.	9,7	.	-1,3	1,3	.	4,4	.	1,3
IV	.	26,9	.	.	.	15,3	.	19,9	3,9	.	11,6	.	-2,2
2000 I	.	26,3	.	.	.	7,7	.	-3,4	-3,4	.	3,9	.	9,7
II	.	24,8	.	.	.	-26,9	.	-19,6	0,4	.	5,2	.	-9,2
III	.	27,1	.	.	.	18,6	.	5,0	-0,6	.	-0,7	.	2,3
IV	.	27,1	.	.	.	4,7	.	16,6	2,2	.	10,4	.	0,5

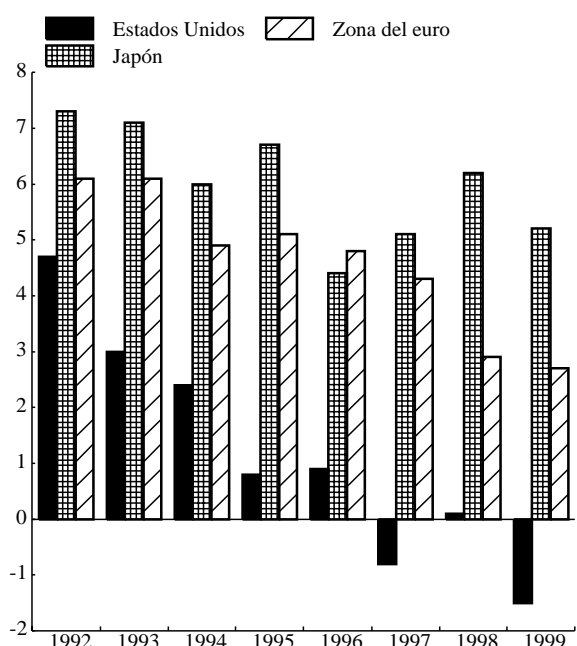
Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(en porcentaje del PIB)



Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

1) Hogares, incluyendo instituciones sin fines de lucro al servicio de hogares.

Datos anteriores de indicadores económicos de la zona del euro más Grecia

A. Principales estadísticas monetarias y de los mercados financieros

A1. Agregados monetarios y contrapartidas

[mm de euros (sin desestacionalizar; fin de período) y tasas de variación interanuales¹⁾]

	M1		M2		M3		Créditos ²⁾		Préstamos de IFM a residentes en la zona del euro más Grecia, excluidas IFM y AAPP	
	Saldos 1	Variación porcentual 2	Saldos 3	Variación porcentual 4	Saldos 5	Variación porcentual 6	Saldos 7	Variación porcentual 8	Saldos 9	Variación porcentual 10
1999 Ene	1.818,0	.	4.046,4	.	4.618,6	.	7.856,8	.	5.169,0	.
Feb	1.787,3	.	4.005,1	.	4.605,4	.	7.876,9	.	5.171,3	.
Mar	1.809,4	.	4.023,7	.	4.622,3	.	7.952,1	.	5.219,0	.
Abr	1.823,9	.	4.044,2	.	4.662,5	.	7.985,0	.	5.240,7	.
May	1.856,1	.	4.073,0	.	4.698,8	.	8.062,0	.	5.278,0	.
Jun	1.900,1	.	4.100,3	.	4.724,3	.	8.141,3	.	5.371,5	.
Jul	1.901,0	.	4.117,7	.	4.733,9	.	8.161,4	.	5.407,9	.
Ago	1.865,8	.	4.084,5	.	4.715,0	.	8.164,3	.	5.402,9	.
Sep	1.892,0	.	4.093,8	.	4.742,1	.	8.215,5	.	5.442,7	.
Oct	1.897,4	.	4.110,5	.	4.762,1	.	8.286,6	.	5.490,4	.
Nov	1.933,6	.	4.140,5	.	4.815,1	.	8.387,8	.	5.556,3	.
Dic	1.988,5	.	4.239,6	.	4.909,5	.	8.410,2	.	5.589,0	.
2000 Ene	1.997,1	9,4	4.233,6	4,2	4.917,9	5,3	8.467,5	8,1	5.633,8	8,8
Feb	1.986,7	10,8	4.226,9	5,2	4.939,2	6,2	8.529,1	8,6	5.670,0	9,5
Mar	1.998,1	10,1	4.236,7	4,9	4.979,3	6,6	8.627,2	8,5	5.741,4	9,9
Abr	2.039,8	11,4	4.280,5	5,4	5.074,8	6,7	8.693,1	8,7	5.803,8	10,5
May	2.021,0	8,7	4.271,8	4,6	5.071,9	6,1	8.728,6	8,2	5.834,5	10,3
Jun	2.038,0	7,1	4.282,0	4,2	5.069,8	5,5	8.745,2	7,3	5.902,4	9,5
Jul	2.037,8	6,9	4.281,0	3,6	5.077,7	5,3	8.760,1	7,2	5.931,9	9,2
Ago	2.002,5	7,0	4.268,4	4,1	5.083,2	5,8	8.763,2	7,1	5.951,9	9,6
Sep	2.014,5	6,1	4.274,5	3,9	5.084,3	5,4	8.852,2	7,3	6.038,9	10,1
Oct	2.013,7	5,7	4.281,7	3,7	5.104,7	5,3	8.892,8	6,7	6.082,9	9,9
Nov	2.032,4	4,9	4.303,9	3,7	5.140,4	5,1	8.934,3	6,0	6.119,0	9,4
Dic	2.098,7	5,5	4.396,4	3,7	5.208,3	5,2	8.962,2	6,5	6.154,5	9,7

A2. Tipos de interés de los mercados financieros y estadísticas de valores distintos de acciones

(porcentaje anual y mm de euros)

	Tipos de interés del mercado monetario		Rendimientos de la deuda pública		Valores denominados en euros emitidos por residentes en la zona de euro más Grecia					
	Depósitos a tres meses 11	Depósitos a doce meses 12	2 años 13	10 años 14	Emisiones brutas				Emisiones netas 19	Saldos vivos 20
					Total 15	Por IFM ³⁾ 16	Por AAPP ³⁾ 17	Por sociedades no financieras e instituciones no monetarias ³⁾ 18		
1999 Ene	3,33	3,24	3,11	3,87	348,2	47,1	39,4	13,5	64,0	5.786,6
Feb	3,27	3,19	3,17	4,02	292,0	49,1	35,6	15,3	49,5	5.835,2
Mar	3,21	3,19	3,19	4,22	297,2	47,8	35,4	16,8	43,7	5.879,4
Abr	2,87	2,91	2,93	4,09	333,5	48,8	34,3	16,9	42,0	5.921,2
May	2,75	2,83	2,89	4,24	289,7	46,6	37,9	15,5	49,9	5.972,1
Jun	2,80	2,98	3,16	4,56	279,3	48,6	28,7	22,7	38,2	6.010,6
Jul	2,84	3,17	3,38	4,89	328,0	44,5	36,4	19,1	42,1	6.051,2
Ago	2,86	3,37	3,65	5,10	239,1	50,2	32,3	17,5	35,8	6.087,6
Sep	2,89	3,43	3,75	5,27	311,6	51,7	31,2	17,1	59,8	6.145,9
Oct	3,53	3,81	4,16	5,51	305,1	51,6	30,2	18,2	52,6	6.199,7
Nov	3,64	3,82	4,07	5,22	285,1	57,1	26,2	16,7	41,8	6.242,7
Dic	3,58	3,94	4,24	5,32	236,0	66,7	20,1	13,2	-32,7	6.215,0
2000 Ene	3,47	4,04	4,43	5,72	347,8	56,6	30,5	12,9	1,1	6.210,2
Feb	3,65	4,18	4,59	5,68	355,0	57,7	26,4	15,9	61,5	6.270,5
Mar	3,86	4,33	4,62	5,51	378,7	58,7	26,4	14,9	53,7	6.326,1
Abr	4,03	4,42	4,61	5,43	345,7	54,1	26,3	19,6	38,2	6.362,3
May	4,44	4,88	5,04	5,53	383,9	59,9	22,7	17,4	51,9	6.423,0
Jun	4,59	5,01	5,05	5,36	335,4	57,8	21,7	20,5	32,2	6.456,9
Jul	4,66	5,14	5,21	5,47	374,8	56,7	21,9	21,4	37,2	6.494,4
Ago	4,85	5,28	5,30	5,41	345,5	59,7	21,6	18,7	34,0	6.530,0
Sep	4,91	5,24	5,24	5,48	386,9	61,4	21,3	17,3	20,1	6.551,2
Oct	5,08	5,23	5,19	5,42	442,1	63,6	19,3	17,1	34,8	6.586,6
Nov	5,12	5,20	5,14	5,34	378,1	59,1	20,9	20,1	21,8	6.607,7
Dic	4,94	4,87	4,80	5,07	317,1	63,3	14,6	22,1	-37,6	6.573,6

Fuentes: BCE, Reuters para las columnas 11 y 12.

- 1) Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otras variaciones que no se deriven de operaciones. Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.
- 2) Los créditos incluyen préstamos a residentes en la zona del euro más Grecia distintos de IFM y tenencias de valores emitidos por residentes en la zona del euro más Grecia, distintos de IFM.
- 3) En porcentaje del total.

B. Evolución de los precios, de la economía real y de las finanzas públicas

B1. Evolución de los precios

(tasas de variación interanuales)

	IAPC						Precios industriales (excluida la construcción)	Deflatores del PIB			
	Total					Servicios		PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta del capital fijo
	Bienes	Bienes industriales no energéticos			Energía						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1996	2,3	2,0	2,3	1,6	3,1	2,9	0,4	2,1	2,5	2,2	1,0
1997	1,7	1,2	1,5	0,6	2,6	2,5	1,1	1,6	2,0	1,8	1,1
1998	1,2	0,7	1,7	1,0	-2,6	2,0	-0,7	1,7	1,5	1,7	1,0
1999	1,1	0,9	0,6	0,7	2,3	1,6	-0,4	1,3	1,1	2,2	1,0
2000	2,4	2,7	1,4	0,7	13,4	1,7	5,4	1,3	2,2	1,9	2,4
1999 IV	1,5	1,5	0,5	0,5	8,0	1,5	2,2	1,1	1,5	2,5	1,5
2000 I	2,1	2,3	0,5	0,5	13,7	1,6	4,4	1,2	2,1	2,0	2,1
II	2,1	2,3	0,9	0,6	12,3	1,7	5,2	1,2	2,0	1,7	2,4
III	2,5	2,9	1,9	0,6	13,7	1,8	5,8	1,4	2,4	1,9	2,5
IV	2,7	3,2	2,2	1,1	13,8	1,8	6,1	1,5	2,5	1,8	2,8
1999 Dic	1,7	1,8	0,6	0,5	10,2	1,6	2,9	-	-	-	-
2000 Ene	1,9	2,0	0,4	0,5	12,2	1,7	3,8	-	-	-	-
Feb	2,1	2,3	0,6	0,5	13,6	1,6	4,4	-	-	-	-
Mar	2,2	2,5	0,4	0,6	15,4	1,6	4,9	-	-	-	-
Abr	1,9	1,9	0,7	0,6	10,3	1,8	4,7	-	-	-	-
May	1,9	2,2	0,8	0,6	12,0	1,6	5,3	-	-	-	-
Jun	2,4	2,7	1,2	0,7	14,6	1,7	5,6	-	-	-	-
Jul	2,4	2,7	1,7	0,5	13,5	1,7	5,6	-	-	-	-
Ago	2,4	2,7	2,0	0,6	12,0	1,8	5,6	-	-	-	-
Sep	2,8	3,4	2,1	0,9	15,6	1,8	6,3	-	-	-	-
Oct	2,7	3,3	2,0	1,0	14,7	1,9	6,6	-	-	-	-
Nov	2,9	3,5	2,2	1,1	15,3	1,9	6,4	-	-	-	-
Dic	2,6	3,0	2,3	1,1	11,3	1,8	5,4	-	-	-	-

B.2 Evolución de la economía real y de las finanzas públicas

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	PIB real y componentes del gasto				Producción industrial (excluida construcción)	Ventas al por menor (precios constantes)	Ocupados (total economía)	Parados (% de la población activa)	Saldo comercial [mm de euros; (mm de ECU hasta fin de 1998)]	Finanzas públicas	
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo						Déficit(-) /superávit (+) (% del PIB)	Deuda de las AAPP (% del PIB)
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1996	1,4	1,6	1,7	1,3	0,3	0,5	0,5	11,5	62,4	-4,3	76,0
1997	2,3	1,6	0,9	2,5	4,2	1,2	0,9	11,5	74,5	-2,6	75,4
1998	2,9	3,1	1,0	5,1	4,4	3,0	1,8	10,9	68,7	-2,1	73,6
1999	2,5	3,0	1,5	5,2	2,0	2,6	2,1	10,0	33,8	-1,2	72,6
2000	3,4	2,6	1,9	4,6	5,6	2,4	2,3	8,9	-11,6	-0,7	70,1
1999 IV	3,4	2,9	1,7	5,5	4,4	3,2	2,2	9,6	8,5	-	-
2000 I	3,5	2,6	2,0	5,6	4,9	2,1	2,2	9,3	-6,8	-	-
II	3,8	3,2	2,1	4,9	6,1	3,4	2,4	9,0	-2,6	-	-
III	3,3	2,5	1,7	4,0	5,8	2,3	2,3	8,8	-0,6	-	-
IV	3,0	2,1	1,9	3,8	5,5	1,6	2,3	8,6	-1,6	-	-
1999 Dic	-	-	-	-	5,3	2,7	-	9,5	1,5	-	-
2000 Ene	-	-	-	-	2,8	2,2	-	9,4	-6,5	-	-
Feb	-	-	-	-	6,0	4,0	-	9,3	-1,8	-	-
Mar	-	-	-	-	5,9	0,2	-	9,2	1,5	-	-
Abr	-	-	-	-	6,1	4,1	-	9,1	-1,3	-	-
May	-	-	-	-	7,8	5,1	-	9,0	-1,0	-	-
Jun	-	-	-	-	4,6	1,1	-	8,9	-0,4	-	-
Jul	-	-	-	-	5,5	1,8	-	8,8	3,7	-	-
Ago	-	-	-	-	6,8	1,8	-	8,8	-2,2	-	-
Sep	-	-	-	-	5,1	3,3	-	8,7	-2,1	-	-
Oct	-	-	-	-	4,0	1,7	-	8,6	1,5	-	-
Nov	-	-	-	-	4,6	1,4	-	8,6	-1,8	-	-
Dic	-	-	-	-	8,2	1,8	-	8,5	-1,3	-	-

Fuentes: Comisión Europea (Eurostat) y cálculos del BCE.

C. Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; flujos netos)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transferencias corrientes					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	-44,6	30,0	-5,5	-20,9	-48,3	12,5	-24,0	-127,6	-1,6	146,2
2000 I	-11,5	3,1	-3,9	-6,6	-4,2	3,9	147,5	-190,4	2,7	91,6
II	-9,4	8,9	1,3	-6,8	-12,7	3,2	-18,0	52,9	4,8	-45,6
III	-6,2	12,7	2,1	-7,4	-13,5	1,6	-95,9	7,6	0,5	70,7
IV	-17,4	5,4	-4,9	-0,2	-17,8	3,8	-57,6	2,2	-9,6	29,4
2000 Ene	-10,4	-2,4	-1,8	-5,2	-1,1	1,5	0,5	-4,2	-0,8	28,6
Feb	-1,1	2,2	-1,8	-1,0	-0,4	0,9	145,9	-151,7	1,9	1,4
Mar	0,0	3,3	-0,3	-0,4	-2,7	1,5	1,1	-34,4	1,6	61,6
Abr	-7,0	2,5	-0,7	-4,0	-4,8	2,3	1,1	-5,6	2,1	6,1
May	-1,1	2,3	0,7	-1,2	-2,9	0,6	-8,5	1,1	0,4	16,8
Jun	-1,3	4,0	1,3	-1,6	-5,1	0,3	-10,5	57,4	2,3	-68,4
Jul	-2,6	6,3	1,5	-4,8	-5,5	0,5	-24,6	-13,1	-0,4	27,8
Ago	-3,6	2,4	1,0	-1,7	-5,3	0,2	-42,8	17,1	-0,9	25,4
Sep	0,0	4,0	-0,4	-0,9	-2,7	0,9	-28,5	3,7	1,8	17,5
Oct	-3,2	3,9	-0,9	0,1	-6,3	0,3	-16,4	-3,9	-2,3	13,9
Nov	-4,3	1,8	-0,4	-0,1	-5,6	1,6	-9,9	-2,8	-3,2	-2,8
Dic	-9,9	-0,4	-3,5	-0,1	-6,0	1,8	-31,3	8,9	-4,2	18,3

D. Tipos de cambio efectivos

(medias del periodo; índice 1999 I=100)

	Grupo reducido				Grupo amplio	
	Nominal	Defactado por IPC	Defactado por IPI	Defactado por CLUM	Nominal	Defactado por IPC
	1	2	3	4	5	6
1996	108,1	108,7	107,4	111,2	95,4	105,8
1997	99,1	99,4	99,1	99,7	90,3	96,5
1998	101,5	101,3	101,5	99,7	96,5	99,1
1999	95,6	95,7	95,7	96,2	96,5	95,8
2000	85,4	86,3	86,8	86,6	88,0	86,1
1999 IV	92,0	92,1	92,2	93,1	94,1	92,5
2000 I	88,8	89,5	89,6	89,3	90,9	89,4
II	85,7	86,4	86,8	87,0	88,2	86,5
III	84,5	85,4	86,0	86,0	87,1	85,1
IV	82,7	83,8	84,6	84,2	85,7	83,4
1999 Dic	89,9	90,3	90,2	-	92,1	90,6
2000 Ene	90,1	90,7	90,8	-	92,3	90,7
Feb	89,0	89,7	89,8	-	91,0	89,4
Mar	87,4	88,1	88,3	-	89,5	88,0
Abr	85,8	86,4	86,8	-	88,2	86,6
May	84,2	84,8	85,5	-	86,7	84,9
Jun	87,1	88,0	88,2	-	89,8	88,0
Jul	86,7	87,7	87,9	-	89,2	87,4
Ago	84,3	85,3	85,8	-	86,8	85,0
Sep	82,5	83,4	84,3	-	85,1	83,1
Oct	81,3	82,1	83,1	-	84,2	82,0
Nov	82,0	83,0	83,8	-	84,9	82,7
Dic	85,1	86,2	86,8	-	87,9	85,7

Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-).

Notas técnicas¹

Relativas al cuadro 2.4

Desestacionalización de los agregados monetarios de la zona del euro

El método utilizado se basa en la desagregación multiplicativa según X-12-ARIMA (versión 0.2.2)². La desestacionalización de los agregados monetarios incluye el ajuste de algunos componentes de M2 en función del día de la semana. La desestacionalización de M3 se efectúa indirectamente agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2, para cumplir la condición de aditividad.

Se estiman coeficientes estacionales para el índice de saldos ajustados (cuadro 2.4.1). A continuación, se aplican dichos coeficientes a los niveles expresados en miles de millones de euros y a los ajustes en concepto de reclasificaciones, otras revalorizaciones, etc., obteniéndose así valores desestacionalizados para los saldos, los ajustes y, por lo tanto, para los flujos. Se revisan los factores estacionales con periodicidad anual o según proceda.

Cálculo de las tasas de crecimiento

Las tasas de crecimiento pueden calcularse: a partir de (a) los flujos, o (b) el índice de los saldos ajustados.

Si F_t representa el flujo en el mes t , L_t el saldo a final del mes t , X_t la tasa de variación en el mes t definida como $X_t = (F_t \div L_{t-1} + 1)$, y I_t el índice de los saldos ajustados en el mes t , la tasa interanual de variación a_t —la variación en los últimos doce meses— puede calcularse de la manera siguiente:

$$(a) \quad a_t = ((X_t * X_{t-1} * X_{t-2} * \dots * X_{t-9} * X_{t-10} * X_{t-11}) - 1) * 100$$

$$(b) \quad a_t = (I_t \div I_{t-12} - 1) * 100$$

Los redondeos pueden hacer que aparezcan diferencias con las tasas de variación interanuales incluidas en el cuadro 2.4. El índice de los saldos ajustados está disponible con un grado de precisión más alto en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), en la página *Euro area statistics-download* (fichero con formato csv), a partir del cual se puede calcular exactamente la tasa de variación que aparece en el cuadro 2.4.

Relativas a los cuadros 2.5 a 2.8

En lo posible, los datos son armonizados y comparables. Sin embargo, como resultado de la implantación en enero de 1999 de un nuevo esquema de remisión de información, los datos de los cuadros 2.5 a 2.8 anteriores al primer trimestre de 1999 no son directamente comparables con los que se refieren a períodos posteriores. Por otra parte, los flujos trimestrales no pueden calcularse para ningún período, ya que, por el momento, no se han recopilado ajustes de reclasificación y revalorización. Los cuadros 2.5 a 2.8 pueden utilizarse para realizar un análisis estructural, pero no es aconsejable realizar un análisis detallado de las tasas de crecimiento. Por último, como los valores declarados para los cuadros 2.5 a 2.8 se revisan trimestralmente (en los boletines de marzo, junio, septiembre y diciembre), puede haber ligeras discrepancias entre estos cuadros y los que recogen los datos mensuales.

Relativas al cuadro 4.1

Desestacionalización del IAPC de la zona del euro

El método utilizado se basa en la desagregación multiplicativa según X-12-ARIMA (versión 0.2.2)². La desestacionalización del IAPC total de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía como componente bruto, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Se revisan los factores estacionales con periodicidad anual o según proceda.

1 Véanse detalles en «Seasonal adjustment of monetary aggregate and HICP for the euro area», BCE (agosto 2000).
2 Véanse detalles en Findley, D., Monsell, B., W., Otto, M. y Chen, B.C. (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, 127-152, o en «X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2» (diciembre, 1998), *Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.* A efectos internos se utilizan también modelos multiplicativos de TRAMO-SEATS. Véanse detalles sobre TRAMO-SEATS en Gómez, V. y Maravall, A. (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User», *Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.*

Notas generales

Las bases para las estadísticas elaboradas por el Banco Central Europeo (BCE) se presentan en el documento titulado «Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC», de mayo del 2000. Este documento es una actualización del informe titulado «Requerimientos estadísticos para la tercera fase de la Unión Monetaria (*Implementation package*)», de julio de 1996, y describe la situación actual del proceso de remisión de estadísticas. El documento comprende estadísticas monetarias y bancarias y estadísticas afines, estadísticas de balanza de pagos, estadísticas de posición de inversión internacional y cuentas financieras. Los requerimientos del BCE en lo que se refiere a estadísticas de precios y costes, cuentas nacionales, mercado de trabajo, ingresos y gastos públicos, indicadores a corto plazo de producción y demanda y encuestas empresarial y del consumidor de la Comisión Europea se describen en el documento titulado «Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales», de agosto del 2000.¹

Estas estadísticas comprenden la zona del euro en su conjunto. En la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int) están disponibles series de datos más largas y detalladas (ficheros con formato csv), que incluyen más notas explicativas y, cuando vayan estando disponibles, aparecerán en el *Boletín Mensual del BCE* datos nuevos o más detallados.

Dado que la composición del ECU no coincide con las monedas de los Estados miembros que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, convertidos a ECU de las monedas participantes al correspondiente tipo de cambio del ECU, están afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 en los cuadros 2.1 a 2.8 se expresan en unidades convertidas de las monedas nacionales 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 los datos expresados en monedas nacionales.

Se han seguido los métodos habituales para consolidar y agregar (incluida la consolidación entre países).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el *Boletín Mensual del BCE* es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición fue el 8 de mayo de 2001.

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden revisarse. Pueden producirse discrepancias entre los totales y sus componentes, debidas al redondeo.

Panorámica general

La evolución de las variables más relevantes de la zona del euro se resume en un cuadro general.

Estadísticas monetarias y financieras

En los cuadros 1.1 a 1.5 se recogen el estado financiero consolidado del Eurosistema, los datos de las operaciones del Eurosistema, las estadísticas relativas a las reservas mínimas y la posición de liquidez del sistema bancario. Los cuadros 1.2 y 1.3 reflejan el cambio a subastas a tipo variable ocurrido en junio del 2000. En los cuadros 2.1 a 2.3 se presentan los datos monetarios relativos a las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), incluido el Eurosistema. El cuadro 2.3 es consolidado; no se recogen los saldos entre IFM dentro de la zona del euro, pero todas las diferencias entre la suma de activos y pasivos, tal como se registran, se recogen en la columna 13. En el cuadro 2.4 figuran los agregados monetarios obtenidos de los balances consolidados de las IFM; incluye también algunos pasivos (monetarios) del Estado. En el cuadro 2.5 se recoge un análisis trimestral por sectores y plazos de vencimiento de los créditos concedidos por las IFM a residentes en la zona del euro. En el cuadro 2.6 se recoge un análisis trimestral de los depósitos mantenidos por residentes en la zona del euro con IFM. En el cuadro 2.7 se ofrece un análisis trimestral de los activos y pasivos de IFM frente a no residentes en la zona del euro. En el cuadro 2.8 se

¹ Las estadísticas monetarias y bancarias son responsabilidad del BCE en lo que se refiere a Europa; la responsabilidad de las estadísticas de balanza de pagos, de la posición de inversión internacional y de las cuentas financieras es compartida por el BCE y la Comisión Europea (Eurostat); precios y costes y otras estadísticas económicas son responsabilidad de la Comisión Europea (Eurostat).

recoge un análisis trimestral por monedas de algunos de los epígrafes del balance de las IFM. En la dirección del BCE en Internet se publica la lista completa de Instituciones Financieras Monetarias. 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. El manual *Estadísticas monetarias y bancarias: Guía de elaboración* (IME, abril 1998) explica 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 del BCE relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias (BCE/1998/16).

El BCE elabora las estadísticas de tipos de interés del mercado monetario, rendimientos de la deuda pública a largo plazo e índices de los mercados bursátiles (cuadros 3.1 a 3.3), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias. Los detalles relativos a las estadísticas de tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela (cuadro 3.4) pueden consultarse en la nota al pie, que figura al final de la página correspondiente.

Las estadísticas sobre emisiones de valores se presentan en los cuadros 3.5 y 3.6. Se desglosan en valores a corto plazo y a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a los valores con un plazo de emisión menor o igual a un año (de conformidad con el SEC 95, en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con 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 se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. En el cuadro 3.5 figuran las emisiones, amortizaciones y saldos en circulación, desglosados por valores a corto plazo y a largo plazo. Las emisiones netas difieren de la variación del saldo en circulación, debido a diferencias de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. El cuadro 3.6 incluye un desglose por sectores emisores de valores denominados en euros, distinguiendo entre residentes y no residentes en la zona del euro. Para los primeros, el desglose por sectores se ajusta al Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95)². En el caso de los no residentes,

el término «bancos (incluidos los bancos centrales)» se emplea para designar a las entidades similares a las IFM (incluido el Eurosistema) residentes fuera de la zona del euro. El término «organismos internacionales» incluye el Banco Europeo de Inversiones (el BCE forma parte del Eurosistema).

Los totales (columnas 1, 7 y 14) del cuadro 3.6 son idénticos a los saldos en circulación (columnas 8, 16 y 20), a las emisiones brutas (columnas 5, 13 y 17) y a las emisiones netas (columnas 7, 15 y 19) de los valores denominados en euros recogidos en el cuadro 3.5. Los saldos en circulación de valores emitidos por IFM (columna 2) del cuadro 3.6 son bastante comparables con los saldos de valores distintos de acciones y participaciones e instrumentos del mercado monetario que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM en el cuadro 2.8.3 (columnas 2 y 10), aunque, por el momento, la cobertura de las estadísticas de emisiones de valores es algo menor.

Indicadores de precios y de la economía real

Salvo algunas excepciones, los datos que se presentan en el *Boletín Mensual del BCE* los elaboran la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Sin embargo, la disponibilidad de datos comparables es, como regla general, mayor para los períodos más recientes.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 4.1) está disponible a partir de 1995. El índice se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El desglose por componentes de bienes y servicios se obtiene

² Los códigos del SEC 95 correspondientes a los sectores que figuran en los cuadros del Boletín Mensual son los siguientes: IFM (incluido el Eurosistema) comprende el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona del euro (S121) y otras instituciones financieras monetarias (S122); instituciones financieras no monetarias incluye otros intermediarios financieros (S123), auxiliares financieros (S124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S125); sociedades no financieras (S11); Administración Central (S1311); otras AAPP comprende la Administración Regional (S1312), la Administración Local (S1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S1314).

de la Clasificación del consumo individual por Finalidad (COICOP) utilizada para el IAPC. A partir de enero del 2000, los datos incluyen los costes de los servicios de sanidad y educación; los datos a partir de enero del 2001 también incluyen los servicios hospitalarios y los servicios de protección social en el hogar, los hogares para jubilados y las residencias para discapacitados; en general, no hay datos anteriores disponibles con esta cobertura ampliada. A partir de enero del 2000, el IAPC incluye también los gastos de no residentes que se habían excluido de forma provisional de los IAPC de algunos Estados miembros. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

En relación con las estadísticas de cuentas nacionales (cuadros 4.2 y 5.1), la implantación del SEC 95 durante el año 1999 y siguientes ha comenzado a preparar el terreno para disponer de datos completamente comparables, incluidas cuentas trimestrales de síntesis, para toda la zona del euro. Hasta 1999, los deflatores del PIB que aparecen en el cuadro 4.2.2 se han obtenido a partir de los datos nacionales en sus monedas respectivas. Los datos de cuentas nacionales contenidos en esta edición están elaborados según el SEC 95.

El cuadro 5.2 recoge otros indicadores de la economía real. La aplicación del Reglamento (CE) n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo, ampliará la cobertura de datos disponibles sobre la zona del euro.

Los datos de encuestas de opinión (cuadro y gráfico 5.3) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas entre empresas y consumidores.

Los datos sobre empleo (cuadro 5.4) se basan en el SEC 95. Debido a que no se ha dispuesto a tiempo de la información completa para la zona del euro, se han estimado algunos datos sobre la base de la información disponible. Las tasas de desempleo se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

Estadísticas de cuentas financieras

En el cuadro 6.1, que se publica por primera vez en el presente número, figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no fi-

nancieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públicas (S13), las sociedades no financieras (S11) y los hogares (S14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S15). Los datos (sin desestacionalizar) comprenden los saldos vivos y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y 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. En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores. Si bien tanto los flujos como las transacciones pueden arrojar luz sobre la evolución económica, es más probable que se preste más atención a estas últimas.

Los datos trimestrales se basan en las estadísticas de emisiones de valores de las IFM de la zona del euro, las estadísticas de las Administraciones Públicas, las cuentas financieras nacionales trimestrales y las estadísticas bancarias internacionales del BPI. Si bien todos los países de la zona del euro contribuyen a las estadísticas de dicha zona, hasta la fecha Irlanda y Luxemburgo no proporcionan datos trimestrales sobre las cuentas financieras nacionales.

En el cuadro 6.2 se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación de la zona del euro. Estos datos no pueden conciliarse todavía con los datos trimestrales que figuran en el cuadro 6.1.

Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas

Los cuadros 7.1 a 7.3 muestran el déficit, la deuda y las operaciones de las Administraciones 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 a déficit

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

El cuadro 7.1 recoge los recursos y empleos de las Administraciones Públicas sobre la base de las definiciones establecidas en el Reglamento n.º 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000, que modifica el SEC 95. En el cuadro 7.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal, de acuerdo con las disposiciones del Tratado relativas al protocolo sobre déficit excesivo. Los cuadros 7.1 y 7.2 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. El cuadro 7.3 analiza las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre la variación 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.

Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluidas las reservas), estadísticas del comercio de bienes y tipos de cambio

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos (cuadros 8.1 a 8.6) y en las estadísticas de posición de inversión internacional (PII) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de mayo del 2000 sobre los requerimientos de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2000/04), y a la documentación de Eurostat.

La balanza de pagos de la zona del euro la elabora el BCE. Hasta diciembre de 1998 inclusive, los datos se expresan en ECU. Los datos mensuales más recientes relativos a las estadísticas de balanza de pagos deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente.

Algunos de los datos anteriores se han estimado en parte y pueden no ser totalmente comparables con las observaciones más recientes. Este es el caso de los datos de la cuenta financiera anteriores a 1998, los de la cuenta de servicios anteriores a 1997, la estructura mensual de las rentas de los años 1997 a 1999 y la PII a final de 1997. El cuadro 8.5.2 ofrece un desglose por sectores de los compradores pertenecientes a la zona del euro de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer un desglose por sectores de los emisores pertenecientes a la zona del euro de los valores adquiridos por no residentes.

La posición de inversión internacional de la zona del euro (PII) (cuadro 8.7.1) se elabora en términos netos por agregación de los datos nacionales. La PII se valora a precios de mercado, con la excepción de los saldos de inversión directa, en los que, en gran medida, se utiliza el valor contable.

En el cuadro 8.7.2 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos relacionados con los anteriores. Se presentan, además, las reservas correspondientes y otros activos mantenidos por el BCE. Los datos del cuadro 8.7.2 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre presentación de las reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera. Los datos anteriores se revisan de forma regular. Los datos de activos de reserva anteriores al final de 1999 no son plenamente comparables con las observaciones posteriores. En la dirección del BCE en Internet está disponible una publicación sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema.

El cuadro 9 recoge datos del comercio exterior de bienes de la zona del euro e índices —de valor, de volumen y de valor unitario— para el total de exportaciones e importaciones. El índice de valor lo calcula el BCE. El índice de volumen se obtiene a partir del índice de valor unitario facilitado por Eurostat y el índice de valor. 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 (cuadros 8.1 y 8.2).

En el cuadro 10 se presentan los cálculos realizados por el BCE para determinar los índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro basándose en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales 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. Hasta diciembre del 2000, el grupo reducido lo integran los países cuyas monedas figuran en el cuadro más la dracma griega. Al adoptar el euro en enero del 2001, Grecia dejó de ser socio comercial a efectos del tipo de cambio efectivo del euro y, por lo tanto, se ha ajustado el sistema de ponderaciones. Además, el grupo amplio incluye los siguientes países: 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, Taiwan, 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 del sector manufacturero (IPI) y los costes laborales unitarios de dicho sector (CLUM). En los casos en que no se dispone de deflatores se utilizan estimaciones. Los tipos de cambio bilaterales que se incluyen corresponden a las doce monedas utilizadas por el BCE para el cálculo del tipo de cambio efectivo del euro del grupo reducido. El BCE publica tipos diarios de referencia para esas y otras monedas.

Otras estadísticas

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (cuadro 11) 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 los cuadros y gráficos 12.1 y 12.2 se obtienen de fuentes nacionales. Los datos referidos al ahorro, la inversión y la financiación correspondientes a Estados Unidos y Japón (cuadro y gráfico 12.2) tienen la misma estructura que los relativos a flujos financieros y de capital de la zona del euro, que se recogen en el cuadro y el gráfico 6.

Datos anteriores de indicadores económicos de la zona del euro más Grecia

Los datos relativos a la zona del euro, más Grecia, hasta finales del 2000 figuran en un nuevo cuadro, que se presenta al final de la sección «Estadísticas de la zona del euro». En este cuadro se recogen los datos anteriores de una serie de indicadores relativos a la zona del euro, más Grecia. Se ofrece a continuación información detallada sobre el contenido de las distintas partes del citado cuadro.

En el cuadro A.1 se presentan los agregados monetarios y las principales contrapartidas de M3 obtenidos de los balances consolidados de las IFM. Para la consolidación de los datos referidos al «Euro I I, más Grecia» se han tenido en cuenta los saldos del balance de las IFM de los once primeros países participantes en la zona del euro, frente a las IFM de Grecia. Asimismo, las operaciones denominadas en dracmas griegas se han señalado y tratado como si estuvieran expresadas en euros.

En el cuadro A.2 figuran las estadísticas de tipos de interés del mercado financiero y las de valores distintos de acciones. Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos del mercado monetario de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. A partir de enero de 1999 y hasta diciembre del 2000, los tipos interbancarios de oferta de la zona del euro (EURIBOR) y el ATHIBOR se ponderan por el PIB. Hasta agosto del 2000, 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 vivos nominales de deuda pública a cada plazo.

Para las estadísticas sobre emisiones de valores (que figuran también en el cuadro A.2), el hecho de que los residentes en Grecia se conviertan en residentes en la zona del euro ha dado lugar a dos modificaciones estructurales. La primera supone la inclusión de todos los valores denominados en euros y en dracmas griegas emitidos por residentes en Grecia. La segunda implica la incorporación de todos los valores denominados en dracmas griegas emitidos por residentes en la zona del euro, además de los residentes en Grecia. Las estadísticas

sobre emisiones de valores, incluida Grecia, se elaboran tanto para saldos como para flujos.

Los datos agregados de indicadores de precios y de la economía real en la zona del euro, más Grecia (cuadro B), proceden de la Comisión Europea (Eurostat). Los datos sobre evolución de las finanzas públicas han sido agregados por el BCE.

El cuadro C presenta algunos datos anteriores de balanza de pagos para la zona del euro, más Grecia. La metodología aplicada es generalmente la misma que la utilizada en la sección 8. Toda la información de que se dispone sobre estos datos figura en la dirección del BCE en Internet (en la sección *Statistics: Latest monetary, financial and balance of payments statistics -release schedules*).

El cuadro D recoge los anteriores índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del

euro, más la dracma griega. La metodología utilizada para el cálculo es la descrita en el artículo titulado «Tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro», publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de abril del 2000. En el cálculo de las nuevas ponderaciones para los socios comerciales de la zona del euro, Grecia ha sido excluida de dicho grupo de países e incluida en la zona del euro (para los países incluidos en los cálculos, véase la nota I del cuadro 10 «Tipos de cambio» de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente *Boletín*). Para fechas anteriores a enero del 2001 se ha calculado un tipo de cambio «teórico» del euro, en el que se tiene en cuenta la evolución de la dracma griega, así como los deflatores de la zona del euro, más Grecia. En la dirección del BCE en Internet está disponible la serie completa de datos, en ficheros con formato csv, a partir de 1990 (1993 para el grupo amplio de países).

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema¹

4 de enero de 2000

El BCE anuncia que el 5 de enero de 2000 el Eurosistema efectuará una operación de ajuste para drenar liquidez, con fecha de liquidación el mismo día. El objeto de esta medida es restablecer las condiciones de liquidez habituales en el mercado monetario después de que se llevara a cabo con éxito la transición al año 2000.

5 de enero de 2000

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

15 de enero de 2000

A petición de las autoridades griegas, los ministros de los Estados miembros de la zona del euro, el BCE y los ministros y gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca y Grecia deciden, mediante un procedimiento conjunto, reevaluar la paridad central de la dracma griega en el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II) un 3,5%, con efectos a partir del 17 de enero de 2000.

20 de enero de 2000

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

Además, anuncia que el Eurosistema se propone adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en la primera mitad del 2000. Al establecer esta cantidad se han tenido en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el primer trimestre del año 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.

3 de febrero de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de febrero de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 4 de febrero de 2000.

17 de febrero y 2 de marzo de 2000

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

16 de marzo de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 22 de marzo de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 4,5% y el 2,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 17 de marzo de 2000.

30 de marzo y 13 de abril de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

¹ La cronología de medidas de política monetaria adoptadas en 1999 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE 1999.

27 de abril de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 4 de mayo de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 28 de abril de 2000.

11 de mayo de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

25 de mayo de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

8 de junio de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,50 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,25%, y aplicarlo a las dos operaciones (que se llevarán a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo) que se liquidarán el 15 y el 21 de junio de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,50 puntos porcentuales, hasta el 5,25 % y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de junio de 2000.

Anuncia también que, a partir de la operación que se liquidará el 28 de junio de 2000, las

operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarán por el procedimiento de subasta a tipo de interés variable con adjudicación a tipo múltiple. El Consejo de Gobierno decide fijar un tipo mínimo de puja para estas operaciones igual al 4,25%. El cambio a las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación no pretende introducir una nueva modificación de la orientación de la política monetaria del Eurosistema, sino que es la respuesta a la fuerte sobrepuja que venía produciéndose en el contexto del procedimiento vigente de subastas a tipo de interés fijo.

19 de junio de 2000

De conformidad con el apartado 2 del artículo 122 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Consejo ECOFIN decide que Grecia reúne las condiciones necesarias con arreglo a los criterios establecidos en el apartado 1 del artículo 121 y suprime la excepción de Grecia, con efectos a partir del 1 de enero de 2001. El Consejo ECOFIN adopta esta decisión basándose en los informes presentados por la Comisión Europea y el BCE acerca de los progresos realizados por Suecia y Grecia en el cumplimiento de sus obligaciones en relación con la realización de la unión económica y monetaria, tras consultar al Parlamento Europeo y una vez debatida la cuestión en el Consejo de la UE, reunido en la formación de Jefes de Estado o de Gobierno.

El Consejo ECOFIN, por unanimidad de los Estados miembros de la Comunidad Europea no acogidos a excepción y del Estado miembro en cuestión, a propuesta de la Comisión Europea y previa consulta al BCE, adopta asimismo el tipo de conversión irrevocable entre la dracma griega y el euro, con efectos a partir del 1 de enero de 2001. Tras la determinación del tipo de conversión de la dracma griega respecto al euro (que es igual a su paridad central frente al euro en el Mecanismo de Tipos de Cambio II, MTC II), el BCE y el Banco de Grecia anuncian que llevarán a cabo el seguimiento de la convergencia del tipo de cambio de mercado de la dracma griega frente al euro hacia el tipo de conversión,

convergencia que deberá haberse alcanzado, a más tardar, el 29 de diciembre de 2000.

21 de junio de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 5,25% y 3,25%, respectivamente. El Consejo reitera que, tal como se anunció el 8 de junio de 2000, las próximas operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarán por el procedimiento de subasta a tipo de interés variable con adjudicación a tipo múltiple, estableciendo un tipo mínimo de puja del 4,25%.

Asimismo, el Consejo de Gobierno anuncia que, para las operaciones de financiación a plazo más largo que se ejecutarán en el segundo semestre del 2000, el Eurosistema se propone adjudicar una cantidad de 15 mm de euros por operación. Al establecer esta cantidad se han tenido en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el segundo semestre del 2000 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.

6 de julio, 20 de julio y 3 de agosto de 2000

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 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

31 de agosto de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de septiembre de 2000.

Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad de crédito y de la facilidad marginal de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 5,5% y el 3,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 1 de septiembre.

14 de septiembre de 2000

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 de crédito y de la facilidad marginal de depósito se mantengan en el 4,5%, 5,5% y 3,5%, respectivamente.

5 de octubre de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2000. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 5,75% y el 3,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de octubre.

19 de octubre, 2 de noviembre, 16 de noviembre y 30 de noviembre de 2000

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 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

14 de diciembre de 2000

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 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

Además, decide reconfirmar el valor de referencia vigente para el crecimiento monetario, es decir, una tasa de crecimiento interanual del 4,5% para el agregado monetario amplio M3. Esta decisión se adopta debido a que la evidencia disponible sigue corroborando los supuestos en que se basó la obtención del valor de referencia en diciembre de 1998 (y su confirmación en diciembre de 1999), es decir, que, en el medio plazo, la velocidad de circulación de M3 disminuye a una tasa tendencial comprendida entre el 0,5% y el 1% anual, y el producto potencial crece a una tasa tendencial comprendida entre el 2% y el 2,5% anual. El Consejo de Gobierno volverá revisar el valor de referencia en diciembre del 2001.

2 de enero de 2001

El 1 de enero de 2001, Grecia adoptó el euro, convirtiéndose así en el duodécimo Estado miembro de la UE que adopta la moneda única y el primero en hacerlo desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el 1 de enero de 1999. Como resultado de esta medida, el Banco de Grecia se convierte en miembro de pleno derecho del Eurosistema con los mismos derechos y obligaciones que los once bancos centrales nacionales de los otros Estados miembros que habían adoptado el euro con anterioridad. De conformidad con el artículo 49 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (Estatutos del SEBC), el Banco de Grecia desembolsa el resto de su contribución al capital del BCE y la correspondiente a las reservas del BCE y le transfiere, además, su contribución a los activos exteriores de reserva de la institución.

El 29 de diciembre de 2000, se anuncia la primera operación principal de financiación del año 2001, en la que participarán por vez primera las entidades de contrapartida griegas del Eurosistema, operación que se ejecuta con éxito. En el volumen de adjudicación de 101 mm de euros, se tienen en cuenta las necesidades adicionales de liquidez de la zona del euro, resultantes de la integración de las instituciones financieras monetarias griegas en el sistema bancario de dicha zona.

4 de enero de 2001

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 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

Decide, además, 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 2001. Al establecer esta cantidad se han tenido en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en dicho año 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 ajustar el volumen de adjudicación a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

18 de enero, 1 de febrero, 15 de febrero, 1 de marzo, 15 de marzo, 29 de marzo, 11 de abril y 26 de abril de 2001

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 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

10 de mayo de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de la operación principal de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de mayo de 2001. 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 5,5% y el 3,5%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 11 de mayo de 2001.

Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

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

Informe Anual

«Informe Anual 1998», abril 1999.

«Informe Anual 1999», abril 2000.

«Informe Anual 2000», mayo 2001.

Informe de Convergencia

«Informe de Convergencia 2000», mayo 2000.

Boletín Mensual

Artículos publicados a partir de enero de 1999:

«El área del euro al inicio de la Tercera Etapa», enero 1999.

«La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», enero 1999.

«Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema», febrero 1999.

«El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro», abril 1999.

«El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias», abril 1999.

«El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación», mayo 1999.

«La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», mayo 1999.

«Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro», julio 1999.

«El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales», julio 1999.

«El papel internacional del euro», agosto 1999.

«Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999», agosto 1999.

«Diferenciales de inflación en una unión monetaria», octubre 1999.

«Los preparativos del SEBC para el año 2000», octubre 1999.

«Políticas orientadas a la estabilidad y evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en los años noventa», noviembre 1999.

«El sistema TARGET y los pagos en euros», noviembre 1999.

«Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo», noviembre 1999.

«La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera», enero 2000.

«Las reservas exteriores y las operaciones del Eurosistema», enero 2000.

«El Eurosistema y el proceso de ampliación de la UE», febrero 2000.

«El proceso de consolidación en el sector de la liquidación de valores», febrero 2000.

«Tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro», abril 2000.

«La UEM y la supervisión bancaria», abril 2000.

«El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria», mayo 2000.

«Evolución y características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro», mayo 2000.

«Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación», julio 2000.

«La transmisión de la política monetaria en la zona del euro», julio 2000.

«El envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro», julio 2000.

«Indicadores de precios y costes de la zona del euro: panorámica general», agosto 2000.

«El comercio exterior de la economía de la zona del euro: principales características y tendencias recientes», agosto 2000.

«Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», octubre 2000.

«Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea», octubre 2000.

«Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE», noviembre 2000.

«Cuestiones suscitadas por la aparición del dinero electrónico», noviembre 2000.

«La zona del euro tras la integración de Grecia», enero 2001.

«Formulación de la política monetaria en un entorno de incertidumbre», enero 2001.

«Relaciones del BCE con los organismos y foros internacionales», enero 2001.

- «Características de la financiación empresarial en la zona del euro», febrero 2001.
- «Hacia un nivel de servicio uniforme para los pagos al por menor en la zona del euro», febrero 2001.
- «La política de comunicación del Banco Central Europeo», febrero 2001.
- «Evaluación de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2001.
- «El sistema de activos de garantía del Eurosistema», abril 2001.
- «La introducción de los billetes y monedas en euros», abril 2001.
- «Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario», mayo 2001.
- «El nuevo marco para la adecuación de los recursos propios: el enfoque del BCE», mayo 2001.
- «Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro», mayo 2001.
-

Serie de Occasional Papers

- 1 «The impact of the euro on money and bond markets», por Javier Santillán, Mark Bayle y Christian Thygesen, julio 2000.
-

Serie de documentos de trabajo

- 1 «A global hazard index for the world foreign exchange markets», por V. Brousseau y F. Scacciavillani, mayo 1999.
- 2 «What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank», por C. Monticelli y O. Tristani, mayo 1999.
- 3 «Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world», por C. Detken, mayo 1999.
- 4 «From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries», por I. Angeloni y L. Dedola, mayo 1999.
- 5 «Core inflation: a review of some conceptual issues», por M. Wynne, mayo 1999.
- 6 «The demand for M3 in the euro area», por G. Coenen y J. L. Vega, septiembre 1999.
- 7 «A cross-country comparison of market structures in European banking», por O. de Bandt y E. P. Davis, septiembre 1999.
- 8 «Inflation zone targeting», por A. Orphanides y V. Wieland, octubre 1999.
- 9 «Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models», por G. Coenen, enero 2000.
- 10 «On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention», por R. Fatum, febrero 2000.

- 11 «Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?», por J. M. Berk y P. van Bergeijk, febrero 2000.
- 12 «Indicator variables for optimal policy», por L. E. O. Svensson y M. Woodford, febrero 2000.
- 13 «Monetary policy with uncertain parameters», por U. Söderström, febrero 2000.
- 14 «Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty», por G. D. Rudebusch, febrero 2000.
- 15 «The quest for prosperity without inflation», por A. Orphanides, marzo 2000.
- 16 «Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model», por P. Hördahl, marzo 2000.
- 17 «Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment», por S. Fabiani y R. Mestre, marzo 2000.
- 18 «House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis», por M. Iacoviello, abril 2000.
- 19 «The euro and international capital markets», por C. Decken y P. Hartmann, abril 2000.
- 20 «Convergence of fiscal policies in the euro area», por O. de Bandt y F. P. Mongelli, mayo 2000.
- 21 «Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data», por M. Ehrmann, mayo 2000.
- 22 «Regulating access to international large-value payment systems», por C. Holthausen y T. Rønde, junio 2000.
- 23 «Escaping Nash inflation», por In-Koo Cho y T. J. Sargent, junio 2000.
- 24 «What horizon for price stability», por F. Smets, julio 2000.
- 25 «Caution and conservatism in the making of monetary policy», por P. Schellekens, julio 2000.
- 26 «Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making», por B. Winkler, agosto 2000.
- 27 «This is what the US leading indicators lead», por M. Camacho y G. Pérez-Quirós, agosto 2000.
- 28 «Learning, uncertainty and central bank activism in a economy with strategic interactions», por M. Ellison y N. Valla, agosto 2000.
- 29 «The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case», por S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto y P. Sestito, septiembre 2000.
- 30 «A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities», por G. Coenen y V. Wieland, septiembre 2000.
- 31 «The disappearing tax base: Is foreign direct investment eroding corporate income taxes?», por R. Gropp y K. Kostial, septiembre 2000.

- 32 «Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?», por F. De Fiore, septiembre 2000.
- 33 «The information content of M3 for future inflation in the euro area»,
por C. Trecroci y J. L. Vega, octubre 2000.
- 34 «Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs»,
por O. Castrén y T. Takalo, octubre 2000.
- 35 «Systemic Risk: A survey», por O. de Bandt y P. Hartmann, noviembre 2000.
- 36 «Measuring core inflation in the euro area», por C. Morana, noviembre 2000.
- 37 «Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe»,
por P. Vermeulen, noviembre 2000.
- 38 «The optimal inflation tax when taxes are costly to collect», por F. De Fiore, noviembre 2000.
- 39 «A money demand system for euro area M3», por C. Brand y N. Cassola, noviembre 2000.
- 40 «Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy»,
por B. Mojon, noviembre 2000.
- 41 «Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts», por P.M. Geraats, enero 2001.
- 42 «An area-wide model (AWM) for the euro area», por G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, enero 2001.
- 43 «Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm»,
por D. Rodríguez Palenzuela, febrero 2001.
- 44 «The supply and demand for Eurosystem deposits - The first 18 months»,
por U. Bindseil y F. Seitz, febrero 2001.
- 45 «Testing the rank of the Hankel Matrix: A statistical approach»,
por G. Camba-Méndez y G. Kapetanios, marzo 2001.
- 46 «A two-factor model of the German term structure of interest rates», por N. Cassola
y J. B. Luis, marzo 2001.
- 47 «Deposit insurance and moral hazard; does the counterfactual matter?», por R. Gropp
y J. Vesala, marzo 2001.
- 48 «Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on the stock markets»,
por M. Fratzscher, marzo 2001.
- 49 «Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area»
por M. Casares, marzo 2001.
- 50 «Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and
the US» por T. von Wachter, marzo 2001.
- 51 «The functional form of the demand for euro area M1», por L. Stracca, marzo 2001.

- 52 «Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?», por G. Peersman y F. Smets, marzo 2001.
- 53 «An evaluation of some measures of core inflation for the euro area», por J. L. Vega y M. A. Wynne, abril 2001.
- 54 «Assessment criteria for output gap estimates», por G. Camba-Méndez y D. Rodríguez Palenzuela, abril 2001.
- 55 «Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area» por A. Calza, G. Garner y J. Sousa, abril 2001.
- 56 «Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions», por E. Faia, abril 2001.
- 57 «Model-based indicators of labour market rigidity», por S. Fabiani y D. Rodríguez Palenzuela, abril 2001.
- 58 «Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities» por G. Pérez-Quirós y A. Timmermann, abril 2001.
- 59 «Uncertain potential output: implications for monetary policy», por M. Ehrmann y F. Smets, abril 2001.
- 60 «A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties», por E. Angelini, J. Henry y R. Mestre, abril 2001.
- 61 «Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area», por E. Angelini, J. Henry y R. Mestre, abril 2001.
- 62 «Spectral based methods to identify common trends and common cycles», por G. C. Méndez y G. Kapetanios, abril 2001.

Otras publicaciones

- «The TARGET service level», julio 1998.
- «Report on electronic money», agosto 1998.
- «Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations», septiembre 1998.
- «Money and banking statistics compilation guide», septiembre 1998.
- «La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC», septiembre 1998.
- «Third progress report on the TARGET project», noviembre 1998.
- «Correspondent central banking model (CCBM)», diciembre 1998.
- «Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures», enero 1999.

«Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term», febrero 1999.

«Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise», julio 1999.

«The effects of technology on the EU banking systems», julio 1999.

«Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union», agosto 1999.

«Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem's view», septiembre 1999.

«Compendium: recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998-mayo de 1999», octubre 1999.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 1999.

«Estadísticas monetarias y bancarias: Guía de elaboración, Addendum I: Instrumentos del mercado monetario», noviembre 1999.

«Money and Banking Statistics Sector Manual», segunda edición, noviembre 1999.

«Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States», noviembre 1999.

«Correspondent central banking model (CCBM)», noviembre 1999.

«Cross-border payments in TARGET: A users' survey», noviembre 1999.

«Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series», noviembre 1999.

«Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics», diciembre 1999.

«Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures», febrero 2000.

«Interlinking: Data dictionary», versión 2.02, marzo 2000.

«Asset prices and banking stability», abril 2000.

«EU banks' income structure», abril 2000.

«Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC», mayo 2000.

«Correspondent central banking model (CCBM)», julio 2000.

«Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales», agosto 2000.

«Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», agosto 2000.

«Improving cross-border retail payment services», septiembre 2000.

«Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves», octubre 2000.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2000.

- «Information guide for credit institutions using TARGET», noviembre 2000.
- «La política monetaria única en la tercera fase: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», noviembre 2000.
- «EU banks' margins and credit standards», diciembre 2000.
- «Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications», diciembre 2000.
- «Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank», enero 2001.
- «Cross-border use of collateral: A user's survey», febrero 2001.
- «Price effects of regulatory reform in selected network industries», marzo 2001.
- «The role of central banks in prudential supervision», marzo 2001.
- «Money and banking statistics in the accession countries: Methodological manual», abril 2001.
- «TARGET: Annual report», mayo 2001.
-

Folletos informativos

- «TARGET: facts, figures, future», septiembre 1999.
- «The ECB payment mechanism», agosto 2000.
- «The euro: integrating financial services», agosto 2000.
- «TARGET», agosto 2000.
- «The European Central Bank», abril 2001.
- «The euro banknotes and coins», mayo 2001.

