



BANCO CENTRAL EUROPEO

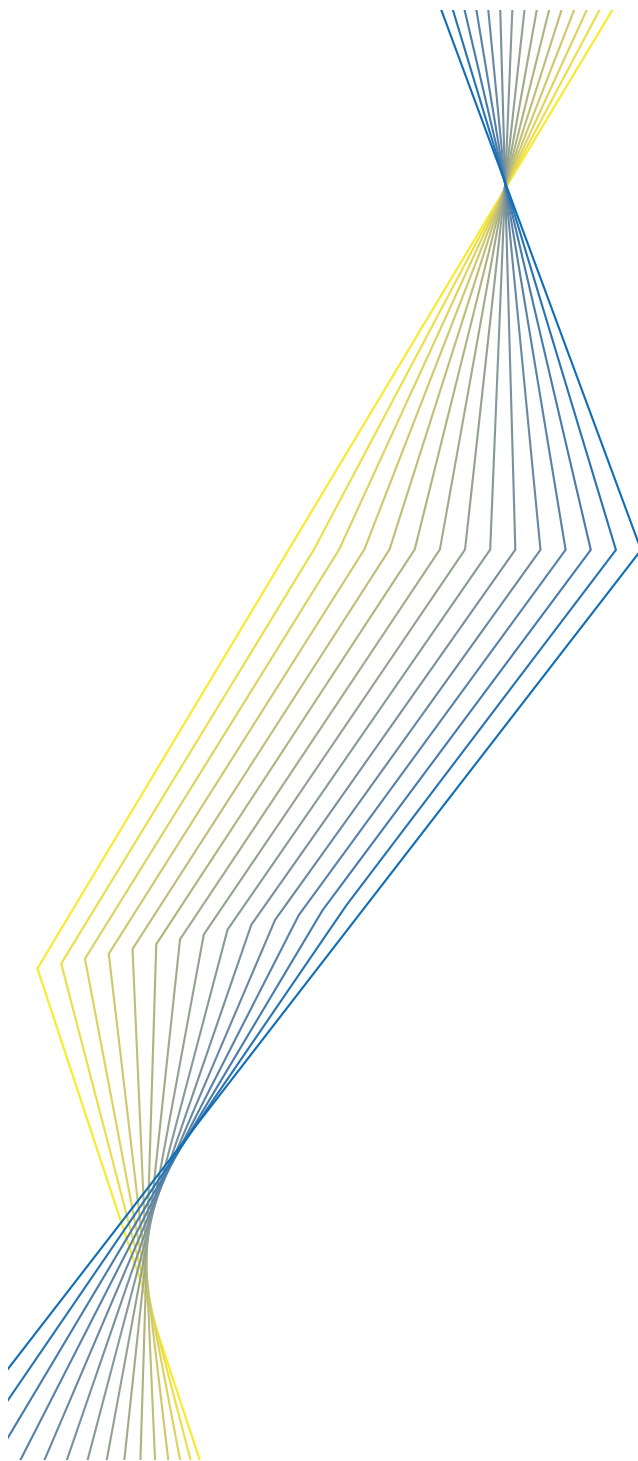
ECB EZB EKT BCE EKP

**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

Octubre 2002



**BANCO CENTRAL EUROPEO**



**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

**Octubre 2002**

*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, 2002

© De la traducción: Banco de España, Madrid 2002

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

*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 9 de octubre de 2002.*

# Índice

Editorial	5
Evolución económica de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	9
Evolución de los precios	19
Producto, demanda y mercado de trabajo	27
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	34
Recuadros:	
1 Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de septiembre de 2002	14
2 Evolución reciente de la inflación percibida y observada	20
3 Precios de la vivienda en la zona del euro	25
4 Retos al saneamiento presupuestario	32
5 Evolución de los flujos financieros netos entre la zona del euro y Estados Unidos	40
Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro	43
Principales características del mercado de repos de la zona del euro	55
Estadísticas de la zona del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	81*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	87*

## 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> )
CLUM	Costes Laborales Unitarios en el Sector Manufacturero
CNAE Rev. 1	Clasificación de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme del comercio internacional (revisión 3)
ECU	Unidad de Cuenta Europea
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
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	miles de millones
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

## Editorial

En su reunión celebrada el 10 de octubre de 2002, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en el 3,25%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 4,25% y el 2,25%, respectivamente.

Estas decisiones se basaron en un análisis detallado de la evolución monetaria, financiera y económica de la zona del euro, incluidos los datos más recientes, realizado en el marco de la estrategia de política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno llegó a la conclusión de que los riesgos para la estabilidad de precios se encuentran actualmente equilibrados.

Por lo que se refiere al análisis realizado en el contexto del primer pilar, la media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se situó en el 7,1% en el período comprendido entre junio y agosto del 2002, frente al 7,3% registrado en el período entre mayo y julio del 2002. Por tanto, en la zona del euro el crecimiento monetario se mantuvo intenso y la liquidez holgada.

No obstante, la reciente evolución monetaria debe de interpretarse con cautela. Por un lado, esta evolución se ha visto influida por el considerable grado de incertidumbre existente en los mercados financieros y, por lo tanto, refleja en parte una marcada preferencia de los inversores por la liquidez. Por otro, el bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo ha tendido a estimular la expansión monetaria, reflejada especialmente en el aumento del agregado monetario estrecho M1. Al mismo tiempo, el volumen de préstamos concedido al sector privado parece estar estabilizándose en tasas de crecimiento superiores al 5%, un ritmo de expansión que, en términos reales, resulta fundamentalmente acorde con la evolución media a largo plazo.

Tomando en consideración toda la información relativa al primer pilar, desde una perspectiva a medio plazo, existe una mayor liquidez de la que sería necesaria para financiar un crecimiento sostenido no inflacionista. Sin embargo, dado el actual entorno económico, el Consejo de Gobierno no considera que exista el riesgo de que este hecho vaya a traducirse en presiones inflacionistas en el futuro inmediato.

En lo referente al segundo pilar, los datos y los resultados de las encuestas más recientes confirman que la actividad económica de la zona del euro sigue siendo moderada. Tanto los datos como los resultados sugieren que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real en el tercer trimestre del 2002 podría situarse en niveles similares a los registrados en los dos primeros trimestres, en los que la tasa de expansión intertrimestral alcanzó el 0,4%. En este contexto, no es probable que se materialicen las anteriores expectativas de aceleración de la actividad económica durante el segundo semestre del 2002. Dada la moderación de la evolución económica, las previsiones de crecimiento del PIB real realizadas por instituciones públicas y privadas han sido revisadas a la baja, y la reciente evolución de los mercados financieros también apunta a un empeoramiento de las expectativas de crecimiento.

Pese a ello, el retorno de las tasas de crecimiento económico a niveles acordes con su potencial durante el 2003 constituye el principal escenario para la zona del euro. Este escenario, que tiene en cuenta los sólidos fundamentos económicos de la zona del euro, depende de la recuperación de la demanda interna y de un mayor crecimiento de la economía mundial.

No obstante, la incertidumbre que rodea las perspectivas económicas es elevada debido, en particular, al acusado descenso de las cotizaciones bursátiles y a su posible efecto adverso sobre la economía, además de a las tensiones geopolíticas, como refleja la subida de los precios del petróleo. El aumento de las tenencias directas o indirectas de acciones por parte de los hogares de la zona del euro durante los últimos años, ha elevado la posibilidad de que la reciente evolución de los mercados financieros ejerza una influencia negativa sobre el consumo, a través de la repercusión en el nivel de riqueza. Además, la reciente evolución de los mercados financieros podría encarecer las participaciones de capital como medio de financiación de la inversión de las empresas en la zona del euro. Aunque la evidencia disponible sugiere que los efectos directos de las variaciones de los mercados bursátiles en el gasto de la zona del euro deberían ser relativamente limitados, y mucho menos significativos que en otras economías importantes, el hecho de que las cotizaciones bursátiles hayan descendido de forma pro-

nunciada en todo el mundo ha incrementado los riesgos a la baja en torno a la recuperación económica. Adicionalmente, los desequilibrios de la economía mundial y su posible repercusión en la economía de la zona del euro siguen constituyendo una significativa fuente de riesgos para el crecimiento. En conjunto, en la presente coyuntura resulta especialmente difícil determinar el momento en que se producirá una intensificación adicional de la recuperación económica, tanto de la zona del euro como del resto del mundo.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fue del 2,1% en agosto, y la estimación preliminar de Eurostat indica que en septiembre se habría situado en el 2,2%. Aunque aún no se dispone de información detallada sobre los distintos subcomponentes del IAPC, es probable que el reciente aumento refleje la subida de los precios energéticos. En general, esta evolución continúa siendo acorde con anteriores previsiones de que la tasa de inflación se situaría en torno al 2% durante lo que resta de año. Por lo que se refiere a agosto del 2002, mes para el que se dispone de datos por componentes, la inflación medida por el IAPC, excluidos los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, se mantuvo en el 2,5%, un nivel próximo al observado a principios del 2002. Sin embargo, esta tasa de variación oculta trayectorias muy diversas. Mientras que la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos ha tendido a descender significativamente a lo largo del 2002, la de los precios de los servicios se mantuvo elevada.

De cara al futuro, la tendencia de la inflación a corto plazo se verá afectada por la evolución de los precios del petróleo. Paralelamente, el tipo de cambio del euro, que se ha fortalecido desde principios del presente año, y el entorno económico general deberían contribuir a reducir las presiones inflacionistas. Sin embargo, la estimación de que la tasa de inflación disminuirá y se mantendrá por debajo del 2% depende de la evolución de los precios del petróleo y de la moderación salarial. A este respecto, el crecimiento de los salarios nominales ha mantenido una trayectoria alcista que, de acuerdo con los indicios preliminares, sólo se habría frenado recientemente. La inercia del comportamiento de los precios de consu-

mo en la zona del euro, en especial de los precios de los servicios, constituye un factor que ha de ser objeto de vigilancia.

En general, la política monetaria continuará orientada hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios y seguirá centrada en el medio plazo y, por tanto, proporcionando un ancla fiable a consumidores e inversores. En la actual coyuntura, el comportamiento de la demanda agregada y del tipo de cambio debería contribuir a relajar las presiones inflacionistas, mientras que la evolución monetaria, la tendencia de los salarios y el comportamiento de los precios del petróleo podrían apuntar a la existencia de riesgos de signo opuesto. En consecuencia, todos los factores que pudieran afectar al equilibrio de los riesgos sobre la estabilidad de precios a medio plazo requieren un seguimiento atento.

En cuanto a las políticas fiscales de la zona del euro, el Consejo de Gobierno señala con preocupación que en algunos países no existe aún suficiente afán por lograr saldos presupuestarios próximos al equilibrio o con superávit a medio plazo. En algunos países, los actuales problemas presupuestarios derivan del hecho de no haber aprovechado la oportunidad de mejorar sustancialmente sus posiciones fiscales cuando las tasas de crecimiento económico se situaban en niveles considerablemente más elevados que los actuales. Dado que esta oportunidad fue desaprovechada, en este momento la única alternativa posible para todos los países que mantienen desequilibrios es adquirir el firme compromiso de evitar déficit excesivos, de conformidad con las disposiciones del Tratado, y alcanzar saldos presupuestarios próximos al equilibrio o con superávit, como exige el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Es necesario actuar con prontitud y determinación a fin de elaborar planes de ajuste creíbles basados tanto en supuestos realistas sobre el entorno económico, como en medidas de saneamiento bien definidas. Estos planes de ajuste deberán suponer mejoras anuales significativas de los saldos presupuestarios ajustados cíclicamente y habrán de seguirse estrictamente y completarse con la mayor brevedad posible. Para sustentar este proceso, el BCE respalda la realización de un seguimiento estricto de la puesta en práctica de las estrategias de saneamiento, la estricta aplicación del procedimiento por déficit excesivo previsto y la aplicación rigurosa de la normativa contable.

El saneamiento presupuestario creíble favorece las perspectivas de crecimiento económico. Los efectos directos sobre la demanda a corto plazo se verían contrarrestados por el mayor grado de credibilidad en la dirección de la política fiscal, reforzando la confianza y, con ello, el gasto privado. Además, la consecución de saldos presupuestarios acordes con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento creará gradualmente margen de maniobra para hacer frente a cuestiones relacionadas con el envejecimiento de la población y su repercusión en las finanzas públicas.

Resulta asimismo importante que los Gobiernos superen la inercia existente en la puesta en práctica de reformas estructurales, tanto en materia de ingresos y gasto públicos, como de los mercados de trabajo, financieros y de productos. Nuevos

retrasos en afrontar con mayor determinación las causas que limitan el crecimiento del producto potencial a medio plazo, y en consecuencia un aprovechamiento sólo parcial del actual producto potencial, resultan costosos y dificultan todavía más el logro de los objetivos establecidos en el programa de Lisboa. Las reformas estructurales no producen beneficios hasta transcurrido algún tiempo. En las circunstancias actuales, para reforzar la confianza es preciso actuar con especial rapidez y decisión.

En la presente edición del *Boletín Mensual* se publican dos artículos. En el primero se revisan los resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro, y en el segundo se analizan las principales características del mercado de repos de la zona del euro.





# Evolución económica de la zona del euro

## I Evolución monetaria y financiera

### Decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE

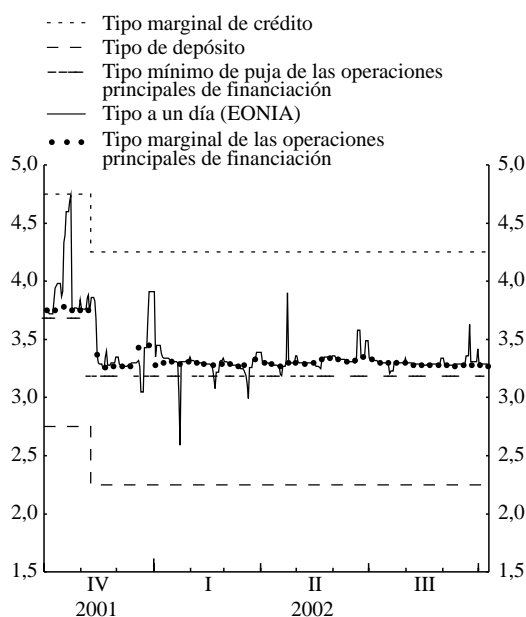
En la reunión celebrada el 10 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener en el 3,25% el tipo mínimo de puja aplicable a las operaciones principales de financiación ejecutadas mediante subastas a tipo variable. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron también sin cambios en el 4,25% y el 2,25%, respectivamente (véase gráfico 1).

### El crecimiento de M3 siguió siendo elevado en agosto

En agosto del 2002, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 disminuyó ligeramente hasta el 7%, desde el 7,1% de julio (véase gráfico 2). Sin embargo, esta disminución del crecimiento interanual de M3 se debió principalmente a efectos de base, ya que la tasa de variación intermensual de M3 aumentó fuertemente en agosto (un 0,7%). La media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales

### Gráfico 1 Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)

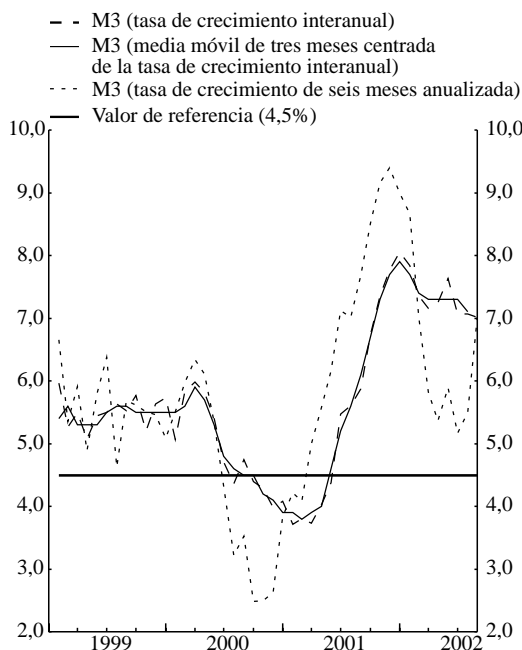


Fuentes: BCE y Reuters.

### Gráfico 2

#### Crecimiento de M3 y valor de referencia

(ajustado de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

de M3 se redujo desde el 7,3% registrado en el período comprendido entre mayo y julio del 2002, hasta el 7,1% correspondiente al período de tres meses entre junio y agosto.

El intenso y continuado crecimiento monetario de los últimos meses refleja, en cierta medida, la existencia de nuevas reestructuraciones de cartera en favor de activos líquidos a corto plazo, alentadas por la creciente incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros. Además, es probable que esta dinámica monetaria se haya visto favorecida, en parte, por el bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos líquidos. A consecuencia de este elevado y duradero crecimiento de M3, la liquidez existente en la zona del euro es actualmente considerable. Estos altos niveles de liquidez —de no ser corregidos— podrían ser preocupantes para la estabilidad de precios a medio plazo. Sin embargo, en la situación actual resulta improbable que tales excesos de liquidez se traduzcan en presiones inflacionistas en el futuro próximo.

En cuanto a los principales componentes de M3, el agregado monetario estrecho M1 aumentó en

agosto hasta el 7,8%, desde el 7,6% observado en el mes de julio (véase cuadro 1). Al igual que en los meses anteriores, dicho incremento se debió a la continua recuperación del efectivo en circulación, cuyo crecimiento mensual desestacionalizado fue de 7,2 mm de euros en agosto, ligeramente inferior al aumento medio mensual de 9,5 mm de euros registrado durante el período comprendido entre marzo y julio. La expansión del efectivo en circulación durante los últimos meses refleja, probablemente, la gradual reconstrucción de las tenencias de efectivo por parte tanto de los residentes como de los no residentes en la zona del euro, después de su fuerte descenso en el período previo a la introducción del euro. Considerando conjuntamente el efectivo en circulación y los depósitos a la vista, el fortalecimiento del crecimiento interanual de M1 durante los últimos meses obedece, en parte, al efecto de una mayor demanda de activos líquidos por motivos de precaución provocada por el actual clima de incertidumbre financiera, pero apunta también a los bajos costes de oportunidad de mantener los instrumentos incluidos en dicho agregado.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se moderó ligeramente en agosto, situándose en el 5,4%, frente al 5,5% correspondiente al mes anterior (véase cuadro 1). La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables dismi-

nuyó hasta el 10,1%, desde el 10,4% de julio. Sin embargo, esta disminución es atribuible principalmente a efectos de base, ya que, en realidad, las tasas de crecimiento a más corto plazo de los instrumentos negociables continuaron recuperándose en agosto, lo que concuerda con la evidencia de un nuevo aumento de la demanda de activos líquidos, debida a la alta incertidumbre existente en los mercados financieros.

Por lo que se refiere a las contrapartidas de M3 en el balance de las IFM, en consonancia con la creciente aversión al riesgo de los inversores, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) volvió a registrar un nuevo ascenso en agosto, pasando del 4,8% al 5,2%.

### Se estabiliza la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado

Si se considera el activo del balance de las IFM, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a los residentes en la zona del euro se situó en el 4,2% en agosto, en comparación con el 4,1% observado en el mes anterior. Sin embargo, este incremento fue resultado de la divergente evolución de sus dos principales componentes (véase gráfico 3). Mientras que la tasa de creci-

**Cuadro I**  
**Cuadro resumen de las variables monetarias de la zona del euro**

(tasas de variación interanuales; medias trimestrales)

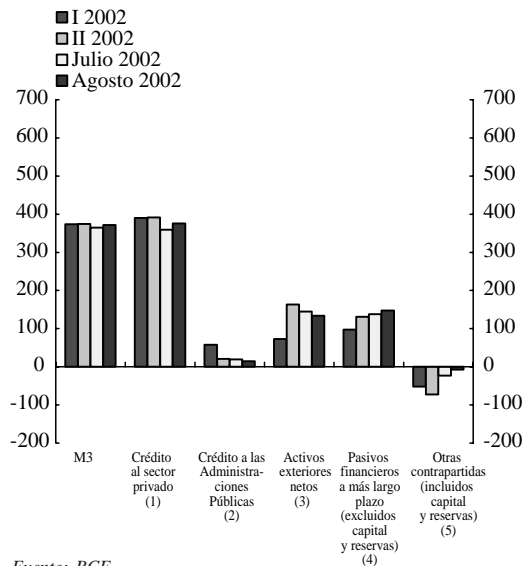
	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 May	2002 Jun	2002 Jul	2002 Ago
<i>Ajustadas de efectos calendario y estacionales</i>							
<b>M1</b>	5,5	6,2	6,6	6,8	6,9	7,6	7,8
<i>Del cual:</i> Efectivo en circulación	-18,5	-28,0	-20,0	-18,2	-14,4	-9,6	-5,7
<i>Del cual:</i> Depósitos a la vista	10,4	13,0	11,7	11,5	10,8	10,8	10,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	6,0	6,8	6,4	6,7	6,1	5,5	5,4
<b>M2</b>	5,7	6,5	6,5	6,8	6,5	6,5	6,5
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	19,0	14,6	12,6	13,1	10,7	10,4	10,1
<b>M3</b>	7,5	7,6	7,3	7,6	7,1	7,1	7,0
<i>Sin ajustar de efectos calendario y estacionales</i>							
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excl. capital y reservas)</b>	2,9	3,1	4,0	4,6	4,6	4,8	5,2
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>	5,2	5,1	4,5	4,5	4,4	4,1	4,2
Crédito a las Administraciones Públicas	-0,7	1,7	1,8	1,6	1,0	0,9	0,7
<i>Del cual:</i> Préstamos a las Administraciones Públicas	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,7	-0,6	-1,4
Crédito a otros residentes en la zona del euro	6,9	6,1	5,3	5,4	5,4	5,0	5,2
<i>Del cual:</i> Préstamos al sector privado	6,5	5,7	5,6	5,8	5,5	5,2	5,4

Fuente: BCE.

### Gráfico 3

#### Movimientos de M3 y sus contrapartidas

(variaciones interanuales, fin de período; mm de euros; sin ajustar de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

$M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$ .

miento interanual del crédito a las Administraciones Públicas disminuyó (0,7%, frente al 0,9% en el mes anterior), la del crédito al sector privado aumentó (5,2%, frente al 5% en julio), reflejando un mayor crecimiento de los préstamos (5,4% en comparación con el 5,2% en julio) y de las acciones y participaciones en la cartera de las IFM. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones en poder de las IFM experimentó un descenso. En términos generales, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado parece haberse estabilizado en torno al 5,5% en los últimos meses.

Por último, en agosto del 2002, la posición acreedora neta frente al exterior del sector IFM de la zona del euro se incrementó en 16,1 mm de euros (sin desestacionalizar). Durante los doce meses transcurridos hasta agosto, los activos exteriores netos del sector IFM de la zona del euro aumentaron 133,9 mm de euros, en comparación con los 144,8 mm de euros correspondientes a los doce meses que finalizaban en julio (véase gráfico 3).

#### Continúa en julio la disminución de la emisión de valores distintos de acciones

La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por

residentes en la zona del euro siguió disminuyendo, desde el 6,5% registrado en junio, hasta el 6,3% en julio. Esta evolución se debió al descenso, de 0,4 y 0,2 puntos porcentuales respectivamente, de las tasas de crecimiento interanuales del saldo vivo de los valores distintos de acciones tanto a corto como a largo plazo, que se situaron en el 3,9% y el 6,5%, respectivamente (véase gráfico 4). Todos los sectores principales contribuyeron al menor crecimiento de dichos saldos.

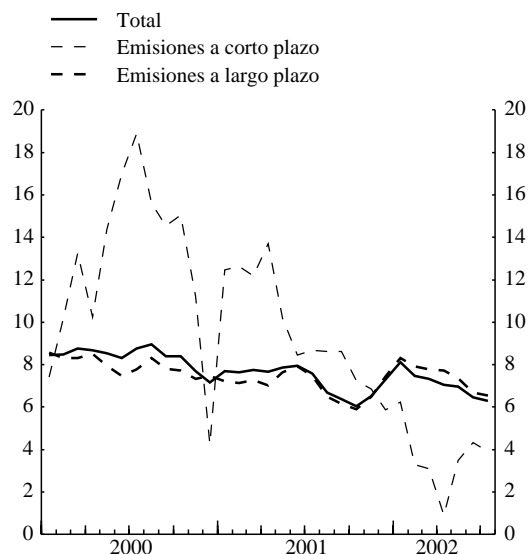
El detalle por monedas muestra que la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro se situó en el 6,4% en julio, frente al 6,8% observado en el mes anterior. Al mismo tiempo, la participación de estos valores en la emisión bruta total fue del 91,1% en julio, apenas sin cambios respecto del 91% correspondiente al mes anterior.

En cuanto al detalle por sectores de la emisión de valores distintos de acciones denominados en euros, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de este tipo de valores emitidos por las IFM,

### Gráfico 4

#### 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 datos de Grecia. Para facilitar la comparación, las tasas de crecimiento interanuales anteriores a enero del 2001 utilizan datos de la zona del euro más Grecia.

el sector que representa la mayor parte del saldo vivo de las emisiones no realizadas por las Administraciones Públicas, disminuyó hasta el 4,3% en julio, desde el 5% observado en junio. Esta menor oferta de valores distintos de acciones por parte de las IFM puede haber obedecido a unas necesidades de financiación bastante limitadas en un contexto de menor crecimiento del crédito y de fuerte expansión de los depósitos.

La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras retrocedió ligeramente hasta el 8% en julio, desde el 8,1% del mes anterior. En este sector, las tendencias de la emisión variaron significativamente entre los distintos plazos. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo fue del 15,3%, mientras que el saldo vivo de los valores distintos de acciones a corto plazo registró un descenso del -15,1%. No resulta extraña la coincidencia de una intensa actividad emisora en el mercado de bonos de empresa y una fuerte reducción en el mercado de pagarés en períodos en los que existe cierta incertidumbre respecto a la calidad de los créditos, empeora la calificación crediticia de las empresas, el crecimiento económico es moderado y las necesidades de financiación del capital circulante son limitadas.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias siguió siendo elevada, aunque disminuyó en julio hasta el 35,1%, desde el 39,9% registrado en junio. La continua e intensa actividad emisora de dicho sector, que es relativamente pequeña si se compara con la del mercado en su conjunto, puede deberse a una demanda bastante importante, por parte de los inversores, de bonos de empresa con una mejor calidad crediticia, emitidos por entidades de propósito especial (por ejemplo, filiales cuyas operaciones se limitan a la adquisición y financiación de activos concretos), en un contexto de creciente preocupación sobre la calidad crediticia de los valores.

En cuanto al sector público, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central descendió hasta el 4% en julio, desde el 4,2% correspondiente al mes de junio. Al mismo tiempo,

sin embargo, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por otras Administraciones Públicas siguió aumentando, hasta situarse en el 36,6% en junio, frente al 32,9% registrado en el mes anterior.

### Descienden los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela

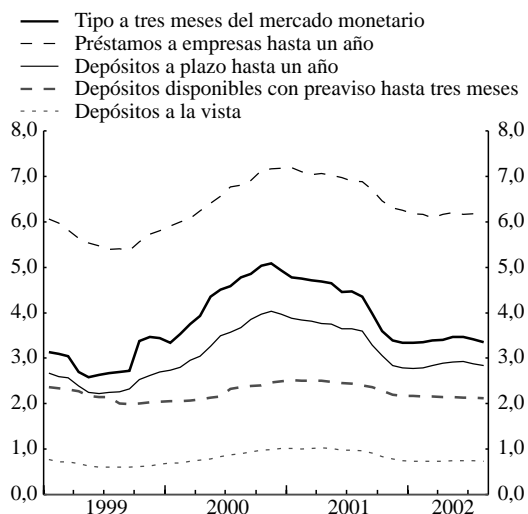
Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela se mantuvieron prácticamente estables en agosto, en torno a niveles cercanos a los vigentes a principios del presente año (véase gráfico 5), lo que se corresponde con el comportamiento relativamente estable de los tipos de interés a tres meses del mercado monetario durante los ocho primeros meses del año.

Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela disminuyeron a partir de mayo del 2002 (véase gráfico 6), cuando comenzaron a reducirse los rendimientos de la deuda pública. La única excepción fue el ligero incremento del tipo de interés medio del crédito al consumo. El tipo medio de los préstamos a largo plazo a empresas experimentó un

### Gráfico 5

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

(en porcentaje; medias mensuales)

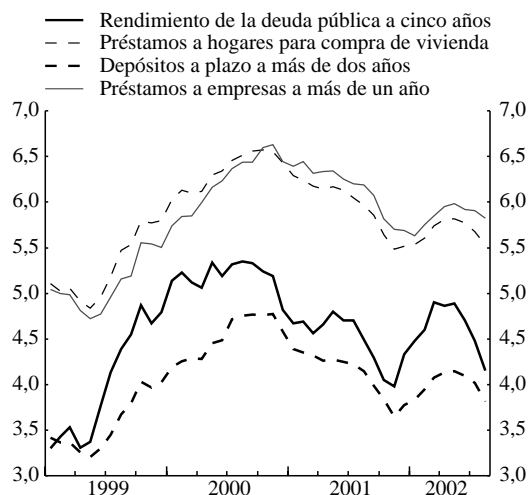


Fuentes: BCE, datos agregados de los distintos países, Reuters.  
Nota: A partir del 1 de enero de 2001, los datos incluyen Grecia.

## Gráfico 6

### 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, los datos incluyen Grecia.

descenso de alrededor de 15 puntos básicos entre mayo y agosto del 2002. Durante el mismo período, el tipo de interés medio de los depósitos a plazo a más de dos años y de los préstamos a hogares para compra de vivienda sufrió un recorte cercano a los 30 puntos básicos. Estos recortes de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela se corresponden con una disminución del rendimiento medio de la deuda pública a cinco años de alrededor de 80 puntos básicos entre mayo y agosto del presente año. El ajuste relativamente lento de los tipos de interés medios de los préstamos a largo plazo a las empresas, respecto a los tipos de interés de mercado a largo plazo, puede estar relacionado con la preocupación creciente sobre la solvencia de las mismas, tal como sugiere la ampliación, en 50 puntos básicos entre mayo y agosto del 2002, del diferencial medio de los bonos de empresa clasificados BBB respecto de los rendimientos a largo plazo de la deuda pública.

### Los tipos de interés del mercado monetario disminuyeron en septiembre

Los tipos de interés del mercado monetario han venido disminuyendo desde principios del mes de septiembre, continuando la tendencia observada

desde finales de mayo del 2002. El descenso fue más pronunciado a los plazos más largos. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, que era ligeramente positiva a principios de septiembre, se hizo significativamente negativa. Ese hecho se debió a que los participantes en el mercado consideraron que los tipos de interés a corto plazo caerían en los meses siguientes. Desde principios de septiembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros también han caído.

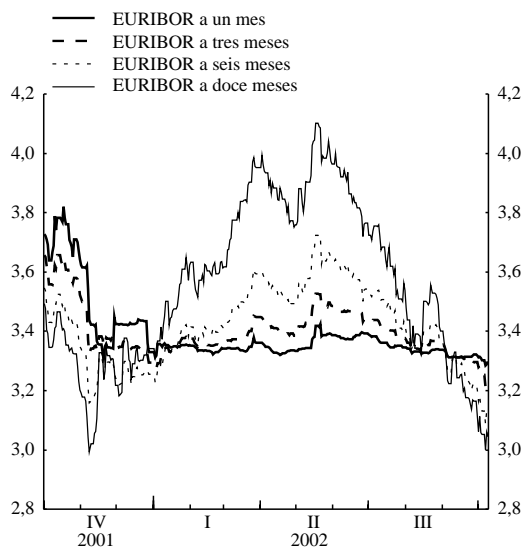
El tipo de interés a un día, medido por el EONIA, fluctuó principalmente entre el 3,28% y el 3,36%, con pocas excepciones. Los tipos de interés a dos semanas del mercado monetario se mantuvieron en niveles cercanos al 3,25%, tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del BCE. Los tipos marginal y medio de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema liquidadas en septiembre y principios de octubre se situaron, en promedio, 3 y 4 puntos básicos, respectivamente, por encima del tipo mínimo de puja (véase recuadro 1).

Los tipos EURIBOR a uno y tres meses registraron un descenso de 4 y 13 puntos básicos, respectivamente, entre principios de septiembre y el 9 de octubre, fecha en la que se situaron en el 3,30% y el 3,23% (véase gráfico 7). Los tipos de interés

## Gráfico 7

### Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

## Recuadro I

### Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de septiembre de 2002

Durante el período de mantenimiento de reservas considerado, el Eurosistema liquidó cuatro operaciones principales de financiación (OPF) y una operación de financiación a plazo más largo (OFPML).

#### Operaciones regulares de política monetaria

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Operación	Fecha de liquidación	Fecha de vencimiento	Importe de las pujas	Importe adjudicado	Ratio de cobertura de las pujas	Número de participantes	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal	Tipo medio ponderado
OPF	28/08/2002	11/09/2002	104,8	65,0	1,61	281	3,25	3,28	3,29
OPF	04/09/2002	18/09/2002	124,6	76,0	1,64	274	3,25	3,28	3,29
OPF	11/09/2002	25/09/2002	105,5	60,0	1,76	263	3,25	3,27	3,28
OPF	18/09/2002	02/10/2002	116,3	84,0	1,38	295	3,25	3,28	3,29
OFPML	29/08/2002	28/11/2002	35,5	15,0	2,24	158	-	3,33	3,34

Fuente: BCE.

El tipo de interés marginal de las OPF se mantuvo estable en el 3,27% o 3,28%.

Al igual que en el anterior período de mantenimiento de reservas, la volatilidad del EONIA siguió siendo baja. Con la excepción del día 30 de agosto, fecha en la que el EONIA aumentó hasta el 3,34% debido al efecto habitual de fin de mes, este índice se mantuvo dentro del estrecho intervalo del 3,28%-3,29% hasta el 19 de septiembre. En los días 20 y 23 de septiembre, los dos últimos días hábiles del período de mantenimiento, el EONIA se elevó hasta el 3,36% y el 3,63% respectivamente, pues las entidades de contrapartida percibieron un endurecimiento de las condiciones de liquidez. El período finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 3 mm de euros. La diferencia media entre los saldos en cuenta corriente y las reservas mínimas obligatorias fue de 0,6 mm de euros.

El efecto neto de absorción de liquidez de los factores autónomos, es decir, los que no están relacionados con las operaciones de política monetaria, [rúbrica (b) del cuadro siguiente] fue, en promedio, de 62 mm de euros. Las estimaciones publicadas sobre las necesidades medias de liquidez imputables a los factores autónomos se situaron entre los 54,9 mm de euros y los 66,4 mm de euros. La desviación más importante entre las estimaciones y la cifra efectivamente registrada se produjo en la primera semana del período de mantenimiento, y ascendió a 2 mm de euros.

#### Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de agosto y el 23 de septiembre de 2002

	Inyección de liquidez	Drenaje de liquidez	Contribución neta
<b>(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema</b>	<b>191,8</b>	<b>0,2</b>	<b>+ 191,6</b>
Operaciones principales de financiación	140,9	-	+ 140,9
Operaciones de financiación a plazo más largo	50,8	-	+ 50,8
Facilidades permanentes	0,1	0,2	0,1
Otras operaciones	-	-	0,0
<b>(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario</b>	<b>362,3</b>	<b>424,4</b>	<b>- 62,0</b>
Billetes en circulación	-	323,6	- 323,6
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	49,1	- 49,1
Activos exteriores netos (incluido el oro)	362,3	-	+ 362,3
Otros factores (netos)	-	51,7	- 51,7
<b>(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)</b>			<b>129,6</b>
<b>(d) Reservas mínimas exigidas</b>			<b>129,0</b>

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debidas al redondeo.

marginal y medio de la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema que se liquidó el 26 de septiembre se situaron en el 3,23% y el 3,26%, 6 y 3 puntos básicos, respectivamente, por debajo del EURIBOR a tres meses entonces vigente, es decir, 10 y 8 puntos básicos por debajo de los correspondientes tipos de la operación de financiación a plazo más largo liquidada el 29 de agosto.

A los plazos más largos de la curva de rendimientos del mercado monetario, la caída de los tipos de interés fue más pronunciada. Desde principios de septiembre hasta el 9 de octubre, los tipos EURIBOR a seis y doce meses cayeron 23 y 36 puntos básicos, respectivamente, situándose en dicha fecha en el 3,13% y el 3,04%. La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, que había sido ligeramente positiva (6 puntos básicos) a principios de septiembre, se tornó negativa durante el período considerado, hasta situarse en -26 puntos básicos el día 9 de octubre.

La evolución esperada del EURIBOR a tres meses, implícita en los precios de los futuros con fechas de entrega en el 2002 y el 2003, ha experimentado también una sustancial disminución desde principios de septiembre. Los tipos implícitos en los precios de los futuros con fechas de entrega en diciembre del 2002 y en marzo, junio y septiembre del 2003 se redujeron 33, 49, 59 y 61 puntos básicos, respectivamente, con lo que se situaron en el 2,96%, el 2,82%, 2,83% y 2,96%, el día 9 de octubre.

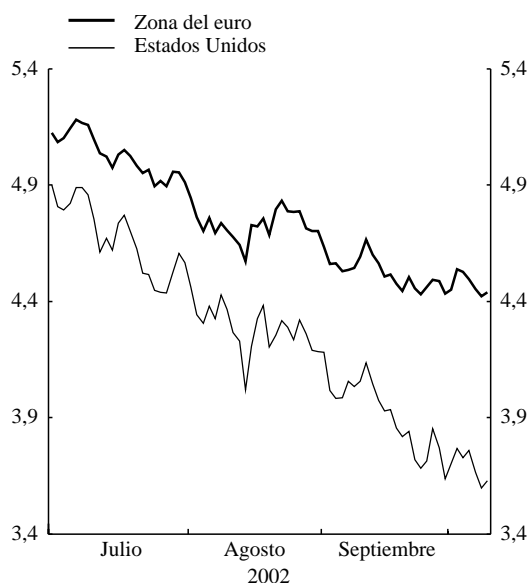
### El rendimiento de la deuda pública a largo plazo siguió descendiendo en septiembre

En septiembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo volvió a disminuir en casi todos los principales mercados, en un contexto de mayor pesimismo en torno a las perspectivas de crecimiento, y de debilitamiento de los mercados internacionales de renta variable caracterizados por una elevada volatilidad. El rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se redujo en 25 puntos básicos entre finales de agosto y el 9 de octubre de 2002, fecha en la que se situó en el 4,4%. Durante el mismo período, en Estados Unidos el rendimiento de los bonos a

## Gráfico 8

### 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.

diez años disminuyó unos 55 puntos básicos, hasta quedar en el 3,6%, su nivel más bajo en más de 40 años, por lo que el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro volvió a ampliarse en unos 30 puntos básicos, situándose en torno a -80 puntos básicos.

El descenso generalizado del rendimiento de los bonos estadounidenses parece haber sido impulsado, en gran medida, por una valoración más pesimista de las perspectivas de crecimiento económico por parte de los mercados, originada por los datos macroeconómicos publicados en septiembre. Los efectos de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, que desempeñaron un papel decisivo en la reducción del rendimiento de los bonos a largo plazo observada a partir de mediados de mayo, podrían haber contribuido también a la caída del rendimiento nominal registrada en septiembre.

La valoración aparentemente más pesimista de los participantes en el mercado respecto al crecimiento a largo plazo de la economía de Estados Unidos se reflejó en el rendimiento real de los bonos estadounidenses a diez años indicados con



la inflación, que bajó 30 puntos básicos entre finales de agosto y el 9 de octubre, fecha en la que quedó en el 2,1%. A finales de septiembre, el rendimiento de los bonos a dos años había alcanzado niveles ligeramente inferiores al del tipo de interés de referencia de los fondos federales, situado en el 1,75%.

La tasa de inflación implícita a diez años de Estados Unidos disminuyó 30 puntos básicos entre finales de agosto y el 9 de octubre, situándose en esa fecha en el 1,5%. Este descenso pareció ser resultado, en parte, del impacto de las reestructuraciones de cartera desde los activos de renta variable a los de renta fija con mayor liquidez.

En Japón, en un contexto de relativa volatilidad, el rendimiento de los bonos a diez años bajó, en conjunto, solo 5 puntos básicos entre finales de agosto y el 9 de octubre, finalizando este período en torno al 1,1%. Tras registrar una caída bastante importante, relacionada con las expectativas de los participantes en el mercado respecto a que el Banco de Japón pudiera incrementar su compra de bonos japoneses, los tipos de interés a largo plazo subieron, tras el anuncio, el 18 de septiembre, de la posible adquisición de acciones de entidades bancarias por el banco central. Por otra parte, por primera vez en Japón, no se suscribió la totalidad de una subasta de deuda pública.

En la zona del euro, el rendimiento nominal de los bonos disminuyó también en todos los plazos en septiembre, aunque en menor medida que en Estados Unidos. El descenso generalizado del rendimiento nominal de los bonos observado en la zona del euro, que pareció ser consecuencia, en gran parte, de los efectos de contagio de los mercados de bonos estadounidenses, también puede haber reflejado la percepción por los participantes en el mercado de mayores riesgos de deterioro de las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro.

La tasa de inflación implícita a diez años, medida por la diferencia entre el rendimiento nominal de los bonos y el de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, ambos a diez años, cayó 10 puntos básicos entre finales de agosto y el 9 de octubre, fecha en la que se situó en el 1,7%, el nivel más bajo alcan-

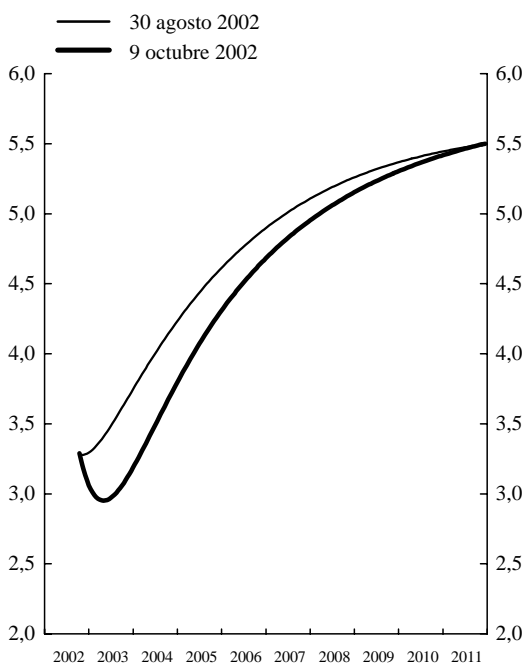
zado desde febrero del 2002. Entre finales de agosto y el 9 de octubre, el rendimiento real de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro experimentó una reducción de 15 puntos básicos, que representó cerca de la mitad del descenso registrado en el rendimiento real de los bonos estadounidenses, dando a entender que el pesimismo de los mercados acerca de las perspectivas de crecimiento de la economía de Estados Unidos no se habría traducido íntegramente en una valoración menos optimista de las perspectivas de crecimiento de la zona del euro.

La curva de tipos de interés *forward* a un día de la zona del euro mostró un desplazamiento a la baja entre finales de agosto y el 9 de octubre (véase gráfico 9). El descenso fue más acentuado en los plazos cortos y medios y no experimentó, prácticamente, variaciones en los plazos más largos.

### Gráfico 9

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE.

Nota: La curva de tipos *forward*, que se 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 correspondiente al mes de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos *swap*.

El cambio de perfil de la curva puede haber reflejado la percepción, por los participantes en el mercado, de un ligero aumento de los riesgos de deterioro de las perspectivas de crecimiento de la zona del euro en el corto a medio plazo con respecto al mes anterior, mientras que las expectativas de crecimiento a largo plazo de la zona no habrían evidenciado cambios apreciables.

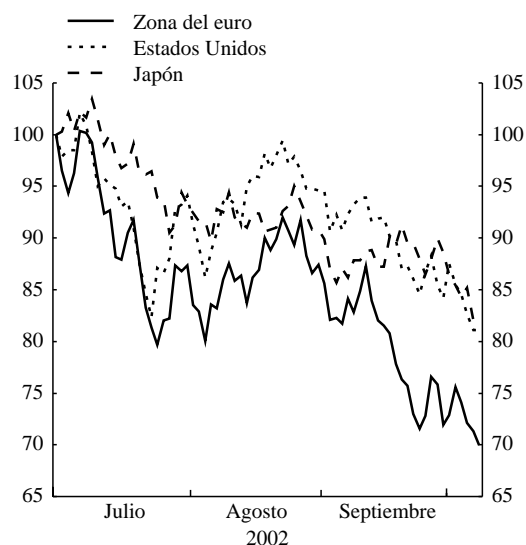
Reflejando la mayor incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona aumentó alrededor de 0,6 puntos porcentuales entre finales de agosto y el 9 de octubre, fecha en la que se situó en torno al 6,1%, ligeramente por encima de la media de los últimos años.

### Las cotizaciones bursátiles experimentaron una fuerte caída en los mercados internacionales en septiembre

En un contexto de renovada inquietud respecto al ritmo de recuperación económica mundial, los índices bursátiles de las principales áreas económicas bajaron considerablemente. En la zona del euro y Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles

### Gráfico 10 Índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(índice: 1 julio 2002=100; datos diarios)



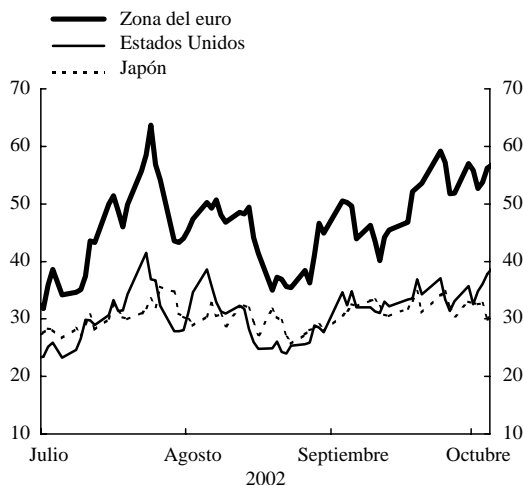
Fuente: Reuters.

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

### Gráfico 11

### Volatilidad implícita en los mercados de renta variable de la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

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

les, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio y el índice Standard and Poor's 500, respectivamente, perdieron un 21% y un 15% entre finales de agosto y el 9 de octubre (véase gráfico 10). En Japón, el índice Nikkei 225 retrocedió un 11% durante el mismo período.

En Estados Unidos, la caída generalizada de las cotizaciones bursátiles registrada entre finales de agosto y el 9 de octubre anuló la breve recuperación observada en agosto. La publicación de datos económicos que los participantes en el mercado parecieron interpretar como señales contradictorias sobre la evolución económica subyacente, así como el anuncio de resultados empresariales peores de lo previsto, influyeron negativamente en las cotizaciones bursátiles. En este contexto, la incertidumbre en torno al comportamiento futuro de las cotizaciones bursátiles, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard and Poor's 500, creció considerablemente, en casi 13 puntos porcentuales, entre finales de agosto y el 9 de octubre de 2002, alcanzado niveles comparables a los registrados a finales de septiembre del 2001, tras los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos.

En Japón, la caída de las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, fue menos acusada que en otros mercados importantes. Ello pareció ser consecuencia de factores específicos del mercado japonés. En especial, el anuncio del Banco de Japón de que compraría acciones de los grandes bancos japoneses tuvo un impacto positivo, aunque de corta duración, sobre las cotizaciones bursátiles. Como en otros mercados importantes, la incertidumbre, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, creció entre finales de agosto y el 9 de octubre, hasta situarse en un nivel ligeramente superior a la media de los dos últimos años.

En la zona del euro, la caída de las cotizaciones bursátiles, que fue más pronunciada que la observada en Estados Unidos, se debió a la publicación

de datos económicos peores de lo previsto, así como al anuncio de resultados empresariales percibidos como señal de una recuperación económica más lenta de lo esperado. Además, las cotizaciones bursátiles parecieron acusar el efecto de la incertidumbre suscitada por la situación política en Oriente Medio y su posible impacto sobre los precios del petróleo. Si bien el descenso de las cotizaciones bursátiles fue generalizado, se hizo notar con mayor intensidad en los sectores bancario y de seguros. En este contexto, la incertidumbre de los inversores, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice EURO STOXX, aumentó 10 puntos porcentuales entre finales de agosto y el 9 de octubre de 2002, alcanzando un nivel próximo a los máximos registrados hacia finales de septiembre del 2001.

## 2 Evolución de los precios

### Se estima que la inflación medida por el IAPC se situó en el 2,2% en septiembre del 2002

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2,2% en septiembre, frente al 2,1% registrado en agosto (véase cuadro 2). Aunque no se dispone todavía de información detallada sobre el IAPC de septiembre, los principales causantes de este leve aumento habrán sido, probablemente, los precios energéticos.

El detalle del IAPC de agosto del 2002 muestra que en ese mes la inflación subió al 2,1%, desde el 1,9% observado en julio. Este incremento se debió, principalmente, a los efectos de base de la evolu-

ción anterior de los precios de los alimentos no elaborados y de la energía. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo estable en el 2,5%, reflejando unos ligeros movimientos compensatorios en los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos (véase gráfico 12).

La menor tasa de descenso interanual de los precios energéticos, un 0,5% en agosto del 2002, en comparación con el 1,7% en julio, es consecuencia, fundamentalmente, de los efectos de base de la caída de los precios energéticos registrada en agosto del 2001, pero también del leve aumento intermensual del 0,3% observado en agosto del 2002. Dada la subida experimentada por los precios del petróleo en agosto y septiembre, los pre-

### Cuadro 2

#### Evolución de precios y costes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	1999	2000	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
				IV	I	II	III	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
<b>Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes</b>													
Índice general <sup>1)</sup>	1,1	2,3	2,5	2,1	2,6	2,1	.	2,4	2,0	1,8	1,9	2,1	2,2
<i>Del cual:</i>													
Bienes	0,9	2,7	2,5	1,7	2,2	1,4	.	2,0	1,3	1,0	1,2	1,4	.
Alimentos	0,6	1,4	4,5	4,7	4,9	2,8	.	3,6	2,7	2,3	2,1	2,3	.
Alimentos elaborados	0,9	1,1	2,8	3,5	3,5	3,1	.	3,2	3,1	3,1	2,9	2,9	.
Alimentos no elaborados	0,0	1,7	7,0	6,7	7,0	2,4	.	4,1	2,1	1,1	0,9	1,3	.
Bienes industriales	1,0	3,4	1,5	0,2	0,9	0,7	.	1,2	0,6	0,3	0,7	0,9	.
Bienes indust. no energéticos	0,7	0,7	1,1	1,6	1,8	1,7	.	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	.
Energía	2,4	13,3	2,7	-4,1	-2,1	-2,4	.	-0,5	-2,9	-3,6	-1,7	-0,5	.
Servicios	1,5	1,7	2,5	2,8	3,1	3,2	.	3,0	3,3	3,2	3,2	3,3	.
<b>Otros indicadores de precios y costes</b>													
Precios industriales <sup>2)</sup>	-0,4	5,5	2,1	-1,0	-0,9	-0,8	.	-0,7	-0,9	-1,0	-0,4	-0,2	.
Costes laborales unitarios <sup>3)</sup>	1,0	1,2	2,6	3,3	3,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo <sup>3)</sup>	1,0	1,4	0,1	-0,4	-0,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado <sup>3)</sup>	2,0	2,6	2,7	2,9	2,9	.	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales totales por hora <sup>4)</sup>	2,3	3,2	3,4	3,3	4,0	3,7	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (EUR/baril) <sup>5)</sup>	17,1	31,0	27,8	22,4	24,6	27,8	27,2	29,3	28,1	25,8	25,9	27,0	28,9
Precios de las materias primas <sup>6)</sup>	-5,9	16,7	-7,6	-15,6	-3,6	-5,5	-1,7	-1,4	-6,8	-8,4	-7,9	-1,3	4,7

Fuentes: Eurostat, datos nacionales, International Petroleum Exchange, HWWA (Hamburg Institute of International Economic) y cálculos del BCE.

Nota: Para los períodos anteriores al 2001, los datos del IAPC no incluyen Grecia. Los demás indicadores de precios y costes incluyen Grecia en los períodos anteriores al 2001.

1) La inflación medida por el IAPC de septiembre del 2002 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

2) Excluida la construcción.

3) Total de la economía.

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

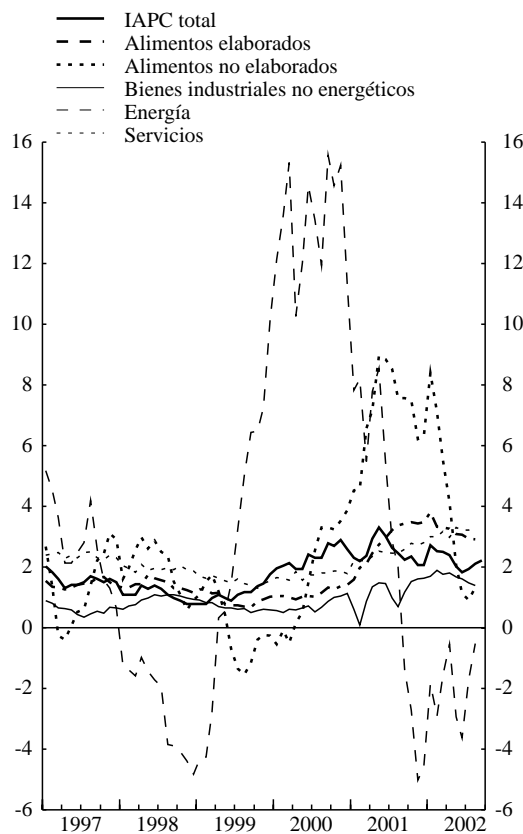
5) Brent (para entrega dentro de un mes).

6) Excluida la energía. En euros. Ponderados por las importaciones de materias primas de fuera de la zona del euro.

## Gráfico 12

### IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Para los períodos anteriores a 2001, los datos del IAPC no incluyen Grecia.

cios de la energía estarán, probablemente, en el origen de la elevación del IAPC general señalada para septiembre en el avance de Eurostat.

El incremento de 0,4 puntos porcentuales de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, que se situó en el 1,3%

en agosto del 2002, fue determinado, en gran parte, por una caída estacional de los precios de las frutas y hortalizas menos acusada que la del año pasado, como resultado, posiblemente, de las malas condiciones meteorológicas que han afectado recientemente a varios países de Europa.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a descender hasta el 1,4% en agosto del 2002, frente al 1,5% en julio. Desde febrero del 2002, mes en el que se situaba en el 1,9%, esta tasa ha venido disminuyendo, como consecuencia de la remisión de los efectos indirectos de las anteriores perturbaciones que afectaron a los precios y de la reducción de las presiones externas sobre los precios.

La tasa de variación interanual de los precios de los servicios experimentó un nuevo ascenso, situándose en el 3,3% en agosto, en comparación con el 3,2% en julio, como resultado, básicamente, de los incrementos de los precios de los servicios de transporte aéreo (que suelen bajar en agosto) y de los servicios de hostelería. La persistencia de estos aumentos es reflejo del anterior comportamiento de los salarios, de los efectos indirectos de las perturbaciones que afectaron a los precios y, en menor medida, de algunos efectos del cambio de moneda que se registraron al inicio del año, pero que no han vuelto, prácticamente, a observarse en los seis últimos meses.

Desde comienzos del 2002 se ha venido produciendo una divergencia entre las percepciones de los consumidores respecto a la inflación y la inflación observada. En el recuadro 2 se analiza la evolución reciente de las percepciones de los consumidores y algunas posibles causas de la brecha entre inflación percibida e inflación observada.

## Recuadro 2

### Evolución reciente de la inflación percibida y observada

Los efectos del cambio de moneda sobre los precios tras la introducción del euro han sido objeto de un interés considerable a lo largo del 2002, desde una extensa cobertura informativa en los medios de comunicación a llamamientos a los consumidores para boicotear los comercios. Se ha afirmado que las cifras oficiales de inflación, tales como el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), inducen a error y no reflejan con precisión los recientes aumentos de precios que han tenido que soportar los consumidores.

Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, las percepciones de los consumidores respecto a la inflación han acentuado su tendencia alcista en los últimos meses, alcanzando nuevos máximos globales. Estas

percepciones están en claro contraste con la inflación observada medida por el IAPC, que ha disminuido en el mismo período. En estas circunstancias, la evolución del indicador de inflación percibida requiere un cuidadoso examen, dado que sus elevados niveles pueden tener consecuencias sobre otras variables macroeconómicas, como la evolución del consumo y de los salarios.

En el presente recuadro se actualizan los datos ofrecidos en el recuadro titulado «Evolución reciente de las percepciones de los consumidores respecto a la inflación», publicado en el *Boletín Mensual* de julio del 2002, y se analiza dicha evolución, centrándose, especialmente, en el período más reciente. Asimismo, se comparan las percepciones de los consumidores con sus expectativas respecto a la inflación futura, recogidas en la encuesta de la Comisión Europea. Por último, se indica de forma resumida porqué la tasa de variación interanual del IAPC está considerada como una medida adecuada de la inflación general de la zona del euro a escala agregada. En este contexto, se señalan las posibles razones de la evolución divergente que presentan la inflación percibida y la observada.

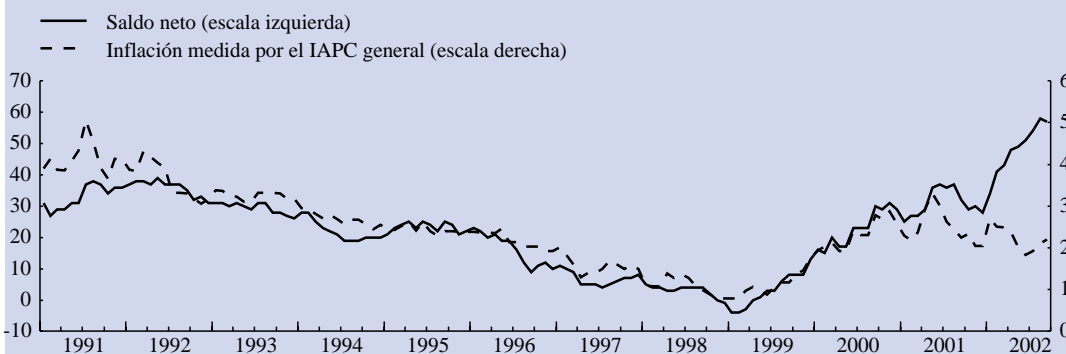
### La inflación percibida en el 2002 ha aumentado, pese a haber disminuido la inflación medida por el IAPC

En el pasado, la evolución del indicador de inflación percibida, de la Comisión Europea, ha seguido muy de cerca la de la inflación observada medida por el IAPC. En ocasiones, aunque con escasa frecuencia y amplitud, las dos medidas han mostrado cierta divergencia o se han movido en direcciones diferentes. Sin embargo, hace año y medio, la inflación percibida y la inflación observada empezaron a divergir y, desde enero del 2002, han evolucionado en direcciones distintas (véase gráfico A). Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, en agosto del 2002, el indicador de inflación percibida experimentó una subida por octavo mes consecutivo, registrando máximos globales durante siete meses seguidos y, aunque descendió un punto en septiembre del 2002, se mantuvo en el segundo nivel más alto desde el inicio de la serie en enero de 1985. Por el contrario, durante el mismo período, la inflación observada disminuyó.

Es necesario estudiar con atención esta divergencia entre la inflación percibida y la observada, dado que podría tener repercusiones sobre otras variables macroeconómicas. Si los consumidores perciben que las tasas de inflación son más altas de lo que son en realidad, una de las consecuencias será que considerarán que sus salarios reales están creciendo menos y que, por lo tanto, están perdiendo poder adquisitivo, lo que podría tener una incidencia negativa, por ejemplo, sobre el consumo. No puede excluirse que la reciente moderación del consumo privado se deba, al menos en parte, al elevado nivel de inflación percibida. Además, si los consumidores tienen la impresión errónea de que han perdido poder adquisitivo, podrían exigir mayores aumentos salariales de lo que estaría justificado. De cara al futuro, cuando los consumidores se den cuenta, en algún momento, de que tienen más poder adquisitivo de lo que pensaban, debería producirse una convergencia de la inflación percibida hacia la observada.

### Gráfico A: Inflación percibida y observada

(saldos netos; tasas de variación interanuales; datos mensuales)



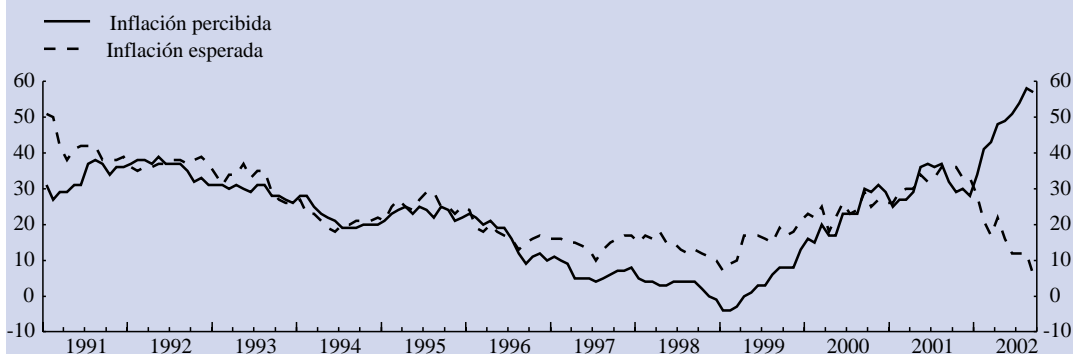
Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.

Nota: El indicador de inflación percibida, de la Comisión Europea, se presenta en forma de estadística de saldos y no puede relacionarse directamente con la magnitud de la tasa de inflación observada. Solo proporciona una información cualitativa sobre el cambio de dirección de las percepciones.

Las propias percepciones son también de interés, toda vez que pueden influir en la formación de las expectativas de inflación. Por otro lado, al asociar las percepciones de los consumidores con sus expectativas de inflación, es posible valorar cómo estos interpretan las perturbaciones que afectan a los precios. Por ejemplo, si las percepciones son alcistas y las expectativas bajistas, ello quiere decir que los consumidores consideran la perturbación como un fenómeno transitorio. Esto es exactamente lo que ha ocurrido desde el comienzo del presente año. Mientras que la inflación percibida subía, la esperada bajaba (véase gráfico B), lo que indica claramente que los consumidores estiman que los aumentos de precios que, en su opinión, se han producido este año son transitorios y remitirán. En alguna medida, este comportamiento tiende a confirmar la previsión de convergencia entre la inflación percibida y la observada, en un futuro no demasiado lejano.

### Gráfico B: Inflación percibida y esperada

(saldos netos; datos mensuales)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: El indicador de expectativas de inflación de los consumidores (en los próximos doce meses) se obtiene también de la encuesta de opinión de la Comisión Europea y se construye de la misma manera que el indicador de percepciones, es decir, como un saldo neto.

### El IAPC se considera como una medida apropiada de la inflación de la zona del euro

La brecha que se observa actualmente entre las percepciones de los consumidores respecto a la evolución pasada de la inflación y su evolución real puede estar relacionada, en gran medida, con la implantación de los precios en euros y con el incremento de los precios de determinados bienes y servicios. Sin embargo, cabe señalar que el IAPC tiene por objeto reflejar las pautas generales de gasto de consumo, con el fin de medir la inflación con precisión. Concretamente, el IAPC abarca todo el gasto en consumo final de los hogares en un año, incluido el gasto en bienes de consumo duradero y no duradero y en servicios. Las ponderaciones de las partidas utilizadas en el IAPC se actualizan en enero de cada año, con objeto de mantener la representatividad del índice en términos de gasto de consumo. Por lo tanto, los productos de compra frecuente no están infraponderados.

La explicación más aceptable de los elevados niveles de inflación percibida registrados en los últimos meses es que los consumidores atribuyen una gran importancia a la evolución de los precios de los bienes y servicios que adquieren con más frecuencia. Si estos precios evolucionan de forma muy diferente a los de los productos que adquieren con menor frecuencia, los consumidores pueden hacerse una idea poco representativa de la cesta de consumo en sentido amplio —es decir, la que sirve de base para las ponderaciones del IAPC— y, por lo tanto, de la evolución de los precios a escala agregada. Esta explicación viene respaldada por el examen de la evolución reciente de los precios. Por ejemplo, los precios de la gasolina, de los alimentos frescos y de los servicios de restauración se han visto afectados por varias perturbaciones, en algún momento a lo largo de los últimos años. Estas partidas son también un buen ejemplo de los bienes y servicios que se adquieren con más frecuencia, por lo que la evolución de sus precios puede revestir particular importancia para los consumidores a la hora de evaluar el comportamiento de la inflación.

Sin embargo, los precios de algunas de las partidas mencionadas anteriormente han empezado a bajar recientemente. En efecto, la tasa de variación intermensual de los precios de los servicios de restauración fue del

0,2% en agosto del 2002, en línea con el incremento medio registrado en este mes desde 1996, mientras que en enero del 2002 se había situado en el 1,3%, 0,9 puntos porcentuales por encima de la media anterior para este mes. Asimismo, los precios de otros servicios, como los de peluquería, han comenzado a descender, alcanzando tasas de crecimiento en consonancia con las medias anteriores, movimiento que se observó también en los precios de los alimentos frescos. Así, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se situó en el 1,3% en agosto del 2002, muy por debajo del 8,4% alcanzado en enero del 2002. A menos que se produzcan nuevas perturbaciones que afecten a los precios, las percepciones de los consumidores respecto a la evolución de la inflación deberían moderarse, aproximándose a los niveles de inflación observada.

Por lo que se refiere al cambio de moneda, es probable que la introducción del euro haya provocado algunos aumentos de precios, especialmente en el sector servicios. Sin embargo, teniendo en cuenta todas las posibles causas de incremento de los precios, se considera que la introducción del euro ha tenido una influencia reducida. El problema es que es difícil separar los efectos del cambio de moneda de las demás fuentes de presiones inflacionistas. Ello explica, en parte, porqué se ha asociado erróneamente al euro con estos aumentos de precios, que se deben en realidad a otras causas, siendo una de ellas el efecto de las perturbaciones meteorológicas sobre los precios de los alimentos frescos en enero del 2002, que coincidió con la introducción de los billetes y monedas en euros.

### Se mantiene el comportamiento moderado de los precios industriales

En agosto, la tasa de descenso interanual de los precios industriales de la zona del euro se situó en el 0,2%, frente al 0,4% en julio (véase gráfico 13). Como en el mes anterior, esta desaceleración fue motivada, fundamentalmente, por un efecto de base de los precios energéticos.

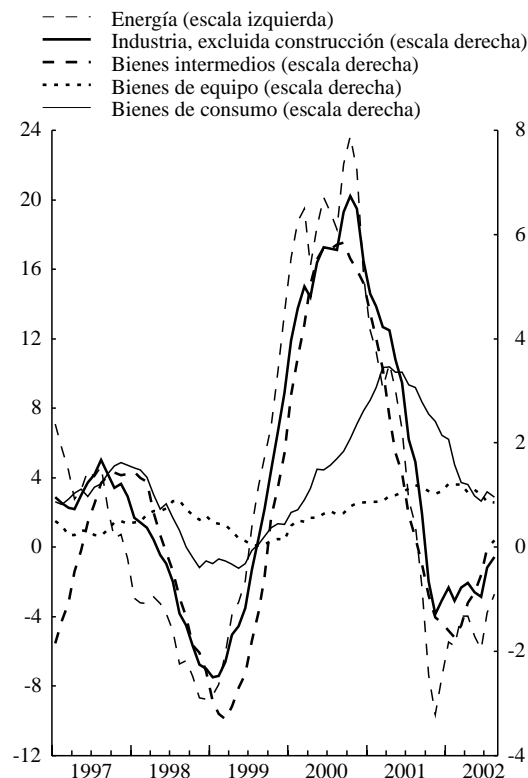
En cuanto a los componentes de los precios industriales, la tasa de descenso interanual de los precios industriales energéticos volvió a disminuir, hasta el 2,7% en agosto del 2002, desde el 3,8% en julio. Esta ralentización fue determinada, principalmente, por un efecto de base de 0,8 puntos porcentuales del año anterior, si bien los precios industriales energéticos subieron también un 0,3% en tasa intermensual en agosto. Los precios de los bienes intermedios mantuvieron una senda moderada, mostrando, por primera vez en casi un año, un aumento en tasa interanual, aunque solo de un 0,1%. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se redujo ligeramente, pasando del 1,1% en julio al 1% en agosto.

Por lo que se refiere a los indicadores de la evolución de los precios industriales recogidos en las encuestas de opinión, el índice de precios de la zona del euro (IPE) apunta a una nueva reducción de las presiones alcistas. Aunque se sitúe actualmente por encima de 50, sugiriendo una elevación de los precios industriales, el índice bajó hasta

54,7 en septiembre del 2002, desde 55,2 en agosto (véase gráfico 14). Por otro lado, es probable que los precios energéticos hayan subido en sep-

### Gráfico 13 Desagregación de los precios industriales de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

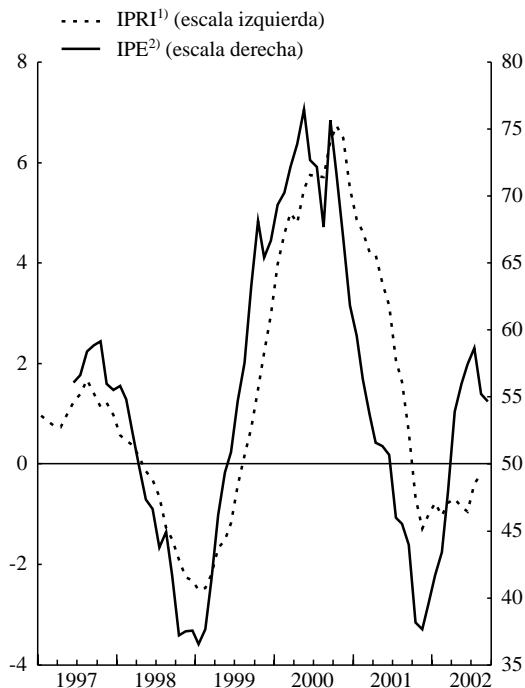
Nota: Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001).



### 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 al Euro 12 (incluidos los períodos 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 de 50 representa un incremento del precio de dichos consumos intermedios, mientras que los valores inferiores a 50 suponen una disminución.

tiembre del 2002, tras el aumento del 7% de los precios del petróleo, que pasaron de 27 euros por barril en agosto a 28,9 euros por barril en septiembre. Por otro lado, los precios de las materias primas no energéticas subieron un 4,7% en tasa interanual en septiembre.

#### Los distintos indicadores del crecimiento de los costes laborales proporcionan una información sin tendencia clara

El gráfico 15 muestra la evolución reciente de una serie de indicadores alternativos del crecimiento de los costes laborales de la zona del euro. Estos indicadores han sido tratados más extensamente en el *Boletín Mensual* de febrero del 2001 y de septiembre del 2002. Cada uno de ellos tiene su

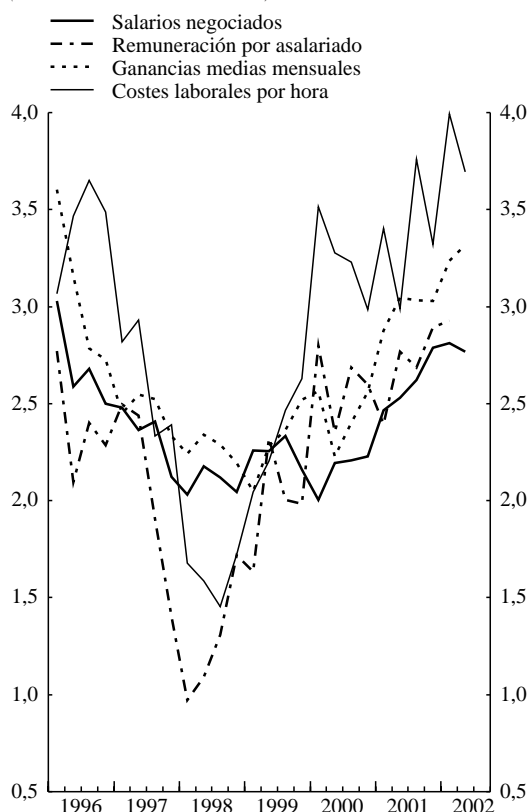
utilidad, ya que proporcionan una información ligeramente distinta (por ejemplo, en términos de cobertura sectorial o dependiendo de si incluyen las cotizaciones sociales de las empresas o si miden los costes laborales por mes o por hora trabajada) y tienen una disponibilidad temporal diferente. Por consiguiente, un atento examen de cada una de estas medidas permite efectuar una valoración equilibrada de la evolución salarial. En conjunto, la tendencia al alza que ha mostrado el crecimiento de los salarios anteriormente en el presente año puede haberse detenido solo recientemente.

La información disponible sobre negociaciones salariales hasta el segundo trimestre del 2002 sugiere que los salarios negociados se han mantenido sin cambios en torno al 2,8% por tercer trimestre consecutivo. Tal como se indicaba en el *Boletín Mensual* de septiembre del 2002, este indicador ofrece una información útil para complementar la que proporcionan otros indicadores de costes laborales, dado que refleja las presiones salariales subyacentes.

### Gráfico 15

#### Indicadores de costes laborales de la zona del euro

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales totales por hora en el sector de empresas no agrarias descendió al 3,7% en el segundo trimestre del 2002, desde el 4% registrado en el primer trimestre. Sin embargo, la volatilidad que presenta esta serie de datos dificulta la interpretación de las variaciones a corto plazo de este indicador. Por el contrario, el crecimiento de las ga-

nancias medias mensuales subió hasta el 3,3% en el segundo trimestre del 2002, frente al 3,2% observado en el primer trimestre.

Puede obtenerse una información más completa, aunque menos puntual, sobre la evolución de los costes laborales a partir de los datos de contabilidad nacional. En el primer trimestre del 2002, la

### Recuadro 3

#### Precios de la vivienda en la zona del euro

La evolución de los precios de la vivienda constituye un elemento importante en el análisis de los riesgos para la estabilidad de precios, que se lleva a cabo en el marco de la estrategia de política monetaria del BCE basada en dos pilares. Las variaciones de los precios de la vivienda pueden influir en el comportamiento de los consumidores a través de los efectos confianza y riqueza, por lo que desempeñan un importante papel en el análisis del comportamiento del consumo y del ahorro. El estudio de estos precios puede contribuir también al análisis realizado en el contexto del primer pilar, que atribuye un papel destacado a los agregados monetarios y al crédito, ya que el préstamo para compra de vivienda representa una elevada proporción de los préstamos concedidos por las instituciones monetarias y financieras (véase cuadro 2.5 (3) del anejo estadístico). Además, y como consecuencia de lo anterior, unas variaciones excesivas en los precios de la vivienda podrían tener consecuencias en la estabilidad macroeconómica y financiera.

En el recuadro 2 del *Boletín Mensual* de octubre del 2001 se presentó alguna evidencia preliminar sobre la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro, utilizando datos hasta el primer trimestre del 2001. En este recuadro se actualiza la serie con datos más recientes, que abarcan hasta el primer trimestre del 2002, y se proporciona una cobertura más completa de la zona del euro. Sin embargo, merece la pena recordar las limitaciones mencionadas el año pasado en relación con la heterogeneidad de los precios de la vivienda. Los mercados de la vivienda muestran variaciones en la zona del euro, debido a diferencias en el marco jurídico, los sistemas financieros, los factores históricos y las preferencias sociales. Por ejemplo, el porcentaje de viviendas en propiedad y la proporción de casas con respecto a apartamentos pueden variar considerablemente, y estas diferencias pueden tener implicaciones a la hora de obtener una medida agregada de los precios de la vivienda, ya que las tendencias de los precios de las distintas categorías de vivienda pueden evolucionar de forma diferente con el tiempo y la composición de las viviendas nuevas puede diferir notablemente de la de las viviendas existentes. Las fuentes de datos nacionales disponibles son distintas según el tratamiento que den a la vivienda nueva o ya existente, incluyan la vivienda construida dentro o fuera de la capital o se ajusten a los cambios en la composición de la vivienda.

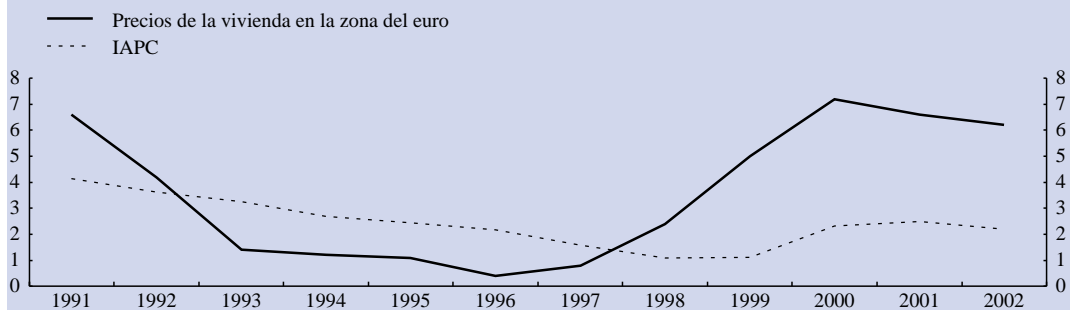
No existe actualmente un marco armonizado para las estadísticas de precios de la vivienda en la Unión Europea, ni tampoco está prevista su creación en un futuro próximo. Las estimaciones nacionales proceden, a veces, de fuentes no oficiales o comerciales. Por lo tanto, el presente recuadro solo puede ofrecer una medida aproximada de los precios de la vivienda en la zona del euro, elaborada a partir de fuentes nacionales y sujeta a importantes limitaciones. En especial, habida cuenta de que no es posible garantizar actualmente la comparabilidad de los datos, debido a las diferencias existentes en las fuentes disponibles en términos de cobertura y metodología, estos se han de interpretar con cautela. Estos datos proporcionan información sobre la evolución general de los precios de la vivienda, pero no una indicación precisa de las variaciones de precios a corto plazo ni de los niveles de precios.

El gráfico siguiente muestra la tasa de variación anual de los precios de la vivienda en la zona del euro entre 1991 y comienzos del 2002. Las tasas de crecimiento anuales de los precios de la vivienda de la zona han sido

relativamente elevadas, situándose entre el 5% y el 7% desde 1999. Como se ha mencionado en ocasiones anteriores, parte de este aumento tal vez esté relacionado con el advenimiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En concreto, en algunos países los precios de los activos podrían haberse ajustado para reflejar las expectativas de una reducción sostenida de la inflación y de una rebaja de los tipos de interés. Los precios de la vivienda en determinados países varían también debido a factores demográficos o al crecimiento económico. La tasa de crecimiento del precio de la vivienda parece haberse atenuado en algunos países en los que se había registrado un fuerte crecimiento, lo que podría estar reflejando un menor crecimiento económico y la desaparición de los efectos relacionados con el ajuste a la UEM. La tasa de crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro, aunque relativamente elevada, aproximadamente el 6% en el primer trimestre del 2002, se ha moderado ligeramente con respecto a su nivel del año 2000.

### Precios de la vivienda e IAPC en la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos anuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos sobre los precios de la vivienda para el año 2002 se refieren al primer trimestre. Estos datos no están armonizados; el agregado de la zona del euro se calcula a partir de estimaciones para los 12 países de la zona. Las cifras del IAPC para el 2002 hacen referencia a la media de las tasas de inflación interanuales de los ocho primeros meses del 2002.

Cabe observar también que, a pesar de la considerable heterogeneidad de los mercados de la vivienda de la zona del euro, existe cierto grado de correlación en cuanto a la evolución de los precios en el caso de algunas de las economías de menor tamaño. Como se acaba de mencionar, en algunas de esas economías, el comportamiento de los precios de la vivienda puede haberse visto afectado por el proceso de ajuste a la UEM. Como consecuencia del establecimiento de la UEM, es posible prever que en el futuro habrá una mayor correlación en toda la zona del euro. Con todo, otros factores continuarán influyendo en la trayectoria de los precios de la vivienda a escala nacional, incluido el crecimiento demográfico, los factores por el lado de la oferta y el crecimiento de la renta y del empleo.

tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios se elevó ligeramente, hasta el 3,4%, desde el 3,3 % en el cuarto trimestre del 2001. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo estable en el 2,9% en el primer trimestre del 2002 y la tasa de descenso de la productividad del trabajo permaneció sin cambios en el 0,4%, debido, principalmente, a la situación cíclica.

La evolución de los precios de la vivienda también se tiene en cuenta en el análisis de los riesgos para la estabilidad de precios en el contexto de los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE. En el recuadro 3 se examina la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro.

### Las perspectivas de estabilidad de precios dependen de la evolución de los precios del petróleo y de los salarios

De cara al futuro, el perfil de evolución de los precios a corto plazo depende, en gran medida, de las variaciones de los precios del petróleo. La inflación debería mantenerse en torno al 2% durante el resto del año. No obstante, la apreciación del tipo de cambio del euro registrada desde comienzos del año, así como la atonía de la situación económica general, contribuirán a reducir las presiones inflacionistas. Aun cuando los riesgos para las perspectivas de inflación a medio plazo están equilibrados, el que se mantengan así depende, en gran parte, de la moderación salarial.

### 3 Producto, demanda y mercado de trabajo

#### El crecimiento del PIB real en el segundo trimestre del 2002 fue moderado

Según la primera estimación de Eurostat para el segundo trimestre del 2002, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en comparación con el 0,4% del primer trimestre (véase cuadro 3). La composición de la demanda parece haber tenido un carácter más general en el segundo trimestre que en el primero. Más concretamente, el consumo privado real creció un 0,4% en tasa intertrimestral, tras la contracción del 0,2% experimentada en el trimestre anterior, pues la evolución más favorable de los precios de consumo contribuyó a elevar el crecimiento de la renta real. No obstante, la inversión real se redujo por sexto trimestre consecutivo, ampliándose el período de ajuste a la baja. La contribución de la demanda exterior neta fue solo ligeramente positiva, ya que el aumento observado en el ritmo de cre-

cimiento de las exportaciones se vio contrarrestado, en gran medida, por una sustancial recuperación de las importaciones. De acuerdo con los datos de valor añadido, el crecimiento del segundo trimestre se concentró, fundamentalmente, en el sector servicios.

La producción industrial (excluida la construcción) registró un descenso del 0,9%, en términos mensuales, en julio del 2002, tras haber registrado un avance del 1% en junio (véase cuadro 4). La disminución de julio fue generalizada en todos los sectores, con la única excepción del sector de bienes de consumo duradero. En el período de tres meses que finalizó en julio, la producción industrial creció un 0,1%, en comparación con el período de tres meses que terminó en abril, tras un incremento intertrimestral del 0,2% en el segundo trimestre. Esta desaceleración de la producción industrial obedeció, principalmente, a una fuerte reducción del

#### Cuadro 3

##### Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

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

	Tasas interanuales <sup>1)</sup>								Tasas intertrimestrales <sup>2)</sup>				
	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2002	2002	2001	2001	2001	2002	2002
				II	III	IV	I	II	II	III	IV	I	II
Producto interior bruto real	2,8	3,5	1,5	1,6	1,4	0,4	0,3	0,6	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3
<i>Del cual:</i>													
Demanda interna	3,4	2,9	0,9	1,3	0,7	-0,1	-0,2	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,2
Consumo privado	3,5	2,5	1,8	1,8	1,8	1,6	0,4	0,3	0,5	0,1	0,0	-0,2	0,4
Consumo público	1,9	1,9	1,9	2,1	2,1	1,4	1,9	1,8	0,4	0,3	0,4	0,8	0,4
Formación bruta de capital fijo	5,9	4,8	-0,6	-0,1	-1,5	-2,5	-2,7	-2,9	-0,6	-0,6	-0,9	-0,6	-0,8
Variación de existencias <sup>3)4)</sup>	-0,2	0,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,7	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,1
Demanda exterior neta <sup>3)</sup>	-0,6	0,6	0,6	0,4	0,7	0,5	0,5	0,8	-0,2	0,4	-0,1	0,3	0,1
Exportaciones <sup>5)</sup>	5,3	12,4	2,5	4,4	1,3	-3,3	-3,0	0,0	-1,2	-0,3	-1,7	0,1	1,9
De las cuales: Bienes	5,1	12,4	2,4	4,0	1,1	-3,0	-2,5	.	-1,2	-0,3	-1,4	0,4	.
Importaciones <sup>5)</sup>	7,4	11,1	1,1	3,6	-0,5	-4,9	-4,5	-2,2	-0,7	-1,5	-1,6	-0,7	1,7
De las cuales: Bienes	7,2	11,3	0,5	3,4	-1,4	-5,8	-4,2	.	-0,5	-1,7	-1,4	-0,7	.
Valor añadido bruto real:													
Agricultura y pesca <sup>6)</sup>	2,3	-0,3	-0,7	-1,0	-0,8	-0,3	0,9	0,9	0,1	1,4	-0,3	-0,3	0,1
Industria	1,3	3,7	0,6	1,0	0,5	-1,7	-1,9	-1,0	-0,9	-0,1	-1,5	0,5	0,0
Servicios	3,2	3,9	2,3	2,5	2,2	1,7	1,4	1,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

1) Tasas interanuales: tasas 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) Incluidas 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.

## Cuadro 4

### Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
			May	Jun	Jul	May	Jun	Jul	Feb	Mar	Abr	May	Jun
							Intermensuales			Medias móviles de tres meses			
Total industria, excl. construcción	5,5	0,2	-1,1	-0,5	-0,5	0,0	1,0	-0,9	0,8	0,8	0,6	0,2	0,1
<i>Por principales destinos económicos:</i>													
Total ind., excl. construcción y energía <sup>1)</sup>	5,9	0,0	-1,3	-0,8	-0,6	-0,4	1,0	-0,9	1,0	1,1	0,7	0,3	0,0
Bienes intermedios	6,0	-0,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,8	-1,2	2,6	3,3	2,4	0,6	-0,3
Bienes de equipo	9,3	1,2	-4,8	-1,9	-0,7	-1,1	1,3	-0,2	-0,7	-0,3	0,0	0,4	0,3
Bienes de consumo	2,3	0,1	-0,5	-1,1	-2,1	0,4	0,3	-1,3	-0,4	0,3	0,2	0,8	0,3
Bienes consumo duraderos	6,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,4	-1,3	1,8	0,6	-0,9	-1,6	-2,7	-0,9	-0,1
Bienes consumo no duraderos	1,5	0,7	1,0	-0,1	-2,1	0,7	0,0	-1,6	-0,3	0,6	0,8	1,2	0,4
Energía	2,0	0,9	1,5	3,5	1,3	0,2	1,3	-0,3	0,2	-0,8	-0,9	0,1	0,7
Manufacturas	5,9	0,1	-1,8	-1,0	-0,3	-1,0	1,4	-0,7	0,7	1,2	0,8	0,6	0,1

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 al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001).

1) Manufacturas, excluidos la producción de coque y el refinado del petróleo, e incluidas la minería y las industrias extractivas no energéticas.

crecimiento de la producción de bienes intermedios. Como en este sector la producción había registrado incrementos muy acusados hasta el mes de marzo, al contrario de lo sucedido con el crecimiento de la producción de bienes de equipo, la contracción actual podría, en parte, mostrar el retorno de la producción de este sector a niveles más acordes con la evolución económica general.

### La confianza empresarial disminuyó ligeramente, en promedio, en el tercer trimestre

La evolución reciente de la producción industrial coincide, en líneas generales, con los resultados de las encuestas de opinión, que indican una cierta desaceleración de la actividad industrial durante los meses de verano. En particular,

## Cuadro 5

### Resultados de las encuestas de opinión de la Comisión Europea para la zona del euro

(datos desestacionalizados)

	1999	2000	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
				IV	I	II	III	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
Índice de clima económico <sup>1)</sup>	-0,1	2,5	-2,8	-1,4	0,3	0,3	-0,4	-0,1	0,4	-0,2	-0,3	-0,3	0,2
Indicador confianza consumidores <sup>2)</sup>	8	12	6	-1	1	3	1	2	3	3	1	0	2
Indicador confianza industrial <sup>2)</sup>	0	12	-1	-11	-7	-4	-5	-4	-3	-4	-4	-5	-5
Indicador confianza de la construcción <sup>2)</sup>	11	16	10	6	5	3	-2	3	4	3	0	-4	-1
Indicador confianza comercio al por menor <sup>2)</sup>	1	6	0	-3	-10	-12	-11	-11	-12	-12	-11	-10	-11
Indicador confianza de los servicios <sup>2)</sup>	5	8	-7	-27	-19	-17	-23	-15	-16	-19	-22	-24	-22
Indicador de clima empresarial <sup>3)</sup>	-0,1	1,3	-0,1	-1,2	-0,8	-0,5	-0,5	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6
Utiliz. de la capacidad productiva (%) <sup>4)</sup>	82,3	84,4	83,1	81,6	81,1	81,1	.	81,2	-	-	81,0	-	-

Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Comisión Europea (DG ECFIN).

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

1) Tasas de variación respecto al período anterior.

2) Saldos netos; los datos se han calculado como desviaciones respecto a la media acumulada desde abril de 1995, para el indicador de confianza de los servicios; desde julio de 1986, para el indicador de confianza del comercio al por menor, y desde enero de 1985, para el resto de los indicadores de confianza.

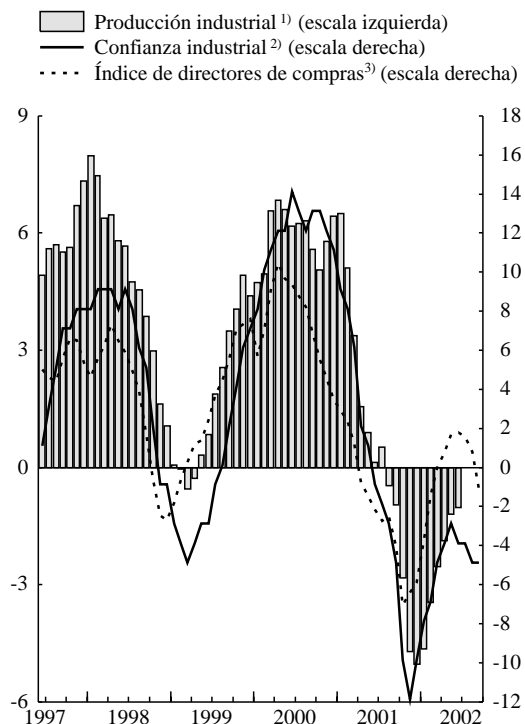
3) Las unidades se definen en puntos de desviación típica.

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.

## Gráfico 16

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

(datos mensuales)



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

Nota: Cuando hay datos disponibles, corresponden al 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) Saldos 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.

el índice de directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro se deterioró en el tercer trimestre, pasando del 51,4 observado en el segundo trimestre al 50,4, y quedando solo ligeramente por encima del umbral de 50. En septiembre, cayó realmente por debajo de este valor, y se situó en 48,9 (véase gráfico 16). Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial empeoró moderadamente entre el segundo y el tercer trimestres, pero se mantuvo estable en septiembre (véase cuadro 5). En cierto sentido, la trayectoria reciente del índice de directores de compras y de la confianza industrial refleja el ajuste de las favorables expectativas empresariales que existían a princi-

pios del presente año, tras el comportamiento reciente de los mercados financieros y la mayor incertidumbre en cuanto a las perspectivas económicas mundiales.

Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza mejoró marginalmente en el sector del comercio al por menor durante el tercer trimestre, pero decayó en la construcción y en los servicios. El índice de directores de compras del sector servicios también se deterioró en el tercer trimestre, hasta situarse en el nivel de 49,1 en el mes de septiembre, ligeramente por debajo del umbral de 50.

En general, los distintos indicadores procedentes de las encuestas de opinión no apuntan a una intensificación del crecimiento del PIB en el tercer trimestre, aunque estarían en línea con una tasa de crecimiento intertrimestral prácticamente similar a las de los dos primeros trimestres del año 2002.

### La evidencia de los indicadores de gasto de los hogares no es concluyente

Por lo que se refiere a los indicadores del crecimiento del consumo privado en el tercer trimestre, la evidencia no arroja unos resultados concluyentes. Las cifras de ventas al por menor muestran un aumento intermensual del 0,6%, tras un retroceso del 0,4% en junio. El crecimiento de las matriculaciones de automóviles siguió mejorando en agosto. Durante los meses de verano se produjo un limitado crecimiento interanual de las ventas al por menor y de las matriculaciones de automóviles (véase gráfico 17). Sin embargo, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que, pese a las mejoras observadas en septiembre, la confianza de los consumidores empeoró ligeramente en el tercer trimestre del 2002 en su conjunto. Los resultados de las encuestas sugieren que los hogares no están mucho más preocupados por la futura evolución económica, si bien la evaluación que hacen de la situación económica actual ha empeorado. En general, los datos no apuntan a nuevos avances en el crecimiento del consumo durante el tercer trimestre.

## El crecimiento económico no se acelerará este año

Los indicadores disponibles, junto con perspectivas algo más moderadas para el entorno económico internacional y la adversa evolución de los mercados financieros, sugieren que el crecimiento del PIB real no se acelerará en el segundo semestre del presente año. El principal escenario para el año 2003 es un retorno a tasas de crecimiento económico acordes con las del producto potencial. Este escenario, que tiene en cuenta los sólidos fundamentos económicos de la zona del euro, depende de una recuperación de la demanda interna y de un mayor crecimiento de la economía mundial. Sin embargo, dadas las fuentes de riesgos a la baja, incluidos los precios del petróleo, los desequilibrios en la economía mundial y la incertidumbre existente en los mercados financieros, así como sus posibles repercusiones en la actividad económica interna, es especialmente difícil en este momento evaluar con precisión el momento y la intensidad de la recuperación económica en la zona del euro.

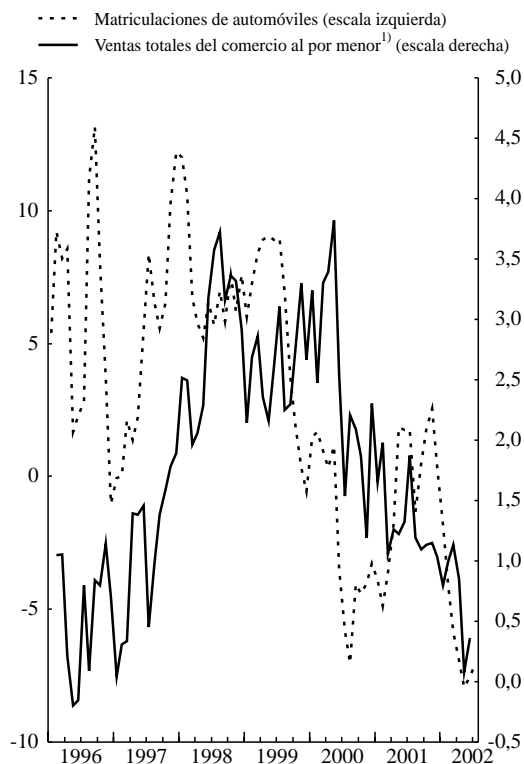
## La tasa de paro se mantuvo estabilizada en agosto del 2002

En agosto, la tasa de paro normalizada de la zona del euro se situó en el 8,3% de la población activa, es decir, no experimentó variaciones con respecto al mes precedente (véase gráfico 18), pero esta estabilidad oculta un nuevo aumento del número de parados, cifrado en torno a las 17.000 personas. Si bien este incremento se encuentra muy por debajo de los registrados en el primer semestre del año, que superaron las 50.000 personas en media mensual, no se ha modificado la

## Gráfico 17

### 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)



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

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

1) Calculadas utilizando datos desestacionalizados.

pauta general de crecimiento del desempleo, por lo que se espera una nueva subida en el tercer trimestre del año.

La composición por grupos de edad muestra que la tasa de paro de los menores de 25 años se mantuvo en el 16,3% en agosto del 2002, sin

## Cuadro 6

### Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

	1999	2000	2001	2001 III	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 Mar	2001 Abr	2002 May	2002 Jun	2002 Jul	2002 Ago
Total	9,4	8,5	8,0	8,0	8,1	8,1	8,2	8,2	8,2	8,2	8,3	8,3	8,3
Menores de 25 años <sup>1)</sup>	18,5	16,6	15,7	15,7	15,9	16,1	16,3	16,1	16,1	16,2	16,4	16,3	16,3
De 25 o más años	8,2	7,4	7,0	7,0	7,0	7,1	7,2	7,1	7,1	7,2	7,2	7,2	7,3

Fuente: Eurostat.

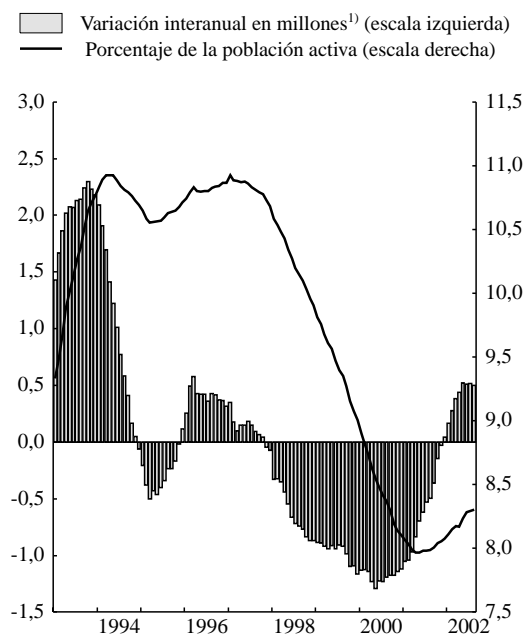
Nota: De acuerdo con las recomendaciones de la OIT. Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001).

1) En el año 2001 esta categoría representaba un 22,9% del desempleo total.

## Gráfico 18

### Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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

1) Las variaciones interanuales no están desestacionalizadas.

(véase cuadro 6). Esta evolución se corresponde con un ligero descenso del desempleo juvenil por segundo mes consecutivo, debido fundamentalmente a un cambio en el componente estacional en un país, y con un nuevo avance en el número de parados mayores de 25 años, si bien levemente inferior al de meses anteriores. Si se considera el desempleo por países, la tasa de paro se mantuvo estabilizada en la mayoría de los países para los que se dispone de datos.

### El crecimiento del empleo no experimentó variaciones en el segundo trimestre del 2002

De acuerdo con las cifras de las cuentas nacionales, se estima que, en el segundo trimestre del 2002, el empleo total de la zona del euro ha aumentado un 0,1%, en tasa intertrimestral, sin cambios con respecto al trimestre anterior (véase cuadro 7). Sin embargo, en términos absolutos, solo se incrementó en 92.000 personas en el segundo trimestre del año, en comparación con la subida de 174.000 personas registrada en el primer trimestre.

cambios con respecto al mes anterior, mientras que la tasa de desempleo de los mayores de 25 años pasó del 7,2% en julio al 7,3% en agosto

Esta desaceleración, acorde con el avance del desempleo, es perceptible en la mayoría de los sectores económicos. El descenso inter-

## Cuadro 7

### Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2002	2002	2001	2001	2001	2002	2002
				II	III	IV	I	II	II	III	IV	I	II
	Tasas intertrimestrales <sup>1)</sup>												
Total de la economía	1,8	2,1	1,3	1,5	1,1	0,8	0,7	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
Del cual:													
Agricultura y pesca <sup>2)</sup>	-2,6	-1,6	-0,8	-0,4	-1,2	-1,5	-2,3	-2,0	-0,5	-1,0	-0,3	-0,6	-0,2
Industria	0,3	0,8	0,4	0,7	0,1	-0,4	-0,8	-1,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Excluida construcción	-0,2	0,6	0,4	0,7	0,1	-0,5	-0,9	-1,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2
Construcción	2,0	1,6	0,4	0,7	0,3	-0,2	-0,6	-0,9	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Servicios	2,7	2,9	1,9	1,9	1,7	1,5	1,5	1,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2
Comercio y transporte <sup>3)</sup>	2,3	2,8	1,5	1,4	1,3	1,2	1,5	1,1	0,3	0,5	0,4	0,2	-0,1
Finanzas y empresas <sup>4)</sup>	5,6	6,0	3,7	3,9	3,1	2,8	1,9	2,1	0,6	0,5	0,6	0,1	0,8
Administración Pública <sup>5)</sup>	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,4	1,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden al 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 también reparaciones, comunicaciones, hoteles y restaurantes.

4) Incluye también servicios inmobiliarios y de alquiler.

5) Incluye también educación, salud y otros servicios.



trimestral del empleo en la industria, incluida la construcción, fue mayor en el segundo trimestre del 2002 (-0,3%), que en el primer trimestre (-0,2%). Esta reducción se debió a una fuerte caída del empleo en el sector de la construcción, mientras que el crecimiento del empleo en la industria, excluida la construcción, fue algo menos negativo en el segundo trimestre del 2002, si se compara con los dos trimestres anteriores. En el sector agrícola, el empleo siguió descendiendo, un -0,2% en tasa intertrimestral, aunque a un ritmo más lento que en el primer trimestre del año. Por último, en el sector servicios, el crecimiento intertrimestral del empleo se redujo, pasando del 0,3% en el primer trimestre del 2002 al 0,2% en el segundo.

Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea hasta el mes de septiembre del 2002, las expectativas de creación de empleo en la zona del euro parecen confirmar los indicios existentes relativos a que la reducción del empleo en la construcción y en la manufactura en el segundo trimestre del 2002 está tocando fondo. En cambio, no se ha observado recientemente ninguna mejora en las expectativas de creación de empleo en el sector servicios, aunque el crecimiento del empleo sigue siendo positivo. Los resultados de la encuesta a los directores de compras son menos favorables que los de las encuestas de opinión de la Comisión Europea, pues apuntan a un continuado descenso del empleo en el sector manufacturero y a una desaceleración del crecimiento del empleo en los servicios.

#### **Recuadro 4**

##### **Retos al saneamiento presupuestario**

###### **Situación actual**

Las proyecciones actuales para el año 2002 apuntan a un resultado presupuestario considerablemente inferior al previsto anteriormente. Pese a que parte de este deterioro se debe a unas condiciones económicas más débiles de lo esperado y a que todos los países se han visto afectados negativamente por esta evolución, en ocho países este deterioro no ha dado lugar a un nuevo desequilibrio. No obstante, en cuatro países el déficit es aún muy elevado y se ha acentuado el riesgo de que se produzcan déficit excesivos.

###### **Motivos de los problemas y retos futuros**

El motivo principal por el que algunos países están experimentando problemas presupuestarios en la actualidad ha de buscarse en el hecho de que no han utilizado el período de elevado crecimiento para mejorar sustancialmente la situación de las finanzas públicas. Una vez perdida esta oportunidad, la única alternativa es que todos los países en los que todavía existan desequilibrios se comprometan a evitar déficit excesivos y a alcanzar situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit.

En el pasado, los plazos para el saneamiento presupuestario se han retrasado, lo que ha tenido efectos negativos para su credibilidad. Según el compromiso inicial, todos los países deberían haber logrado en el 2002 situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit. El plazo se amplió para algunos países hasta el 2003/2004, con el fin de que pudieran completar la fase de transición en un período de tiempo razonable. Sin embargo, resulta ahora evidente que los países no han utilizado la ampliación del plazo para sanear de forma duradera sus finanzas públicas. La situación actual en algunos países es consecuencia, en parte, de los supuestos de crecimiento excesivamente optimistas y, por lo tanto, de unos esfuerzos de saneamiento poco ambiciosos. En los anteriores programas de estabilidad, algunos países confiaron en proyecciones de un crecimiento demasiado elevado. Con un crecimiento inferior al esperado, estos países se encuentran ahora con un saldo público que se sitúa por debajo del estimado inicialmente y próximo al límite de déficit del 3% del PIB.

Además, la dependencia excesiva de medidas de carácter transitorio ha hecho aflorar riesgos especiales para el saneamiento presupuestario. En primer lugar, las medidas no mejoran la situación estructural de las finanzas públicas. Además, incluso si se llevan a la práctica, solo pueden aligerar las presiones presupuestarias en el

corto plazo, pero dejan a las finanzas públicas en un estado muy vulnerable ante una evolución económica adversa. En segundo lugar, los beneficios derivados de las ventas de activos proyectadas están sujetos a cambios en las condiciones de los mercados, por lo que no representan una fuente fiable de ingresos. Por ello, no se debe confiar en ellas como la base de ambiciosos planes de saneamiento.

Por último, los últimos acontecimientos han puesto de manifiesto la importancia de la comunicación puntual y precisa de la evolución de las finanzas públicas. En algunos países, las estimaciones del saldo presupuestario han tenido que revisarse considerablemente a la baja y solo se han comunicado con retardos significativos. Las proyecciones incorrectas conducen a la aplicación diferida de medidas de política económica oportunas y reducen el valor de los procedimientos de vigilancia multilateral.

En resumen, es necesario ahora actuar de manera decidida para establecer sendas de ajuste creíbles, basadas en supuestos realistas sobre el entorno económico y en medidas de saneamiento claramente definidas. Esas sendas de ajuste han de traducirse en significativas mejoras anuales del saldo público ajustado de ciclo, que han de seguirse estrictamente y que se han de completar en el período de tiempo más corto posible. Este proceso requiere estrictos procedimientos de vigilancia para la puesta en práctica de las estrategias de saneamiento, la plena utilización del procedimiento de déficit excesivo y la aplicación de normas contables rigurosas.

#### **Saneamiento presupuestario y perspectivas de crecimiento**

El llamamiento a que se complete el proceso de saneamiento presupuestario también en aquellos países miembros en los que persisten desequilibrios, es decir, a que se eviten déficits excesivos y se logren situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit en el medio plazo, no significa, en modo alguno, que este proceso vaya en detrimento de las perspectivas de crecimiento económico. El logro de situaciones presupuestarias acordes con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento mejorará la sostenibilidad de las finanzas públicas y creará el margen de maniobra tan necesario para hacer frente a los costes a largo plazo derivados del envejecimiento de la población. Esta perspectiva respaldará el crecimiento en el medio y largo plazo. En cuanto al corto plazo, la consecución de situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit creará la flexibilidad suficiente para que los saldos presupuestarios fluctúen con el ciclo económico. Esto ocurre ya en aquellos países miembros que han cumplido las obligaciones inherentes al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El llamamiento para que se complete la transición en los pocos países en los que aún persisten desequilibrios, a un ritmo ambicioso pero razonable, tampoco debería afectar negativamente al crecimiento, pues una mayor credibilidad en la ejecución de la política presupuestaria contrarresta los efectos directos sobre la demanda a corto plazo, incrementando la confianza y, por lo tanto, el gasto privado.

En resumen, unas medidas de saneamiento presupuestario adecuadas favorecen la confianza e intensifican el potencial de crecimiento, incrementando, así, las posibilidades de un éxito duradero y respaldando la sostenibilidad de las finanzas públicas. En particular, es probable que las estrategias de saneamiento tengan más éxito si se centran en medidas que fomenten el crecimiento y que hagan hincapié en el ajuste del gasto, más que en el aumento de los ingresos.

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

### El euro se mantuvo estable, en líneas generales, durante el mes de septiembre y a primeros de octubre del 2002

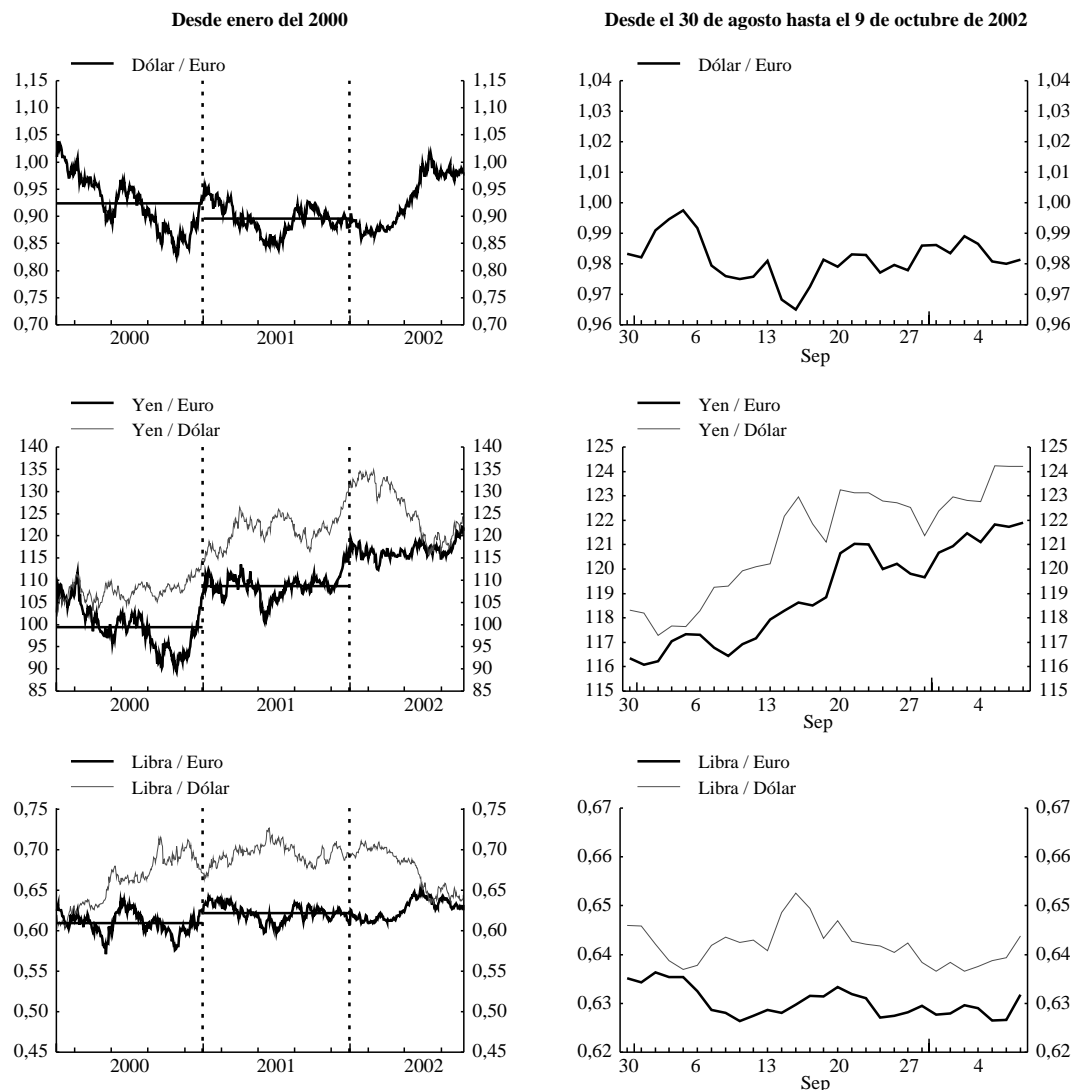
La característica más destacada de evolución de los mercados de cambios durante el mes de septiembre y en los primeros días de octubre del 2002 ha sido la depreciación del yen japonés frente a la totalidad de las principales monedas. El motivo principal de esta evolución cabe encontrarlo en la incertidumbre existente entre los participantes en los mercados con respecto a las fu-

turas medidas de política económica que podrían aplicarse en Japón para tratar de contener las tendencias deflacionistas y preservar la estabilidad del sistema financiero. A finales del periodo de referencia, y tras haberse apreciado frente al yen, el euro cotizaba frente al dólar a un nivel cercano al registrado al término de agosto, al tiempo que experimentaba una moderada depreciación frente a la libra esterlina. En términos efectivos nominales, la moneda europea se situaba el 9 de octubre más de un 5% por encima del nivel medio registrado durante el año 2001.

#### Gráfico 19

#### Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: Las escalas de las dos columnas de gráficos son comparables. Las líneas horizontales representan medias anuales.

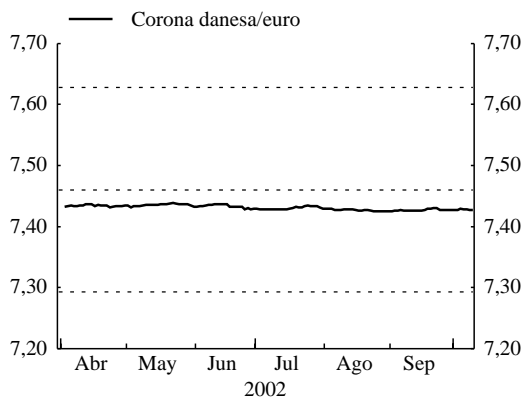
Durante el mes de septiembre y en los primeros días de octubre, el euro continuó cotizando frente al dólar dentro de una banda de fluctuación relativamente estrecha. En las dos primeras semanas del mes, el nerviosismo reinante en el mercado por el aniversario de los acontecimientos del 11 de septiembre y por las perspectivas de una guerra en Irak favoreció aparentemente la negociación técnica, con la consecuencia de una moderada apreciación del dólar frente al euro. La publicación en Estados Unidos del Libro Beige —que arroja dudas sobre las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense—, así como la comparecencia, el día 12 de septiembre, del Presidente del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal ante el Comité de Presupuestos del Senado —donde se subrayaron los riesgos para el crecimiento económico dimanantes del creciente déficit presupuestario del país— no tuvieron un efecto inmediato sobre el dólar (véase gráfico 19). Sin embargo, con posterioridad, el dólar estadounidense experimentó un ligero debilitamiento para terminar cotizando frente al euro a niveles cercanos a 0,98 dólares, a medida que los participantes en los mercados reaccionaban de forma negativa a la publicación de datos referidos a la producción industrial en Estados Unidos y a la situación del mercado de trabajo en ese país. El día 9 de octubre, el euro cotizaba a 0,98 dólares, es decir, a un nivel prácticamente similar al existente al término del mes de agosto y superior en un 9,6% a la media registrada durante el año 2001.

El yen japonés se depreció durante el período de referencia frente a la totalidad de las principales monedas, alcanzando frente al euro su cotización mínima de los últimos tres años. Da la impresión de que la caída de la divisa japonesa ha experimentado una aceleración transitoria debido al anuncio efectuado el día 18 de septiembre por el Banco de Japón en el sentido de que «explorará medidas de política encaminadas a ayudar a los bancos a reducir el volumen de sus carteras de renta variable y a evitar el impacto negativo sobre los beneficios y el capital bancarios del descenso de las cotizaciones bursátiles», en combinación con la suscripción solo parcial de la subasta de deuda del gobierno japonés que tuvo lugar el 20 de septiembre. En

## Gráfico 20

### 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).

los últimos días de septiembre y en los primeros de octubre, la depreciación del yen se moderó en cierta medida, en un entorno de estabilización del mercado japonés de deuda y de esperanzas renovadas sobre la reforma del sector bancario. El día 9 de octubre, el euro cotizaba a 121,9 yenes, un 4,8% por encima del nivel existente al término del mes de agosto y alrededor de un 12% superior a la media registrada durante el año 2001.

La libra esterlina se apreció de forma moderada frente al euro y al dólar estadounidense, tras la publicación de datos que apuntan a unas mejores perspectivas para la economía del Reino Unido en comparación con la de Estados Unidos y la de la zona del euro. El día 9 de octubre, el euro cotizaba frente a la libra esterlina a 0,63 libras, apenas por debajo del nivel existente al término del mes de agosto y un 1,6% por encima de la media registrada durante el año 2001.

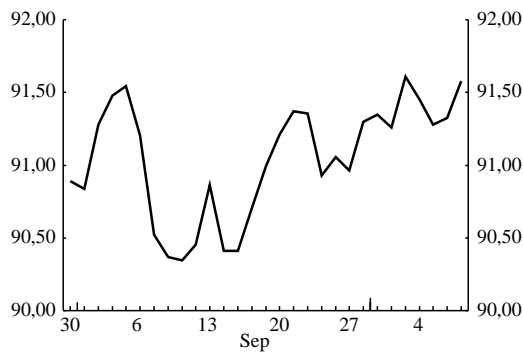
Por lo que respecta a las otras monedas europeas, la corona danesa se mantuvo estable, fluctuando ligeramente por debajo de su paridad central dentro del MTC II (véase gráfico 20). Al mismo tiempo, durante el período de referencia, el euro se mantuvo prácticamente sin cambios frente a la corona sueca y al franco suizo. Entre las divisas de las economías de mercado emergentes, el real brasileño se depreció

## Gráfico 21

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

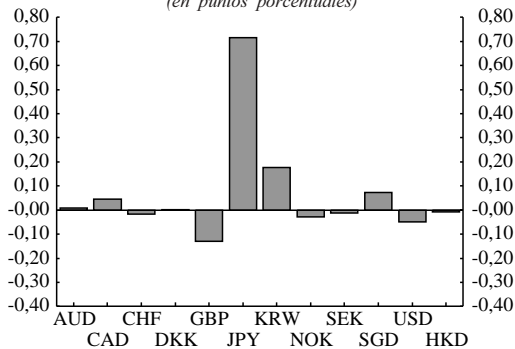
(datos diarios)

Desde el 30 de agosto hasta el 9 de octubre de 2002  
(índice: 1999 I=100)



### Contribución a las variaciones de los TCE <sup>2)</sup>

(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

- 1) Un aumento del índice supone una apreciación del tipo de cambio efectivo frente a las monedas de 12 socios comerciales.
- 2) Las variaciones se calculan aplicando las ponderaciones del comercio exterior frente a los 12 socios comerciales más importantes.

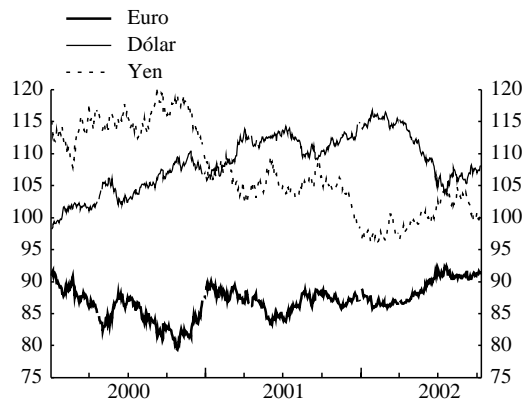
sustancialmente, llegando a alcanzar un mínimo histórico frente al dólar estadounidense, si bien recuperó algo del terreno perdido durante los primeros días del mes de octubre.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de los doce principales socios comerciales de la zona del euro, se mantuvo estable en líneas generales durante el mes de septiembre y en los primeros días de octubre, ya que la apreciación experimentada frente al yen japonés y, en menor medida, frente al won surcoreano solo se vio parcialmente compensada por la moderada depreciación registrada frente a la libra esterlina (véase gráfico 21). El día 9 de octubre, el tipo de cambio efectivo

## Gráfico 22

### Tipos de cambio efectivos del euro, del dólar y del yen <sup>1)</sup>

(datos diarios; 1999 I=100)



Fuente: BCE.

- 1) Un aumento de los índices representa una apreciación del tipo de cambio efectivo frente a las monedas de 12 socios comerciales.

nominal del euro se situaba ligeramente por encima del nivel existente al término del mes de agosto y era un 5,2% superior al nivel medio registrado durante el año 2001. En el período de referencia, el dólar se apreció alrededor de un 2% en términos efectivos nominales, si bien el 9 de octubre se situaba un 2,6% por debajo de la media del año 2001. Por el contrario, el yen japonés se depreció en términos efectivos nominales durante el mes de septiembre y a comienzos de octubre, aunque experimentó una estabilización en los últimos días del período analizado. El día 9 de octubre, el índice del yen se situaba un 5,9% por debajo de la media registrada en el año 2001 (véase gráfico 22).

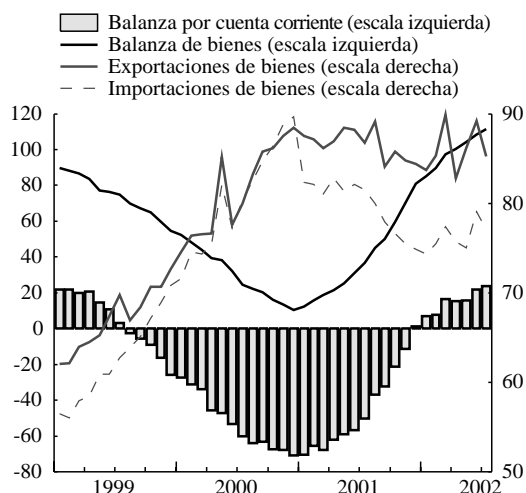
### La balanza por cuenta corriente registró un superávit en julio del 2002

En el mes de julio del 2002, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit de 2,6 mm de euros, en comparación con un déficit de 0,2 mm de euros en julio del 2001 (véase cuadro 8). Esta evolución se produjo, básicamente, como resultado de un incremento del superávit de la balanza de bienes (de 10,9 mm a 14,2 mm de euros), junto con una reducción del déficit de la balanza de transferencias corrientes por valor de 2,2 mm de

### Gráfico 23

#### Balanza por cuenta corriente de la zona del euro, balanza de bienes y exportaciones e importaciones de bienes

(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro 12. Saldos acumulados de 12 meses; las exportaciones e importaciones de bienes son valores mensuales.

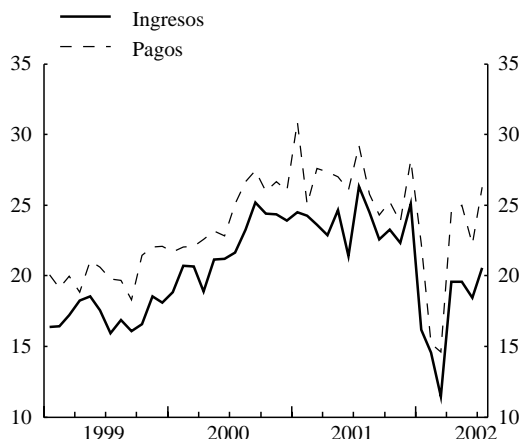
euros, que han compensado con creces la reducción de 0,6 mm experimentada en el superávit de la balanza de servicios y el aumento de 2,2 millones del déficit de la balanza de rentas.

En los siete primeros meses del año 2002, el saldo acumulado de la balanza por cuenta corriente ha pasado de un déficit de 20,6 mm de euros en el mismo período del año anterior a un superávit de 11,9 mm de euros. El motivo fundamental de esta evolución fue el sustancial incremento experimentado por el superávit de la balanza de bienes (de 32,3 mm a 71 mm de euros). El valor acumulado de las importaciones registró una caída significativa, desde 576,6 mm de euros hasta 536 mm de euros, al tiempo que el valor acumulado de las exportaciones se situaba a un nivel bastante similar al observado en el mismo período del año precedente. Este mayor superávit de la balanza de bienes solo se ha visto marginalmente compensado por un déficit de la balanza de rentas levemente superior y por una pequeña reducción del superávit de la balanza de servicios. Mientras tanto, el déficit por concepto de transferencias corrientes se ha mantenido prácticamente sin cambios.

### Gráfico 24

#### Balanza de rentas de la zona del euro: ingresos y pagos

(mm de euros; desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Al examinar la evolución intermensual sobre la base de los datos desestacionalizados, y aunque las observaciones recientes han sido bastante volátiles, se observa que el crecimiento subyacente del valor de las exportaciones de bienes se ha estancado en los últimos meses (véase gráfico 23). Al igual que ha sucedido en el pasado reciente, el valor de las importaciones tanto de bienes como de servicios se mantuvo bastante estable en el mes de julio en comparación con el mes de junio, evolución que, entre otros factores, está reflejando la debilidad de la demanda en la zona del euro. En general, y desde el comienzo del presente año, la debilidad de las exportaciones e importaciones de servicios ha sido mayor que la del comercio de bienes. Al mismo tiempo, el aumento del déficit de la balanza de rentas en los meses recientes refleja el hecho de que, si bien tanto los ingresos como pagos por rentas de factores presentan una tendencia creciente, el aumento de los ingresos por rentas ha sido algo inferior al de los pagos (véase gráfico 24).

#### Entradas netas en julio del 2002 en el agregado de inversiones directas y de cartera

En conjunto, las inversiones directas y de cartera de la zona del euro registraron entradas netas de 10,6 mm de euros en julio del 2002,

puesto que las salidas netas de inversiones directas (3,6 mm de euros) se vieron compensadas con creces por las entradas netas de inversiones de cartera (14,2 mm de euros). Las salidas netas de inversiones directas fueron el resultado de las inversiones en el exterior realiza-

das por residentes de la zona del euro (9,3 mm de euros), básicamente en acciones y participaciones de capital y reinversión de beneficios (12,2 mm de euros), que se vieron solo en parte compensadas por las entradas netas en esa misma rúbrica (5,7 mm de euros). Las entradas

## Cuadro 8

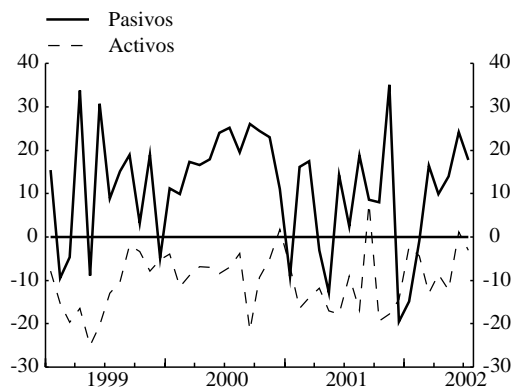
### Balanza de pagos de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	2001 Ene - Jul	2001 Jul	2002 Ene - Jul	2002 May	2002 Jun	2002 Jul
<b>Cuenta corriente</b>	-20,6	-0,2	11,9	0,1	3,9	2,6
Ingresos	1.011,6	153,2	980,3	140,8	141,1	148,6
Pagos	1.032,2	153,4	968,4	140,7	137,2	146,0
Bienes	32,3	10,9	71,0	9,2	12,1	14,2
Exportaciones	608,8	91,7	607,0	86,7	88,2	93,0
Importaciones	576,6	80,8	536,0	77,6	76,1	78,8
Servicios	2,9	1,5	0,8	2,8	2,0	0,9
Exportaciones	182,4	30,8	182,1	28,0	27,0	29,7
Importaciones	179,5	29,3	181,3	25,2	25,0	28,8
Rentas	-31,3	-7,1	-35,9	-6,4	-3,4	-9,3
Transferencias corrientes	-24,5	-5,4	-24,0	-5,5	-6,7	-3,2
<b>Cuenta de capital</b>	6,8	0,4	7,1	1,1	1,1	0,5
<b>Cuenta financiera</b>	-1,7	-20,3	-72,6	4,9	-36,9	-11,2
Inversiones directas	-93,9	-1,5	-23,1	5,1	-15,5	-3,6
En el exterior	-161,7	-15,8	-88,3	-14,6	-15,6	-9,3
Acciones y participaciones de capital y reinversión de beneficios	-102,0	-16,3	-63,4	-9,2	-11,0	-12,2
Otro capital, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	-59,8	0,5	-24,9	-5,4	-4,6	2,9
En la zona del euro	67,9	14,2	65,2	19,7	0,1	5,7
Acciones y participaciones de capital y reinversión de beneficios	55,9	10,7	33,0	9,0	3,2	2,2
Otro capital, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	12,0	3,6	32,2	10,7	-3,2	3,5
Inversiones de cartera	-9,5	3,2	17,1	32,0	14,3	14,2
Acciones y participaciones	61,0	5,1	6,6	21,9	-9,2	-4,2
Activos	-81,8	-10,2	-54,2	-5,8	-5,7	-7,2
Pasivos	142,8	15,4	60,9	27,6	-3,5	3,0
Valores distintos de acciones	-70,5	-1,9	10,5	10,1	23,5	18,4
Activos	-91,5	-4,7	-75,6	-20,4	-1,5	-8,7
Pasivos	21,0	2,8	86,2	30,5	25,0	27,1
Pro memoria:						
Inversión neta total directa y de cartera	-103,4	1,7	-6,0	37,1	-1,3	10,6
Derivados financieros	-8,8	-7,4	-7,6	-1,9	-1,1	-7,0
Otras inversiones	98,4	-14,5	-60,4	-32,4	-31,0	-12,3
Activos de reserva	12,1	0,0	1,3	2,1	-3,5	-2,5
<b>Errores y omisiones</b>	15,4	20,0	53,7	-6,1	31,9	8,1

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 la dirección del BCE en Internet se pueden encontrar cuadros más detallados de la balanza de pagos del Euro 12.

**Gráfico 25****Inversiones de cartera de la zona del euro en bonos y obligaciones***(mm de euros, datos mensuales)*

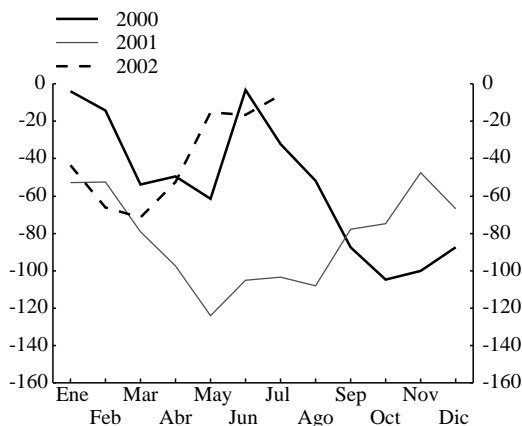
Fuente: BCE.

Nota: Las cifras positivas (negativas) representan entradas (salidas) netas.

netas de inversiones de cartera se debieron a fuertes entradas netas materializadas en bonos y obligaciones (14,8 mm de euros).

En julio del 2002, las inversiones realizadas por no residentes en bonos y obligaciones emitidos en la zona del euro continuaron siendo sustanciales (17,8 mm de euros —véase gráfico 25—). Junto con la caída de las inversiones realizadas por no residentes en acciones y participaciones emitidas en la zona del euro durante los siete primeros meses del presente año, el aumento de las inversiones en bonos y obligaciones de la zona del euro parece estar básicamente relacionado con la incertidumbre existente acerca de las perspectivas económicas mundiales y con la corrección resultante experimentada por las cotizaciones bursátiles. Además, las inversiones en instrumentos del mercado monetario registraron entradas netas por valor de 3,6 mm de euros, debido a las fuertes transacciones realizadas por no residentes (9,3 mm de euros) en instrumentos emitidos por residentes de la zona del euro. Las inversiones en acciones y participaciones han sido relativamente débiles, tanto por el lado del activo como del pasivo.

En términos acumulados durante los siete primeros meses del año 2002, el saldo neto del agregado formado por las inversiones directas y de cartera se ha situado prácticamente en equilibrio

**Gráfico 26****Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro***(mm de euros, datos acumulados)*

Fuente: BCE.

Nota: Las cifras positivas (negativas) representan entradas (salidas) netas.

(salidas netas por valor de 6 mm de euros), en comparación con unas salidas netas de 103,4 mm de euros durante el mismo período del año 2001 (véase gráfico 26). En promedio, las salidas netas del agregado compuesto por las inversiones directas y de cartera ya fueron durante el año 2001 inferiores a las del año 2000, debido básicamente a un cambio de signo del saldo de las inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones —pasando de salidas netas a entradas netas—, mientras que los instrumentos de deuda siguieron registrando sustanciales salidas netas. Durante los siete primeros meses del año en curso, el saldo neto de las inversiones de cartera materializadas en instrumentos de deuda también cambió de signo, habiendo pasado de unas salidas netas de 70,5 mm de euros en el mismo período del año precedente a unas entradas netas de 10,5 mm en el curso del presente año 2002.

Estas entradas netas en la rúbrica de inversiones de cartera se vieron compensadas con creces por unas salidas netas de inversiones directas cuyo importe acumulado durante los siete primeros meses del 2002 ascendió a 23,1 mm de euros. Mientras que las inversiones directas realizadas en el exterior procedentes de la zona del euro se redujeron desde 161,7 mm de euros durante los siete primeros meses del año 2001 hasta 88,3 mm de euros en ese mismo período



del año 2002, la inversión extranjera directa en la zona del euro se mantuvo aproximadamente constante a un nivel de 65,2 mm de euros. Dado que en los últimos años se produjeron fuertes inversiones en Estados Unidos por parte de empresas radicadas en la zona del euro (véase

recuadro 5), la lenta recuperación de la economía y la incertidumbre sobre la productividad en Estados Unidos podrían ser algunas explicaciones plausibles de esa caída observada de las inversiones directas en el exterior realizadas por empresas de la zona del euro.

## Recuadro 5

### Evolución de los flujos financieros netos entre la zona del euro y Estados Unidos

Los flujos financieros internacionales se han incrementado significativamente durante los últimos cinco años. Además, se han producido notables modificaciones en la composición y en la dirección de los flujos financieros entre las principales economías. El objeto de este recuadro consiste en presentar algunos de los hechos básicos relacionados con dichas modificaciones para los casos de Estados Unidos y de la zona del euro y, en particular, describir la evolución que a lo largo del tiempo han venido experimentando los flujos financieros entre la zona del euro y Estados Unidos.

#### Desglose por regiones geográficas de los flujos financieros de Estados Unidos

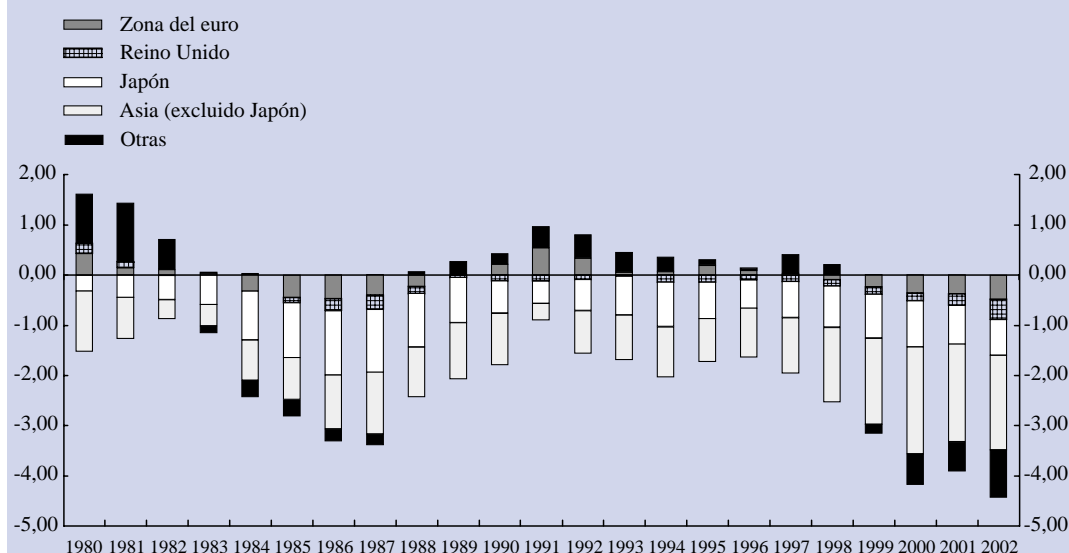
La Oficina de Análisis Económico (BEA) de Estados Unidos proporciona un desglose por regiones geográficas de los flujos financieros de ese país (dicho desglose aún no se encuentra disponible para la zona del euro)<sup>1</sup>. Desde comienzos de la década de los noventa, estas entradas de capital han estado asociadas con un aumento del déficit de la balanza por cuenta corriente estadounidense y han promediado un 4,3% del PIB en los tres últimos años. La descomposición por regiones geográficas muestra que el déficit de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos frente a la zona del euro ha sido relativamente pequeño en los años más recientes. Por el contrario, Asia y Japón son, con diferencia, los dos socios comerciales con mayor ponderación en el déficit por cuenta corriente estadounidense (véase gráfico A).

Sin embargo, la descomposición por regiones del déficit de la balanza por cuenta corriente norteamericana es muy distinta del desglose geográfico de los flujos de capital registrados en la cuenta financiera. En los últimos años, Estados Unidos ha experimentado sustanciales entradas netas de capital procedentes del resto del mundo. Las entradas netas a ese país de inversiones directas y de cartera han aumentado desde una situación cercana al equilibrio a comienzos de la década de los noventa hasta suponer alrededor de un 2,5% del PIB estadounidense durante los seis primeros meses del año 2002 —la última información disponible—. Las entradas netas de inversiones directas y de cartera alcanzaron su máximo durante el año 2000, ascendiendo a un 4,3% del PIB de Estados Unidos. De acuerdo con los datos proporcionados por la BEA, el grueso —con diferencia— de las entradas de capital en Estados Unidos en los últimos cinco años ha procedido de la zona del euro y del Reino Unido, habiendo sido sustancialmente menores los flujos procedentes de Asia, incluido Japón (véase gráfico B). Sin embargo, es importante señalar que la notable proporción que suponen los flujos financieros netos hacia Estados Unidos procedentes del Reino Unido podría deberse más a la importancia de Londres como centro financiero internacional que a la mera actividad de las empresas e inversores británicos. En términos más generales, esta circunstancia sugiere que el desglose por regiones geográficas de los flujos financieros internacionales debe interpretarse con cautela, ya que la existencia de países intermediarios dificulta la identificación precisa del lugar en el que radica la contrapartida original.

<sup>1</sup> En su desglose por regiones geográficas, la BEA presenta datos para el conjunto de la Unión Europea y, de forma separada, para el Reino Unido. Por lo tanto, los datos de la zona del euro citados en este recuadro incluyen los flujos financieros de Dinamarca y Suecia, con la excepción de los datos sobre inversiones de cartera del gráfico C, en el cual se ha utilizado el sistema de Capital Internacional del Tesoro norteamericano (TIC). Obsérvese que los datos de inversiones de cartera referidos a Estados Unidos no son directamente comparables con los de la balanza de pagos de la zona del euro, puesto que ambos se basan en diferentes definiciones y metodologías para la recogida de datos. En concreto, el sistema de información TIC utilizado en Estados Unidos identifica la primera contrapartida, basándose en el lugar donde se realiza la transacción pero sin identificar a los propietarios últimos de los valores.

### Gráfico A: Saldo de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos: descomposición por regiones geográficas

(% del PIB)



Fuentes: Oficina de Análisis Económico (BEA) de Estados Unidos y cálculos del BCE.

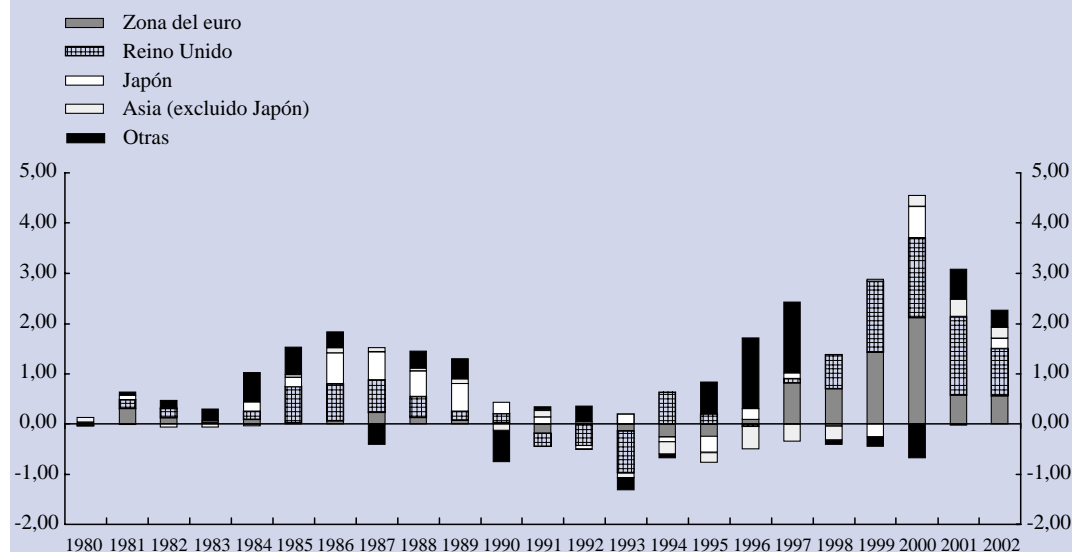
Nota: Las cifras relativas a los seis primeros meses del año 2002 se han anualizado.

### Principales características de los flujos financieros bilaterales zona del euro – Estados Unidos

Si se lleva a cabo un análisis más detallado de los flujos financieros entre la zona del euro y Estados Unidos, pueden observarse algunas notables diferencias entre las distintas rúbricas de inversión. Durante la última década, dos tercios de los flujos netos del agregado formado por las inversiones directas y de cartera a Estados Unidos procedentes de la zona del euro se materializaron en inversiones de cartera.

### Gráfico B: Flujos netos de inversiones directas y de cartera en Estados Unidos: descomposición por regiones geográficas

(% del PIB)



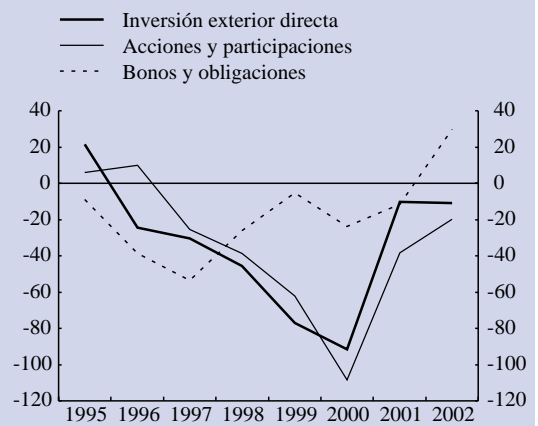
Fuentes: BEA y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras relativas a los seis primeros meses del año 2002 se han anualizado.

La excepción a este resultado ha tenido lugar durante los años 1998-2000, período en el que aumentaron sustancialmente los flujos netos de inversiones directas desde la zona del euro hacia Estados Unidos. El gráfico C muestra que los flujos netos de inversión exterior directa (IED) procedentes de la zona del euro hacia Estados Unidos alcanzaron los 91 mm de euros en el año 2000 (un 0,9% del PIB estadounidense). No obstante, hasta el año 2000, la rúbrica con mayores flujos netos desde la zona del euro hacia Estados Unidos ha sido la de inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones, que alcanzó los 108 mm de euros en el año 2000. Por el contrario, el volumen de los flujos financieros netos materializados en bonos y obligaciones ha venido siendo bastante menor. A partir del año 2000, los flujos financieros entre la zona del euro y Estados Unidos han experimentado notables cambios. En primer lugar, los flujos financieros netos de inversiones directas y de inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones se redujeron de forma acusada durante el año 2001 y se han estabilizado en los seis primeros meses del 2002. En segundo lugar, los flujos materializados en bonos y obligaciones han pasado de registrar entradas netas en Estados Unidos a registrar entradas netas en la zona del euro durante los seis primeros meses del presente año (véase gráfico C). En conjunto, la magnitud de los flujos financieros netos entre la zona del euro y Estados Unidos durante el año 2001 y el primer semestre del 2002 ha retornado a los niveles observados a mediados de la década de los noventa.

### Gráfico C: Flujos financieros netos desde la zona del euro hacia Estados Unidos

(mm de euros)



Fuentes: BEA, Departamento del Tesoro de Estados Unidos y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras relativas a los seis primeros meses del año 2002 se han anualizado. Un signo negativo indica salidas netas de capitales de la zona del euro y entradas netas en Estados Unidos.

# Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro

*En el presente artículo se ofrece un resumen de los últimos estudios realizados por el Eurosistema sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro. El artículo se estructura en torno a tres preguntas principales: ¿Cuáles son los efectos estimados de los cambios de política monetaria sobre los precios y el producto de la zona del euro? ¿Cómo se transmiten estos efectos? ¿En qué difieren los efectos de la política monetaria en el tiempo o entre distintos sectores o países de la zona del euro?*

*Los principales resultados en relación con cada una de estas preguntas pueden resumirse de la manera siguiente. Los cambios de política monetaria tienen un efecto transitorio sobre el producto agregado de la zona del euro; a lo largo del tiempo, el producto tiende a volver a niveles cercanos al inicial. Aunque más atenuado al comienzo, el efecto sobre los precios de consumo es duradero. Si bien estos resultados generales se ven claramente refrendados por la evidencia examinada en este artículo, los patrones más específicos de los desfases en la transmisión de la política monetaria están sujetos a una considerable incertidumbre. Ello se debe, en parte, al hecho de que el análisis se basa, necesariamente y en gran medida, en datos anteriores a la introducción del euro. La existencia de desfases prolongados e inciertos confirma que la política monetaria debería centrarse en la evolución a medio plazo y evitar intentos de ajustar el producto o los precios en el corto plazo.*

*La inversión parece ser un factor determinante en las variaciones del producto originadas por las perturbaciones que afectan a la política monetaria. Los resultados confirman que la inversión empresarial es sensible tanto a las variaciones en el coste de uso del capital como, aunque en menor medida, a los efectos sobre la liquidez o el flujo de caja. Si bien las restricciones financieras y crediticias parecen importantes a la hora de explicar la respuesta a la política monetaria en algunos países y en determinados grupos de empresas o entidades de crédito, no parecen desempeñar un papel fundamental en el conjunto de la zona del euro.*

*La evidencia empírica obtenida en los distintos estudios realizados con diversas metodologías no revela la existencia de diferencias sistemáticas entre países en la transmisión de la política monetaria. Sin embargo, hay evidencia de que el impacto puede variar según el sector económico y de que los efectos de la política monetaria sobre el producto pueden ser más fuertes en períodos de recesión, en los que las empresas y los hogares muestran una mayor debilidad.*

## I Introducción

En el presente artículo se ofrece un resumen de los resultados obtenidos en los nuevos análisis relativos a la transmisión de la política monetaria de la zona del euro realizados recientemente por el BCE, en colaboración con los departamentos de investigación del Eurosistema. En el ámbito del Eurosistema, participaron en el trabajo dos grupos: la «Red de Transmisión de la Política Monetaria», que se centró en modelos agregados de series temporales y en datos microeconómicos, y el «Grupo de Trabajo de Modelización Econométrica» del Comité de Política Monetaria, que utilizó modelos econométricos estructurales nacionales y de la zona del euro<sup>1</sup>. El presente artículo, continuación de otro sobre el mismo tema publicado en el *Boletín*

*Mensual* de julio del 2000, amplía y actualiza los resultados anteriores.

El artículo se estructura en torno a tres preguntas principales: ¿Cuáles son los efectos estimados de la política monetaria sobre los precios y el producto de la zona del euro? ¿Cómo se transmiten estos efectos? ¿Existen diferencias en la transmisión de la política monetaria en la zona del euro? En las tres secciones siguientes se examinan los principales resultados en relación con cada una de estas preguntas. En la última sección se exponen las conclusiones generales y se comentan sus implicaciones para la estrategia de política monetaria del BCE.

<sup>1</sup> Los resultados completos de la investigación han sido publicados en *ECB Working Papers* Nº 91-114.

## 2 Efectos agregados de la política monetaria sobre los precios y el producto

Existe un amplio consenso sobre la *dirección* de los efectos de las variaciones de los tipos de interés oficiales sobre el producto y los precios: se considera que, a igualdad de otros factores, un aumento (o un recorte) de los tipos de interés tiene un efecto a la baja (o al alza) sobre los precios y el producto. Sin embargo, el consenso es mucho menos generalizado en cuanto a la *magnitud* de estos efectos y al *momento* en el que se producen. La formulación de la política monetaria tiene que basarse en estimaciones actualizadas del efecto de dicha política sobre el nivel agregado de los precios y sobre la actividad económica de la zona del euro en su conjunto. Para poder conseguir el objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo, el Consejo de Gobierno debe conocer la amplitud de los ajustes de los tipos de interés oficiales necesarios en cada caso y el momento en el que han de realizarse. Para ello, debe disponer de estimaciones de los efectos de las variaciones de dichos tipos de interés sobre los precios, con distintos desfases. Además, dado que el BCE tiene como objetivo alcanzar la estabilidad de precios en el medio plazo, evitando así la introducción de fluctuaciones innecesarias en otras variables microeconómicas relevantes, especialmente en la actividad económica, también es importante obtener evidencias relativas a los efectos de la política monetaria sobre el producto.

Con el fin de crear un conjunto completo de evidencias, los economistas del Eurosistema han realizado varias estimaciones de los efectos sobre los precios y el producto, utilizando distintos modelos y datos. Los resultados obtenidos con las diversas metodologías empleadas son

bastante similares y concuerdan también con la teoría económica. Sin embargo, cabe observar que pese a su robustez, todas estas estimaciones presentan un elevado grado de incertidumbre, como consecuencia, en parte, del hecho de que el análisis se basa, inevitablemente, en datos en su mayoría anteriores a la introducción del euro. Por lo tanto, los resultados pueden estar sujetos a modificaciones motivadas por la introducción de la nueva moneda y por el correspondiente cambio de «régimen de política monetaria».

Como ejemplo de los resultados obtenidos para la zona del euro en su conjunto, el cuadro I muestra los resultados de la simulación de un aumento transitorio de los tipos de interés oficiales de 100 puntos básicos en dos años, con tres modelos macroeconómicos de la zona del euro distintos: el modelo del BCE para la zona del euro, denominado en inglés *area-wide model* (AWM), las agregaciones de las simulaciones de los distintos modelos de los bancos centrales nacionales (NCB) y el modelo NiGEM para varios países, desarrollado por el National Institute of Economic and Social Research (NIESR) del Reino Unido. De acuerdo con la literatura académica se supone que los cambios de política monetaria son inesperados, aunque suelen preverse en alguna medida. Por consiguiente, en las simulaciones se agrupan todos los efectos de un cambio de política monetaria, incluidos los derivados de señales anticipadas o de otra información que pueda preceder a dicho cambio. En estas simulaciones se supone que la respuesta del tipo de interés a largo plazo y del tipo de cambio es la contemplada, respectivamente, en la teoría de las expectativas sobre la estructura

### Cuadro I

#### Respuestas a un aumento del 1% de los tipos de interés oficiales de la zona del euro

	PIB real			Precios de consumo		
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3
AWM	-0,34	-0,71	-0,71	-0,15	-0,30	-0,38
NCB	-0,22	-0,38	-0,31	-0,09	-0,21	-0,31
NiGEM	-0,34	-0,47	-0,37	-0,06	-0,10	-0,19

Fuentes: McAdam, P. and J. Morgan, ECB Working Paper N° 93; Van Els et al., ECB Working Paper N° 94.

Nota: El cuadro muestra las respuestas del PIB real y de los precios de consumo a un aumento de los tipos de interés oficiales de la zona del euro de 100 puntos básicos en dos años. Las cifras se expresan en porcentaje con respecto al nivel de referencia. Las simulaciones se realizan utilizando el modelo del BCE para la zona del euro (AWM), los modelos macroeconómicos de los BCN (NCB) y el modelo del NIESR para varios países (NiGEM).

temporal de los tipos de interés y en la teoría de la paridad no cubierta de los tipos de interés. Se supone que el tipo de interés a largo plazo aumenta en 20 puntos básicos como consecuencia del impacto, mientras que el tipo de cambio se aprecia un 2%. En todos los casos, el efecto máximo sobre el producto real se manifiesta al segundo año. La magnitud del efecto al cabo de un año se sitúa dentro de un intervalo relativamente estrecho, comprendido entre el -0,2% y el -0,4%. Por otro lado, los resultados de todos los modelos sugieren que el producto tiende, en última instancia, a volver a su valor inicial, tras una perturbación transitoria de la política monetaria. Por lo que se refiere a los precios, el ajuste en respuesta a la misma perturbación es más lento, produciéndose un descenso gradual del nivel de precios de consumo. Al contrario de lo que ocurre con el producto, los efectos de la política monetaria sobre el nivel de precios son duraderos. El cuadro I muestra que la caída registrada en el nivel de precios después de tres años se sitúa en un intervalo del -0,2% al -0,4%.

Existen algunas diferencias en la persistencia de los efectos sobre el producto y los precios entre los distintos modelos. En especial, los modelos difieren en cuanto al tiempo que emplea el producto para volver a su nivel de referencia. Por ejemplo, en la agregación de las simulaciones calculada a partir de los modelos nacionales, el producto de la zona del euro vuelve a su nivel de referencia al cabo de unos cinco años, mientras que en el modelo NiGEM para varios países el retorno se produce después de siete años. En conjunto, la secuencia temporal de los efectos de la política monetaria es más incierta que su magnitud global.

Las respuestas del producto y de los precios a la política monetaria presentan un perfil general uniforme en los distintos modelos econométricos y metodologías. Por ejemplo, en los modelos de vectores autorregresivos (VAR), la respuesta del producto de la zona del euro tras una contracción monetaria se caracteriza por un perfil en

forma de joroba invertida. El producto empieza a registrar un descenso significativo aproximadamente dos trimestres después de producirse el aumento del tipo de interés, para volver a un nivel cercano a su valor inicial transcurridos unos dos años (véase el artículo titulado «La transmisión de la política monetaria en la zona del euro» publicado en el *Boletín Mensual* de julio del 2000).

En conjunto, los resultados revelan que la política monetaria tiene un efecto muy lento, pero duradero, sobre los precios, y un efecto rápido, pero transitorio, sobre el producto. Estos resultados son comparables, desde el punto de vista tanto cualitativo como cuantitativo, con los que proporcionan numerosos estudios empíricos sobre los efectos de la política monetaria en otros países, especialmente en Estados Unidos. Estos resultados ponen de relieve dos importantes características de la transmisión de la política monetaria. En primer lugar, el impacto de la política monetaria es neutro a largo plazo. En efecto, un cambio permanente en la oferta monetaria (asociado aquí con un cambio transitorio, en la dirección contraria, del instrumento utilizado por el banco central, es decir, el tipo de interés oficial) no tiene un efecto significativo a largo plazo sobre el PIB real, pero genera un cambio permanente en el nivel de precios. Esta evidencia concuerda con los datos ofrecidos en la abundante literatura teórica y empírica sobre la neutralidad del dinero. En segundo lugar, los cambios de política monetaria sí tienen un impacto temporal sobre el producto. Esta ausencia de neutralidad a corto plazo se debe a las rigideces nominales y reales de los mercados de trabajo y de bienes, que impiden un rápido ajuste de los precios a un cambio de política monetaria. Este hecho pone de relieve la importancia de las características estructurales de los mecanismos de fijación de precios y de salarios en el sentido de potenciar el efecto de la política monetaria sobre los precios y de reducir sus costes en términos de fluctuaciones del producto.

### 3 Canales de transmisión de la política monetaria

Las decisiones de política monetaria se transmiten a la economía por varios cauces, que repercuten al final sobre la evolución de los precios y del producto. El mecanismo de transmisión de la política monetaria es una combinación de todos los canales económicos a través de los cuales la política monetaria afecta a la economía a lo largo del tiempo<sup>2</sup>. Existen dos enfoques para determinar la medida en la que los distintos canales influyen en la evolución de los precios y del producto de la zona del euro. Por un lado, pueden utilizarse modelos econométricos estructurales para intentar separar algunos de estos canales y establecer su importancia macroeconómica relativa. Sin embargo, este método presenta el inconveniente de que el análisis depende del modelo, por lo que el resultado puede venir determinado, en parte, por decisiones en cuanto a la modelización. Por otro lado, pueden utilizarse los datos desagregados de los balances de las sociedades no financieras y de las entidades de crédito para analizar cauces concretos del mecanismo de transmisión, tales como el papel de los factores financieros y la oferta de crédito bancario. Este enfoque es particularmente prometedor, dada la importancia del crédito bancario como fuente de financiación en la zona del euro. Con todo, no permite siempre deducir fácilmente la trascendencia macroeconómica de la evidencia a favor de determinados factores financieros. Por lo tanto, la evidencia proporcionada por ambos métodos es complementaria y debería considerarse conjuntamente.

Ambas se examinan a continuación, aunque no de forma exhaustiva, ya que este análisis no incluye expresamente importantes canales, como el efecto directo de la política monetaria sobre las expectativas de inflación. La estrategia de política monetaria del Eurosistema, al hacer hincapié en la estabilidad de precios en el medio plazo, desempeña una función básica de anclaje de las expectativas de inflación en niveles bajos, contribuyendo así a la estabilidad de la economía. La evidencia indirecta (como el análisis del rendimiento de la deuda pública) respalda la opinión de que, desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), las expectativas de inflación a medio

plazo han quedado firmemente ancladas, como consecuencia del compromiso del Eurosistema de mantener la estabilidad de precios. Sin embargo, los efectos inducidos por la credibilidad de la estrategia del BCE se limitan al período posterior a 1999, por lo que difícilmente pueden quedar recogidos en los modelos econométricos utilizados para analizar la transmisión de la política monetaria.

#### **Evidencia macroeconómica: desagregación de los canales de tipos de interés**

Por lo general, las variaciones del tipo de interés oficial inciden rápidamente en los tipos de interés de mercado y en los precios de los activos financieros, tales como los valores de renta fija, los de renta variable y las divisas. Puesto que los precios y los salarios nominales son rígidos, una variación de los tipos de interés nominales a corto plazo produce una modificación de los tipos de interés reales y de los precios de los activos, lo que influye, a su vez, en las decisiones sobre el gasto real y, con un desfase, también en los precios y salarios a través del desequilibrio resultante entre la oferta y la demanda de bienes y servicios. Los cambios en las expectativas del mercado pueden acelerar esta fase de la transmisión.

En una economía relativamente cerrada como la de la zona del euro, los «canales internos» (principalmente, los de gasto en consumo e inversión, incluidas la construcción y las existencias) son, probablemente, los más importantes. Una elevación transitoria de los tipos de interés reales hace que sea más rentable para los hogares retrasar el consumo y aumentar el ahorro, con lo que se reduce la demanda interna de bienes de consumo y de servicios (canal de sustitución). Los ajustes de precios en los mercados internos de activos —valores de renta fija, de renta variable e inmobiliarios— afectan al valor de la riqueza de los hogares y, por ende, al

<sup>2</sup> Para una descripción más detallada de estos mecanismos de transmisión de la política monetaria, véase el artículo sobre este tema publicado en el Boletín Mensual de julio del 2000 y la publicación titulada «La política monetaria del BCE».

gasto (canal de riqueza). Las variaciones de los tipos de interés pueden tener también un impacto directo sobre la renta disponible, a través de los ingresos o pagos por intereses de valores a corto plazo y de cupón variable (canal de renta). Por último, las variaciones de los tipos de interés repercuten también en el coste de adquisición de capital nuevo, alterando la demanda de bienes de inversión en capital fijo y en existencias (canal de coste del capital).

Al modificar la rentabilidad relativa de los activos denominados en la moneda de la zona y en moneda extranjera, o al influir en las expectativas sobre la evolución económica futura de la zona del euro, un aumento de los tipos de interés internos puede tener efectos sobre el tipo de cambio. Por ejemplo, una apreciación tendería a ejercer presiones a la baja sobre el nivel de precios internos, al abaratar las importaciones de bienes de consumo y de producción de la zona. Dado que los bienes producidos en la zona se tornan más caros que los bienes importados, también disminuirán, probablemente, la demanda interna y la demanda exterior de dichos bienes, con un efecto negativo sobre el PIB (canal de tipo de cambio). Sin embargo, es de destacar que, en gran parte de la literatura económica, se argumenta que los efectos de las variaciones de los tipos de interés sobre los tipos de cambio son particularmente difíciles de predecir en la práctica.

Cabe esperar una respuesta relativamente rápida de los precios de los bienes a cualquier variación del tipo de cambio efectivo nominal. Por el contrario, la transmisión de la política

monetaria a través de los canales internos de sustitución, renta, riqueza y coste del capital puede que sea lenta en el corto plazo, pero más intensa y fiable en el medio plazo, especialmente en una economía relativamente cerrada como la de la zona del euro. La importancia de la demanda interna en el mecanismo de transmisión viene reflejada en el cuadro 2, que muestra las contribuciones, en porcentaje, de las variaciones en el consumo, la inversión en capital fijo y los demás componentes de la demanda agregada a la variación del PIB, como consecuencia de una política monetaria más restrictiva. Estas contribuciones se calculan ponderando la respuesta de cada componente de acuerdo con su participación en el PIB. En conjunto, el consumo y la inversión concentran la casi totalidad del efecto sobre la demanda y el producto internos (el resto corresponde al consumo público, la variación de existencias y la demanda exterior neta). Los resultados ponen de manifiesto, en particular, que la inversión es uno de los factores determinantes, con una contribución de más del 80% a la respuesta total del PIB después de tres años. Por otro lado, la importancia de la inversión aumenta paulatinamente con el tiempo, sugiriendo la existencia de efectos aceleradores, que van acumulándose. La función fundamental de la inversión en el proceso de transmisión viene confirmada por los análisis por países y por la evidencia microeconómica sobre el canal de coste del capital, que se aborda en la sección siguiente. El efecto del consumo se mantiene bastante estable en el tiempo, con una contribución a la respuesta total del PIB situada entre una tercera parte y la mitad de dicha respuesta.

## Cuadro 2

### Contribuciones de los componentes de la demanda agregada al efecto sobre el PIB de un aumento de los tipos de interés oficiales de la zona del euro

	NCB			AWM		
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3
Consumo	33	37	37	48	50	46
Inversión	32	57	83	50	70	88
Otros	34	6	-20	2	-20	-34
Total	100	100	100	100	100	100

Fuente: Cálculos del BCE basados en Van Els et al., ECB Working Paper N° 94.

Nota: El cuadro muestra las contribuciones de los componentes de la demanda agregada al efecto de un aumento de los tipos de interés oficiales de la zona del euro de 100 puntos básicos en dos años. Las cifras se expresan en porcentaje del efecto total sobre el PIB real. Las simulaciones se realizan utilizando los modelos macroeconómicos de los BCN (NCB) y el modelo del BCE para la zona del euro (AWM).



### **Evidencia microeconómica y canal de crédito**

El comportamiento de los hogares y las empresas, en cuanto a gasto se refiere, puede verse limitado, si el gasto previsto excede los fondos disponibles o el crédito que pueden obtener. Este mecanismo, que surge en mercados financieros incompletos y da lugar a lo que viene denominándose canal de crédito, funciona de distintas maneras. En primer lugar, a través de la oferta de crédito bancario, toda vez que las empresas y los hogares suelen depender, principalmente, de las entidades de crédito para obtener financiación externa (canal de crédito bancario). En segundo lugar, a través de la disponibilidad y del valor de las garantías necesarias para las operaciones de endeudamiento (canal de balance) o la disponibilidad de liquidez (canal de flujo de caja). El canal de crédito, que depende del nivel de los tipos de interés y de los precios de otros activos, ejerce también una influencia, que se suma a la del canal más convencional de los tipos de interés, al reforzar los efectos generados a través de los canales de sustitución, coste del capital y riqueza. En conjunto, la importancia del canal de crédito depende de la estructura y de la estabilidad financiera de la economía en cuestión (efectos de «acelerador financiero»). El alto grado de dependencia bancaria y el ámbito limitado de los mercados de valores y de otros mercados financieros de la zona del euro propician la existencia de posibles efectos del canal de crédito. En consecuencia, hay que tener en cuenta la importancia de estos canales y, en especial, el papel de las entidades de crédito, en el mecanismo de transmisión.

La evidencia empírica sobre el comportamiento individual de las empresas, recogida por los grupos del Eurosistema, muestra que los efectos de las variaciones del coste del capital sobre las decisiones de inversión de las empresas son significativos (véase recuadro). Por lo tanto, las variaciones del coste del capital parecen ser un elemento básico en el proceso de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, en la mayor parte de los países de la zona del euro, el flujo de caja también influye en las decisiones de inversión, lo que apunta a la posibilidad de que las empresas estén, en cierta medida, sujetas a restricciones de liquidez. En estas circunstancias,

las empresas pueden no estar en condiciones de financiar en su totalidad todos los proyectos con valor actual neto positivo, dada la falta de disponibilidad de financiación interna o externa.

La evidencia empírica sobre el comportamiento individual de las entidades de crédito revela que el crédito bancario disminuye de forma significativa tras un endurecimiento de la política monetaria (véase recuadro). Este efecto se ve claramente corroborado por la evidencia proporcionada por las series temporales macroeconómicas. Además, los resultados correspondientes a la zona del euro muestran que, por lo general, las entidades bancarias que mantienen activos relativamente menos líquidos ajustan sus créditos a variaciones de los tipos de interés a corto plazo en mayor medida que las entidades que mantienen activos más líquidos. Ello indica que la respuesta del crédito a cambios de política monetaria depende de las características de las entidades bancarias, es decir, de los proveedores de crédito, en contraposición a las unidades económicas demandantes de crédito (hogares y sociedades no financieras). Este hecho constituye una evidencia indirecta de la existencia de efectos de oferta de crédito para, al menos, algunas categorías de entidades bancarias. Sin embargo, los efectos cuantitativos directos de diferencias de liquidez no parecen ser significativos. Además, contrariamente a lo observado en Estados Unidos, en la mayoría de los países, las entidades de menor tamaño o capitalización no parecen tener una respuesta diferente a la de otras entidades bancarias. Entre las posibles razones de este comportamiento puede citarse las siguientes: banca personalizada, titularidad extranjera, pertenencia a redes bancarias, sistemas de garantía de depósitos explícitos o implícitos u otras formas de garantía.

Si bien los resultados muestran que, al menos en algunos países de la zona del euro, la transmisión de la política monetaria puede tener como cauce algún canal de crédito, la evidencia no sugiere que este canal desempeñe un papel preponderante en la zona en su conjunto. Ello podría deberse a que, en el pasado, la zona del euro se ha caracterizado por una estabilidad financiera bastante elevada (tal como lo demuestra el escaso número de quiebras regis-

tradas en el sector bancario). De hecho, las entidades bancarias para las que el canal de crédito es importante parecen representar una fracción relativamente pequeña del crédito bancario total. Sin embargo, podrían producirse efectos diferen-

tes de la política monetaria sobre determinadas clases de entidades bancarias o prestatarios en los países de la zona del euro en los que se ha observado una mayor actividad del canal de crédito bancario<sup>3</sup>.

## 4 Diferencias en los efectos de la política monetaria

En la presente sección se analiza si los efectos sobre los precios y el producto son homogéneos dentro de la zona del euro y en el tiempo. Las asimetrías entre países o regiones pueden deberse a varias razones y adoptar diversas formas. En primer lugar, en situaciones cíclicas diferentes la política monetaria puede producir efectos distintos. En segundo lugar, las disparidades en las técnicas de producción y en la naturaleza de la misma pueden hacer que el impacto de la política monetaria sea desigual entre los sectores. En tercer lugar, las diferencias entre países pueden ser originadas por distintos factores, tales como el marco jurídico e institucional, el desglose sectorial de la producción, etc. Dado que el objetivo de estabilidad de precios del BCE se aplica a toda la zona del euro, las diferencias entre países no deben influir directamente en la formulación de la política monetaria. Sin embargo, la comprensión de los factores que determinan las asimetrías en la transmisión de la política monetaria es fundamental, ya que puede ayudar a valorar el proceso global de transmisión de dicha política, seleccionar los mejores indicadores y, lo que es más importante, señalar las áreas en las que puedan ser necesarias reformas estructurales de los mercados de trabajo, de bienes y financieros.

### Diferencias según el ciclo económico

Una de las principales razones por las que la situación cíclica de la economía puede ser relevante para la política monetaria es que la situación patrimonial de las empresas y los hogares es, normalmente, más débil en una fase recesiva que en una fase expansiva. Este debilitamiento puede potenciar algunos canales de transmisión de la política monetaria, como el canal de coste del capital y el canal de crédito. La evidencia basada en el análisis VAR sugiere que los

efectos de la política monetaria sobre el producto son, efectivamente, más acusados en épocas de recesión (cuando se produce un debilitamiento de los balances) que en épocas de expansión, habiéndose observado que este resultado se aplica a la mayor parte de los países de la zona del euro y a Estados Unidos.

En el gráfico se comparan los efectos estimados de una política de tipos de interés restrictiva, común a toda la zona del euro, sobre la producción industrial de los siete mayores países de la zona, en una fase expansiva (línea azul) y en una fase contractiva (línea negra). Se supone un mismo aumento transitorio del tipo de interés oficial en todos los casos, independientemente de la situación cíclica. Las simulaciones muestran que la *forma* del efecto y el *momento* en el que se produce son similares en ambas fases. Sin embargo, como promedio, la máxima *magnitud* del efecto es mayor en una recesión. Se supone que, dada la situación del ciclo económico los efectos de un endurecimiento de la política monetaria son los mismos que los de una relajación de magnitud similar. Por consiguiente, la simulación da a entender que el efecto de una política monetaria más restrictiva sobre el producto durante una fase expansiva es menor que el efecto de una política más relajada durante una fase recesiva. El análisis sectorial revela que estas diferencias son, normalmente, más acusadas en los sectores con situaciones patrimoniales más deterioradas.

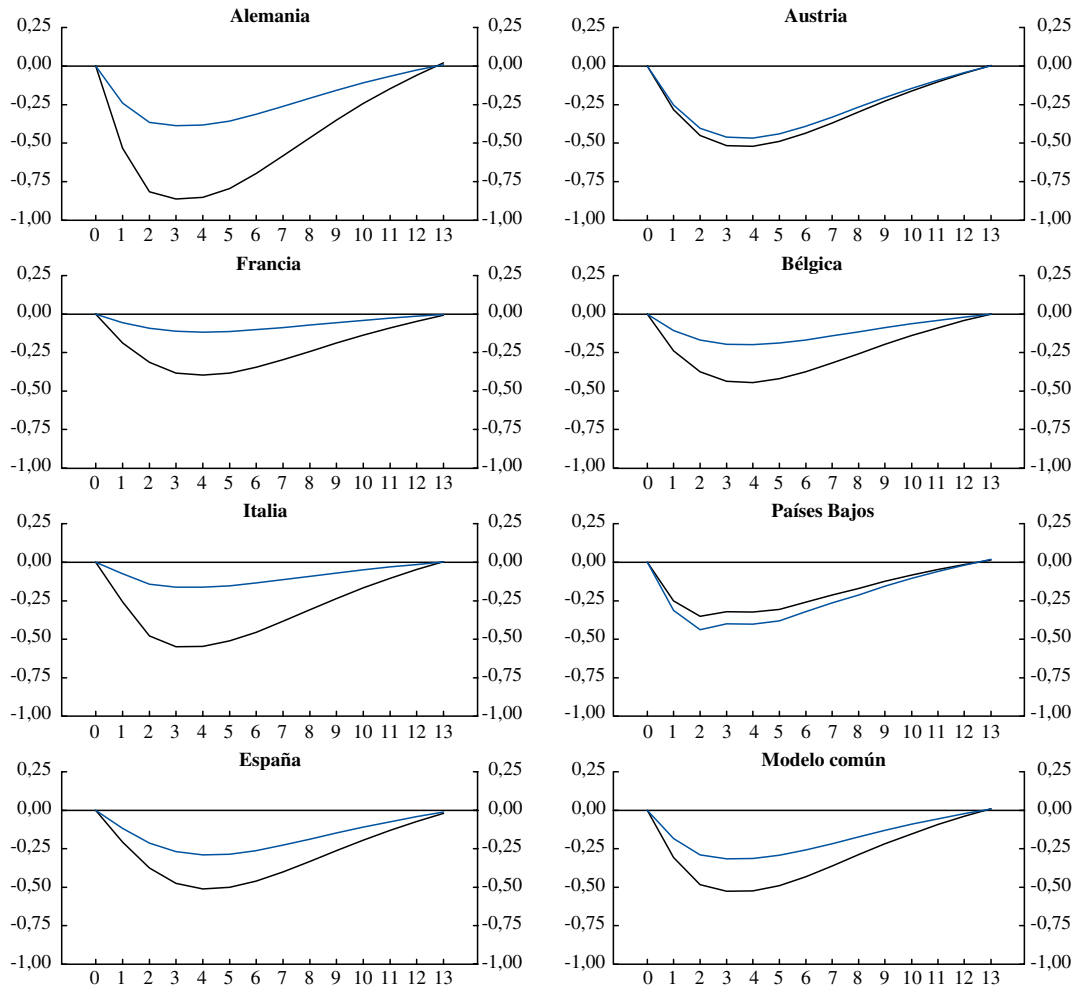
### Diferencias entre sectores

Los cambios de política monetaria afectan de manera diferente a los distintos sectores por varias razones. En primer lugar, la demanda de

<sup>3</sup> Para una descripción más detallada de los efectos de la política monetaria sobre los distintos países, véanse ECB Working Papers N° 91-114.

## Gráfico

Efectos de la política monetaria sobre la producción de la zona del euro en fases expansivas (línea azul) y en fases contractivas (línea negra)



Fuente: G. Peersman and F. Smets, «Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?», ECB Working Paper N° 52.

Nota: El gráfico muestra los efectos de un aumento transitorio de los tipos de interés oficiales de la zona del euro sobre la producción industrial en fases expansivas (línea azul) y en fases contractivas (línea negra). Se supone un aumento transitorio de los tipos de interés oficiales de la zona del euro de unos 35 puntos básicos. El eje horizontal representa los trimestres siguientes al aumento.

productos de los diversos sectores puede ser más o menos sensible a los tipos de interés. Por ejemplo, los bienes duraderos, como los bienes de inversión, la construcción y los bienes de consumo duradero, responderán, probablemente, con mayor intensidad a la política monetaria, al poder diferirse su adquisición con mayor facilidad. En segundo lugar, si las variaciones de los tipos de interés influyen en el tipo de cambio, el efecto será mayor en los sectores de bienes comerciables que en los de servicios. En tercer lugar, los sectores que se

caracterizan por un uso más intensivo del capital en la producción podrán mostrar una mayor sensibilidad a los tipos de interés, al verse afectados en mayor medida por variaciones en el coste del capital. En cuarto lugar, la política monetaria puede incidir en la financiación de las empresas a través del valor de las garantías, cuya disponibilidad varía, en cierta medida, según el sector. Finalmente, las variaciones de los tipos de interés pueden repercutir en los sectores en distintos momentos, dependiendo de su posición en la cadena de producción. Los sectores

de productos terminados recibirán, probablemente, el impacto antes que los de bienes intermedios o de productos básicos.

Aunque todavía limitados, los resultados relativos a diferencias intersectoriales en la transmisión de la política monetaria en la zona del euro son indicativos<sup>4</sup>. En primer lugar, parece existir una elevada heterogeneidad intersectorial en la respuesta del producto a la política monetaria. Los efectos de la política monetaria son más pronunciados en los sectores productores de bienes duraderos. Por ejemplo, ello es válido para el sector de la construcción. En segundo lugar, los sectores que hacen un uso más intensivo del capital en su tecnología de la producción (como las refinerías de petróleo, la industria siderúrgica y los metales no férricos) son más sensibles a los cambios de política monetaria. Por último, hay evidencia de que las diferencias intersectoriales se deben también a factores financieros. Sin embargo, dada la relativa homogeneidad de la composición sectorial del producto registrada en todos los países de la zona del euro (por ejemplo, en comparación con la diversidad regional observada en Estados Unidos), es improbable que diferencias entre sectores en la respuesta del producto den lugar a marcadas disparidades entre países en el proceso global de transmisión.

### Diferencias entre países

Es muy difícil comparar los efectos de cambios de política monetaria entre países a partir de datos, en su mayoría, anteriores a 1999, y extraer conclusiones sobre el efecto probable de la política monetaria única sobre las economías nacionales, por lo que los resultados de este ejercicio deben considerarse con cautela. Los efectos de cambios de política monetaria dependen, en gran medida, del propio régimen de política monetaria, tal y como lo perciben los agentes de mercado que forman las expectati-

vas y reaccionan a los cambios de política monetaria sobre la base de estas expectativas. Por consiguiente, es probable que el cambio en el régimen de política monetaria ocasionado por la introducción del euro sea particularmente relevante en este caso y que invalide, en parte, lo que pueda inferirse en cuanto a la eficacia de la política monetaria.

Pese a estas limitaciones, la abundante literatura sobre los mecanismos de transmisión en las distintas economías y los resultados de la investigación realizada recientemente por el Eurosystema<sup>5</sup> permiten extraer algunas conclusiones generales. Algunos estudios han utilizado modelos econométricos de distintos países para comparar los efectos de la política monetaria. Por lo general, las clasificaciones, en términos de magnitud de los efectos de la política monetaria, establecidas en estos estudios no son similares en todos los trabajos. Por otro lado, los intervalos de confianza en torno a estos efectos suelen ser amplios, lo que dificulta la clasificación de las magnitudes relativas. En conjunto, una comparación de los distintos resultados apunta a la conclusión de que las diferencias entre países en el impacto estimado de la política monetaria sobre el producto y los precios no tienden a confirmarse con metodologías, datos y modelos diferentes. Aunque se detectan disparidades en los distintos estudios, a menudo no son estadísticamente significativas y, además, no son uniformes en todos los estudios.

4 Véanse Dedola, L. y F. Lippi, «The monetary transmission mechanism: evidence from the industries of five OECD countries», Banca d'Italia, Temi di Discussione N° 389; y Peersman, G. y F. Smets (2002), «The industry effects of monetary policy in the euro area», ECB Working Paper N° 164.

5 Para más detalles sobre este tema, véanse Mojon, B. y G. Peersman, «A VAR description of the effects of monetary policy in the individual countries of the euro area», ECB Working Paper N° 92; van Els, P., A. Locarno, J. Morgan y J.-P. Villetelle, «Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?», ECB Working Paper N° 94; Angeloni, I., A. Kashyap, B. Mojon y D. Terlizzese, «Monetary transmission in the euro area: where do we stand?», ECB Working Paper N° 114.

## 5 Conclusiones

En el presente artículo se ha ofrecido una panorámica de los estudios más recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro, centrándose en los aspectos más relevantes para la ejecución de la política monetaria única. La mayor parte de los resultados presentados fueron obtenidos en el marco de los proyectos de investigación llevados a cabo, conjuntamente, por departamentos de investigación de los bancos centrales, pertenecientes al Euro-sistema.

Los resultados relativos a la respuesta de los precios a la política monetaria confirman que el BCE puede, efectivamente, utilizar la política monetaria para cumplir su objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro en el medio plazo. Los precios de consumo se ven afectados de forma paulatina, pero permanente, por la política monetaria. Por el contrario, la política monetaria solo produce efectos transitorios sobre el producto real, sin repercusiones en el medio a largo plazo.

La evidencia empírica atribuye una función importante a la inversión en la transmisión de la política monetaria: La inversión responde a cambios en el coste de uso del capital y, aunque en menor medida, a efectos sobre el flujo de caja o la liquidez. Si bien existen en algunos

países, los efectos de oferta de crédito no parecen ser fundamentales en la transmisión de la política monetaria en la zona del euro en su conjunto.

La política monetaria parece tener un impacto diferente sobre los distintos sectores económicos, dependiendo de la naturaleza de los bienes o servicios producidos, del grado de intensidad de uso del capital y de la estructura financiera de las empresas de cada uno de los sectores. Los efectos de la política monetaria también difieren según la evolución cíclica. En cambio, es difícil detectar diferencias sistemáticas entre los países.

Si bien estos resultados generales se ven reforzados por análisis bastante robustos, los patrones más específicos de los desfases que se producen en la transmisión de la política monetaria adolecen de una considerable incertidumbre. La existencia de desfases prolongados e inciertos en la transmisión de la política monetaria a los precios y al producto indica que, con arreglo a la estrategia de política monetaria del BCE, las decisiones de política monetaria deberían tener una orientación a medio plazo y rehuir todo intento de estabilización económica a corto plazo, con el fin de evitar provocar fluctuaciones indebidas en el producto y otras variables económicas.

## Recuadro

### Análisis microeconómicos del comportamiento de las empresas y de las entidades de crédito de la zona del euro

Los grupos de investigación del Eurosistema han analizado el comportamiento de las empresas y de las entidades bancarias de la zona del euro en materia de inversión y de concesión de créditos. Para ello, han utilizado datos de empresas y de entidades de crédito individuales, aplicando el enfoque específico por países (que permite tener en cuenta las características nacionales) y el enfoque armonizado (que facilita las comparaciones entre países). Los resultados se presentan de forma detallada en una serie de documentos de trabajo publicados por el BCE<sup>1</sup>.

Para las sociedades no financieras, el marco analítico adoptado ha sido la teoría convencional neoclásica de la inversión, según la cual la inversión (como *ratio* en relación con el volumen de capital) se expresa en función de las ventas de la empresa y del coste del capital para la misma. Además de estas variables se incluyó también la disponibilidad de fondos dentro de la empresa (expresada por la *ratio* entre el flujo de caja y el capital) para medir la liquidez existente o las restricciones de capital. La *ratio* entre el flujo de caja y el capital adquiere importancia si los mercados de capitales no son totalmente eficientes. El modelo estimado permite también tener en cuenta los efectos específicos relativos a cada empresa y las perturbaciones agregadas, así como la inversión retardada. La inclusión de variables retardadas intenta captar los efectos de retrasos en la formación de expectativas, en las decisiones de inversión y en la instalación de bienes de equipo.

Los resultados<sup>2</sup> muestran que el coste de uso del capital (a su vez afectado indirectamente por los tipos de interés oficiales) es el principal impulsor del gasto de inversión en capital fijo en la mayor parte de los países de la zona del euro. También son importantes la evolución esperada de la demanda (aproximada por el crecimiento de las ventas) y el flujo de caja. Se produce una buena distribución de los efectos entre las sociedades no financieras y no se observan diferencias sistemáticas según el tamaño de la empresa. Estos resultados, que se vieron corroborados tanto por el análisis armonizado como por el específico por países, indicarían que, a través del gasto de las empresas, la política monetaria influye de forma significativa en la economía de la zona del euro.

El análisis del crédito bancario tenía por objeto identificar y medir las respuestas de oferta de crédito a la política monetaria. Se utilizaron datos de entidades bancarias individuales para determinar los efectos de la política monetaria sobre la oferta de crédito y comprobar si algunos tipos de entidades bancarias reaccionan de forma distinta a dicha política. Los análisis de la economía estadounidense han revelado que las entidades de menor tamaño, liquidez o capitalización tienden a responder con una oferta de crédito comparativamente mayor a una política monetaria restrictiva (ocurriendo lo contrario con una política monetaria expansiva). Este resultado se ha interpretado como evidencia de que la oferta de crédito bancario se produce en respuesta a cambios de política monetaria, en una medida que depende de las características específicas de cada entidad de crédito. Ello, conjuntamente con la sensibilidad de las sociedades no financieras a la disponibilidad de flujo de caja o de liquidez, puede señalar la existencia de un «canal de crédito» de la política monetaria.

De nuevo, los economistas del Eurosistema realizaron tanto el análisis por países como el armonizado, utilizando como marco analítico un modelo sencillo, en el que los créditos concedidos por cada entidad bancaria vienen determinados por variaciones de los tipos de interés a corto plazo, considerados como variable sustitutiva de los cambios de política monetaria, así como por la evolución del producto real y de los precios, principales variables que impulsan la demanda agregada de crédito en el medio a largo plazo. Además, el modelo incluye las características específicas de cada entidad de crédito.

1 ECB Working Papers, Nº 96-114.

2 Véase, en particular, Chatelain et al., «Firm investment and monetary transmission in the euro area», ECB Working Paper Nº 112.

Los resultados<sup>3</sup> confirmaron que los cambios de política monetaria, junto con el PIB y los precios, tienen un efecto rápido y pronunciado sobre la evolución del crédito bancario. De los tres criterios mencionados anteriormente, solo la liquidez de los activos (medida como *ratio* del efectivo, el crédito interbancario y los valores en relación con el activo total) parece ser relevante para explicar las diferentes respuestas de las entidades bancarias a los cambios de política monetaria. Por el contrario, el tamaño y el grado de capitalización de las entidades de crédito no parecen influir en las respuestas de cada una de estas entidades en términos de crédito bancario. Ello podría deberse a la tendencia de las entidades de crédito (observada en varios países de la zona del euro) a operar en redes de cooperación y al ámbito y a la cobertura de los sistemas de seguridad (a menudo implícitos) proporcionados por las autoridades públicas. Ambos factores ayudarían a reducir el efecto de las características de balance individuales sobre el crédito y, de forma más general, de los eventuales «canales de crédito» de la política monetaria.

<sup>3</sup> Véase un resumen en Ehrmann et al., «Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area», ECB Working Paper N° 105.

# Principales características del mercado de repos de la zona del euro

*El uso de repos (también denominados ventas con pacto de recompra o cesiones temporales) se ha generalizado en la zona del euro como mecanismo de financiación y de reducción de riesgos. Este mercado se ha convertido en un mercado líquido, utilizado por una amplia gama de entidades (bancos centrales, bancos comerciales y de inversión, tesoreros de empresa, fondos de inversión, etc.) para distintos fines. El mercado de repos ha cobrado una importancia creciente en el mercado monetario y constituye, en estos momentos, una sólida alternativa a las operaciones de crédito sin garantías o a la emisión de valores a corto plazo. El BCE, y el Eurosistema en general, tiene especial interés en los repos, en la medida en que es el principal instrumento que utiliza en su política monetaria y en las operaciones de crédito intradía. Además, debido a su carácter híbrido (por una parte efectivo y por otra, valores), los repos proporcionan un vínculo entre varios mercados (mercados de valores, mercado monetario sin garantías y mercados derivados y de swaps) y contribuyen a aumentar su liquidez. Sin embargo, a pesar de los considerables avances, la integración de los mercados nacionales de repos de la zona del euro ha sido, y sigue siendo, un proceso lento y complejo y se ha retrasado con respecto al nivel de integración logrado en otros mercados. Así pues, se requiere un esfuerzo adicional para que el mercado de repos alcance el nivel de integración y eficiencia necesario para cosechar todos los beneficios de la zona financiera que ha surgido con la introducción de la moneda única.*

## I Características básicas del mercado de repos

### ¿Qué es un repo?

Un repo (o cesión temporal) supone la venta de valores con el compromiso simultáneo de recomprar esos valores a un precio fijo y en una fecha predeterminada. Los repos pueden considerarse desde dos perspectivas distintas. En cuanto a su función económica, un repo es una operación muy simple, con efectos similares a un préstamo de efectivo garantizado; aunque, en rigor, es un instrumento distinto, debido a su mecanismo específico y a su estructura jurídica.

Desde un punto de vista económico, un repo puede considerarse como un simple préstamo de efectivo respaldado por valores que actúan de garantía. Si —como sucede en cualquier préstamo de efectivo— se presta efectivo por un importe de 100 euros, al vencimiento del préstamo el «prestatario» devolverá al «prestamista» el importe inicial (100 euros) más los intereses. El tipo de interés correspondiente se denomina tipo repo, o «r». La diferencia con un préstamo de efectivo sin garantías es que el «prestatario» del efectivo en una operación repo ofrece al «prestamista» garantías que suelen ser en forma de valores. Al vencimiento de la operación, los activos de garantía se devuelven al «prestatario». La principal función de estos activos es proteger al «prestamista» frente al impago del «prestatario». Puesto que los valores actúan de garantía, pueden venderse en el mercado en caso de impago para recuperar el

importe del efectivo prestado. No obstante, para que esta protección sea efectiva, el valor de mercado de los activos de garantía deber ser al menos igual al importe prestado más los intereses devengados a lo largo de la vida de la operación. En particular, hay que tener en cuenta la posibilidad de cambios adversos en el valor de mercado de los activos de garantía, y, por eso, el valor de las garantías entregadas al inicio del préstamo no es igual al importe del efectivo prestado, sino superior. Tras la deducción de un determinado porcentaje (denominado «recorte»), el valor de los activos de garantía debe ser al menos igual al importe del efectivo. En otras palabras, una contrapartida dispuesta a tomar 100 euros en préstamo deberá entregar, al inicio de la operación, activos de garantía por un importe  $C$ , de manera que  $C \times (1 - h) = 100$ , donde  $h$  es el recorte. Por consiguiente, durante la vida del repo, los activos de garantía se valoran diariamente de acuerdo con las condiciones del mercado, y su valor  $C_t$ , tras la deducción del recorte  $h$ , ha de ser igual al valor conjunto del efectivo prestado más los intereses devengados  $i_t$ , es decir,  $C_t \times (1 - h) = 100 + i_t$ . Si es menor, la operación no está suficientemente garantizada y el «prestatario» del efectivo deberá ajustar los márgenes (habitualmente proporcionando más activos al «prestamista»). Si es mayor, la operación cuenta con un exceso de garantías y el «prestamista» del efectivo debe ajustar los márgenes (normalmente devolviendo parte de los activos al «prestatario»).



Sin embargo, desde una perspectiva jurídica, un repo es distinto de un «préstamo» de efectivo con garantías debido al marco jurídico (cesión temporal) en el que se ejecuta. Al «prestatario»<sup>1</sup> del efectivo (oferente de valores) se le denomina vendedor, mientras que el «prestamista» (tomador de valores) es el comprador. Desde el punto de vista del vendedor, la operación es un repo, es decir, una cesión temporal. Sin embargo, desde el punto de vista del comprador, la operación es una adquisición temporal.

Aunque un repo tiene algunas características tanto de las operaciones de compraventa simple de valores como de los préstamos, es un instrumento específico. En primer lugar, todas las condiciones de un repo se pactan con antelación, a saber, el precio de venta inicial de los valores (es decir, el precio de mercado en la fecha de inicio), el tipo repo, el recorte y la fecha y el precio de la recompra de los valores (ese precio es el precio de venta inicial). Además, un repo es distinto de un préstamo, debido a la total transferencia de titularidad de los valores del vendedor al comprador, quien puede, entonces, reutilizar los valores en otras operaciones sin limitaciones jurídicas. No obstante, como los repos son operaciones temporales, el vendedor está expuesto a las fluctuaciones de precio de los valores entregados en garantía durante la vida de la operación. Del mismo modo, en la mayoría de las operaciones repo, todos los flujos de pago o los derechos económicos incorporados a los valores que entren en vigor durante la vida del repo también se transfieren al

vendedor. El recuadro I explica en más detalle las diferencias entre un repo, llamado a veces repo «clásico», y otras operaciones de financiación con valores que producen resultados económicos similares y que se consideran alternativas.

Otra peculiaridad de los repos es su tratamiento específico de los riesgos, ya que su empleo puede considerarse una técnica para la transferencia y la reducción del riesgo. Básicamente, el prestamista de efectivo en una operación no garantizada está expuesto al riesgo de crédito del prestatario. Por el contrario, el comprador (es decir, el «prestamista» de efectivo) de un repo reduce la exposición a su contrapartida, al recibir a cambio activos de garantía. El proceso de reducción del riesgo empieza a funcionar, a través del uso de activos de garantía, solo cuando el prestatario del efectivo incumple sus obligaciones de pago (las garantías constituyen una «segunda línea de defensa»). Sin embargo, la ejecución de las garantías dará los resultados previstos únicamente si los riesgos asociados al repo y a los activos de garantía se gestionan adecuadamente.

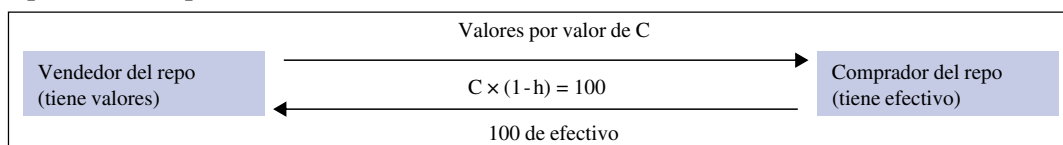
Los riesgos inherentes a las operaciones repo *per se* son legales y operacionales. Los riesgos legales se gestionan asegurándose de que la operación se efectúa sobre la base de la apropiada documenta-

<sup>1</sup> En aras de una mayor sencillez, en algunas partes del artículo se utilizan los términos «prestamista» y «prestatario» en relación con operaciones repo, aunque —desde un punto de vista jurídico— deberían emplearse los términos «vendedor» y «comprador».

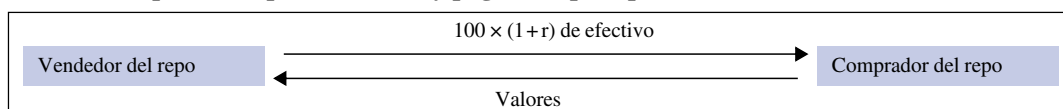
## Gráfico I

### Mecánica de una operación repo

#### Apertura del repo: venta de valores



#### Cierre del repo: recompra de valores y pago del tipo repo



Nota:  $C$  es el valor de mercado de los valores en la fecha de inicio, mientras que  $h$  es el recorte y  $r$  es el tipo repo.

## Recuadro I

### Comparación entre el repo «clásico» y otros tipos de operaciones de financiación con valores

#### Operaciones simultáneas

Estas operaciones están constituidas por una venta de valores al contado y una recompra a plazo (es decir, una recompra en una fecha futura a un precio pactado previamente). Las principales diferencias con los repos son las siguientes:

- Documentación legal: tradicionalmente, las operaciones simultáneas no contaban con ninguna documentación específica, pero esta situación está cambiando pues muchos acuerdos marco incluyen ahora un anejo sobre este tipo de operaciones.
- Ajuste de márgenes: cuando las operaciones simultáneas no están documentadas, no hay márgenes iniciales ni ajuste diario a precios de mercado, lo que hace que la operación sea más arriesgada.
- Fijación de precios y proceso de remuneración: el «tipo» repo se refleja en la diferencia entre el precio a plazo y el precio al contado del valor. También se pueden producir diferencias en el tratamiento de los cupones.

Las operaciones simultáneas surgieron, inicialmente, en mercados en los que no se disponía de estructura jurídica segura para los repos o en los que los sistemas de liquidación y los sistemas informáticos de las contrapartidas no estaban preparados para gestionarlos. Aunque el empleo de los repos ha ido ganando terreno, las operaciones simultáneas siguen siendo importantes en algunos mercados nacionales por motivos históricos (por ejemplo, en España y en Italia).

#### Operaciones de préstamo de valores

Las operaciones de préstamo de valores son transacciones en las que un valor se cede legalmente (y no se vende) a cambio de efectivo o de otros valores que actúan de garantía. Estas operaciones suelen estar motivadas por la búsqueda de valores. La principal diferencia con un repo es que la titularidad del valor no se transfiere. También existe otra serie de diferencias con los repos:

- El proceso de remuneración: la remuneración se basa en una comisión (no en un tipo de interés), expresada en porcentaje del valor de mercado de los valores cedidos. Esto puede parecer más sencillo que el empleo de repos para las contrapartidas que no realizan una vigilancia estrecha del nivel de los tipos de interés a corto plazo.
- Activos de garantía: en estas operaciones no solo puede utilizarse como garantía el efectivo, sino también los valores. Cuando se registra una elevada demanda de valores específicos, las contrapartidas pueden prestarlos para obtener un beneficio sin tener que reinvertir el efectivo, como ocurre con los repos.

En el préstamo de valores se utilizan, habitualmente, valores de renta variable, mientras que en el caso de los repos, se emplean sobre todo valores de renta fija.

ción legal, generalmente un acuerdo marco que ha de poder aplicarse de conformidad con la normativa que regula la operación. Dicho acuerdo marco, que se examina en detalle en el epígrafe 3.2, proporciona un contrato normalizado para todas las operaciones repo (incluidos los recortes, el ajuste a precios de mercado, etc.) entre dos con-

trapartidas y garantiza que los activos financieros entregados como garantía pueden liquidarse de manera fácil y rápida en caso de impago. Los riesgos operacionales están relacionados fundamentalmente con el riesgo de pérdida derivada de procesos internos, personas y sistemas inadecuados o fallidos. Este riesgo es particularmente

relevante para los repos, por la gran importancia del trabajo de procesamiento (es decir, el ajuste diario a precios de mercado, el ajuste de márgenes, etc.), y se gestiona asegurándose de que los procedimientos apropiados estén documentados y se apliquen.

Los riesgos específicos a los activos de garantía son los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez. El riesgo de mercado está relacionado con el nivel de volatilidad de los valores, que es más relevante entre el momento en el que la contrapartida incumple sus obligaciones de pago y el momento en el que se pueden vender los activos de garantía. El riesgo de crédito es del emisor del valor. El riesgo de liquidez refleja, en caso de impago, la facilidad con la que pueden liquidarse los activos de garantía, y el impacto que la venta de estos activos puede tener en el precio de mercado. Los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez se gestionan mediante recortes (que dependen del tipo de activo de garantía), la valoración diaria y el ajuste de márgenes de los activos de garantía. El recorte puede depender también del riesgo de crédito de la contrapartida y del vencimiento del repo en cuestión.

### **¿Para qué se necesitan los repos?**

Un repo es un instrumento del mercado monetario, es decir, una operación cuyo vencimiento está comprendido entre un día y un año, al igual que el préstamo interbancario sin garantías y los valores y los derivados a corto plazo. La gran mayoría de los activos utilizados como garantía en las operaciones repo son valores de renta fija, pero también se emplean valores de renta variable, aunque las peculiares características de estos últimos (por ejemplo, los derechos de voto o las fusiones) complican la gestión operativa de dichos repos.

Una característica clave y diferenciadora de los repos es que pueden utilizarse o bien para obtener efectivo o bien para conseguir valores. Por lo tanto, el mercado de repos comprende dos segmentos de mercado complementarios, un segmento originado por la búsqueda de efectivo (segmento de efectivo) y otro segmento basado en la búsqueda de valores (segmento de valores), en los que opera una amplia gama de participantes.

En el segmento de efectivo, las operaciones se inician por el deseo de una contrapartida de prestar dinero, o de tomarlo prestado, utilizando valores como garantía. En tales casos, el tipo repo se acerca al tipo de interés interbancario que, por lo general, se sitúa algo por debajo de este tipo, como reflejo del carácter de «préstamo garantizado» de los repos. Como el activo que se busca es el efectivo, las características de los valores entregados a cambio tienen una importancia secundaria, y las operaciones suelen estar respaldadas por «activos de garantía generales». En las operaciones repo con activos de garantía generales, puede entregarse como garantía cualquier valor que forme parte de una cesta de garantías definidas por tipo y por calidad crediticia. Ejemplos de estas cestas de activos son los bonos emitidos por los Tesoros de la zona del euro o la renta fija privada incluida en índices específicos.

Los motivos del oferente de efectivo (tomador de valores) en el segmento de efectivo proceden de la reducción del riesgo de contraparte del «prestario». Este riesgo queda sustituido por otros riesgos relacionados con los activos de garantía, que, por lo general, son menores, dependiendo del tipo de activos y de cómo se gestionen. Esta transferencia del riesgo se ve reflejada en el tratamiento del capital regulatorio de las operaciones repo, donde, para el cálculo de los requerimientos de capital, la ponderación del riesgo de contraparte se sustituye por la ponderación del riesgo de los activos de garantía<sup>2</sup>. Siempre que los activos de garantía cumplan ciertos criterios, esta sustitución permite un tratamiento del capital regulatorio más favorable en los repos que en las operaciones de préstamo no garantizado. A cambio, el tipo repo que devenga el efectivo prestado suele ser más bajo que el tipo de interés sin garantías, al reducirse el componente de riesgo de crédito. Por otra parte, el tomador de efectivo (oferente de valores) puede tomar prestado dinero a

<sup>2</sup> Esto es lo que ocurre en las operaciones registradas en la cartera de inversión (es decir, la cartera que no es de negociación). En las operaciones registradas en la cartera de negociación (que comprende las posiciones que se mantienen con fines de negociación, según las define la Directiva 93/6/CEE sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito), los bancos pueden optar por modelos internos reconocidos por los supervisores o adoptar el enfoque por bloques (building block), que abarca el riesgo de mercado general y específico, así como el riesgo de contraparte.

tipos generalmente mejores que en el caso de los préstamos sin garantías, o puede financiar una posición larga en valores, al tiempo que mantiene el riesgo de mercado de dichos valores. Los repos también permiten que los participantes en el mercado que no pueden obtener financiación interbancaria sin garantías porque no tienen acceso al mercado interbancario, porque su calidad crediticia es inadecuada o porque sus contrapartidas han alcanzado los límites de su riesgo de crédito sin garantías, consigan efectivo a cambio de activos de garantía.

En el segmento de valores, las operaciones se inician por el deseo de una contrapartida de comprar o vender un valor concreto, con el efectivo como activo de garantía. Este segmento se compone sobre todo, aunque no exclusivamente, de valores con una demanda muy elevada. Por ello, su tipo repo es notablemente más bajo que el tipo repo de los activos de garantía generales y que el tipo de interés interbancario, y a los activos de garantía se les con-

sidera valores «especiales». Esta característica de «especiales» no es permanente, sino temporal.

Las motivaciones de los prestatarios de valores (oferentes de efectivo) en el segmento de valores están relacionadas con el deseo de adquirir un valor específico, por ejemplo, para cubrir una posición corta en ese valor, para cubrir un fallo de liquidación o para entregar en la liquidación de un contrato de futuros. En el otro lado de la operación, el oferente de valores (tomador de efectivo) puede o bien financiar su posición larga en valores o «ceder» sus valores mediante un repo, y reinvertir el efectivo obtenido a un tipo más elevado (v.g., en el mercado interbancario sin garantías o al tipo repo de los activos de garantía generales) para incrementar la rentabilidad de su cartera. El préstamo de valores «especiales» es, pues, una técnica para la optimización de las carteras de valores.

No hace falta decir que, un número considerable de agentes participa en ambos segmentos, sobre

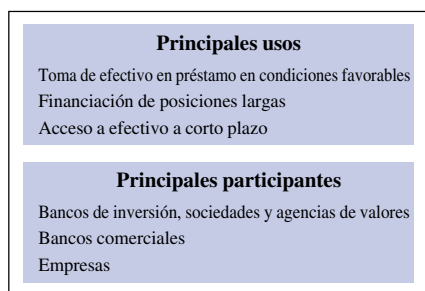
## Gráfico 2

### Principales usos y participantes en el mercado de repos

#### Segmento de efectivo

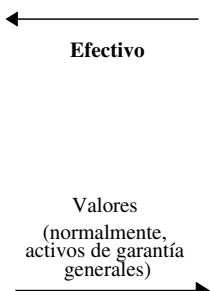
##### Vendedor de repos

(tiene valores, desea efectivo)



##### Comprador de repos

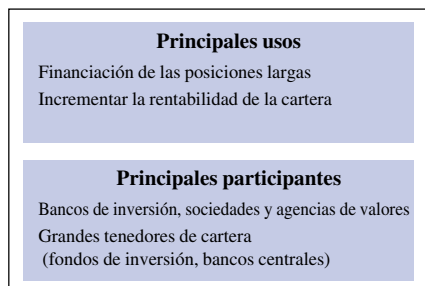
(tiene efectivo, toma valores como activos de garantía)



#### Segmento de valores

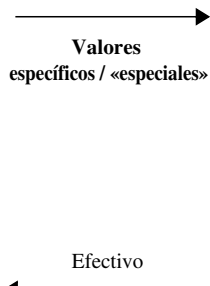
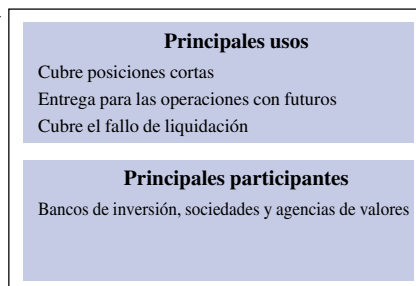
##### Vendedor de repos

(tiene valores, toma efectivo como activo de garantía)



##### Comprador de repos

(tiene efectivo, desea valores)



todo intermediarios, creadores de mercado y otras contrapartidas que efectúan tanto cesiones como adquisiciones temporales. Algunos actúan como tomadores de valores, utilizando repos con activos de garantía generales, y tratan, a su vez, de emplear en los repos algunas de las garantías generales como si fueran «especiales». Los creadores de mercado también intentan explotar las oportunidades de arbitraje creadas por los desajustes de precios entre el mercado de repos y otros mercados, por ejemplo, los excepcionales diferenciales entre los repos y los depósitos o entre los repos y los derivados. Los repos también pueden utilizarse como instrumento de arbitraje en operaciones de base. Esta supone un desajuste entre el precio al contado de un activo y su precio a plazo (v.g., en los mercados de futuros).

En general, los repos son un instrumento de gestión de la liquidez y de financiación mediante valores, que constituyen un puente entre el mercado

monetario y el mercado de valores. Sin embargo, esto es minimizar su papel. Una de sus funciones cruciales es actuar de catalizador de la liquidez de otros mercados, y viceversa, permitiendo que las posiciones largas y cortas en valores se financien y cubran, respectivamente, mediante repos y estimulando a los participantes a que negocien de forma activa en los mercados derivados y de valores. A su vez, la creación de futuros ha dado lugar, por lo general, a un mayor volumen de contratación en los mercados de repos. Además, el empleo de repos contribuye a aumentar la eficiencia de los mecanismos de fijación de precios en los distintos mercados, al permitir el arbitraje. Finalmente, los repos pueden contribuir al buen funcionamiento de la infraestructura de los sistemas de liquidación, pues permiten que se tomen en préstamo valores específicos con el fin de evitar fallos de liquidación (es decir, fallos a la hora de satisfacer los compromisos de entregar unos valores concretos en una fecha determinada).

## 2 Evolución del mercado de repos en la zona del euro

Esta sección ofrece una descripción cuantitativa del mercado de repos y de su evolución última. La mayoría de las cifras y algunos de los resultados presentados en ella se han extraído de la encuesta anual del mercado monetario realizada por el SEBC y de la encuesta semestral del mercado de repos del European Repo Council (ERC)<sup>3</sup>. La encuesta del BCE es un análisis de flujos (volumen de operaciones), mientras que la encuesta del ERC es un análisis de *stocks* (saldos vivos). La edición del año 2002 de la encuesta del SEBC se publicará en breve en un informe titulado «The euro money market» (que se podrá consultar en la sección «Publications» de la dirección del BCE en Internet, [www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

### El tamaño del mercado ha crecido desde la introducción del euro

El tamaño del mercado de repos de la zona del euro ha crecido considerablemente en los últimos años. Según la encuesta anual del mercado monetario realizada por el SEBC, que considera los datos para el segundo trimestre de cada año, este mercado creció un 20% entre 1998 y 1999, un 24%

entre 1999 y 2000 y casi un 45% entre los años 2000 y 2001. Esta tendencia todavía se mantiene, como pone de manifiesto la encuesta del mercado de repos europeo llevada a cabo por el ERC, habiéndose incrementado la actividad un 13% entre junio y diciembre del 2001. Mientras tanto, en otros segmentos del mercado monetario (depósitos sin garantías y *swaps* de tipos de cambio), solo se ha observado un ligero aumento de la actividad, e incluso, en algunos casos, un leve descenso (véase gráfico 3). Actualmente, se estima que el porcentaje total del mercado de repos, en relación con la actividad total en el mercado monetario al contado, se sitúa entre el 35% y el 40%, similar al porcentaje del mercado de depósitos<sup>4</sup>.

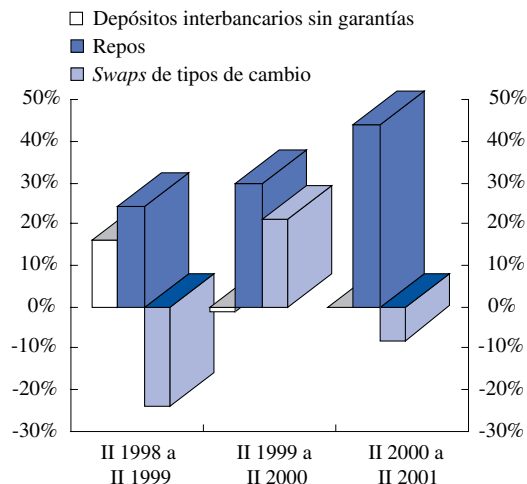
<sup>3</sup> El ERC es un organismo patrocinado por la Asociación Internacional de Mercados de Valores (ISMA, en sus siglas inglesas) en cooperación con la ACI-Asociación de Mercados Financieros. Dentro del ámbito de esta encuesta, se preguntó a una muestra de 66 bancos europeos el saldo vivo de los repos al cierre de la sesión del día 12 de diciembre de 2001. Si bien el euro era la moneda de denominación dominante (representando el 77% del importe comunicado), la encuesta también incluía otras monedas.

<sup>4</sup> Esta cifra, así como las cifras del gráfico 3, ha de tomarse con cautela, pues algunos de los bancos que participaron en la encuesta del SEBC no informaron siempre de su actividad en cada uno de los segmentos del mercado al contado.

### Gráfico 3

#### Volumen de contratación de repos en relación con el de otros instrumentos del mercado monetario en la zona del euro

(tasas interanuales)



Fuente: Encuestas anuales del mercado monetario realizadas por el SEBC.

Sin embargo, pese al fuerte crecimiento del mercado de repos de la zona del euro, su tamaño sigue siendo más pequeño que el del mercado de repos de Estados Unidos. Los saldos vivos de las cesiones y de las adquisiciones temporales declarados por los encuestados por el ERC ascendían a 2,3 billones de euros el día 12 de diciembre de 2001. En comparación, los saldos vivos de estos dos instrumentos comunicados por los intermediarios de deuda pública de Estados Unidos al Banco de la Reserva Federal de Nueva York alcanzaron los 3,5 billones de euros en la misma fecha. La actividad relativamente elevada del mercado de repos de Estados Unidos, comparada con la del mercado de repos de la zona del euro, se debe, fundamentalmente, a que se utilizan más repos que efectivo sin garantías. Como en Estados Unidos los tipos repo se encuentran muy por debajo de los tipos de interés de los depósitos, la financiación a través de repos resulta más atractiva. En la zona del euro, el diferencial es menor (véase gráfico 4). El diferencial medio para el vencimiento a tres meses entre el tipo interbancario y el tipo repo de los activos de garantía generales en Estados Unidos fue de 21 puntos básicos entre junio del 2001 y junio del 2002, frente a los 9 puntos básicos de la zona del euro. Además, la infraestructura posterior a la negociación, un ele-

mento crucial del ciclo de los repos, es más eficiente en Estados Unidos, donde se encuentra en manos de unas pocas entidades, que en la zona del euro, donde la infraestructura sigue estando fragmentada (véase sección 3).

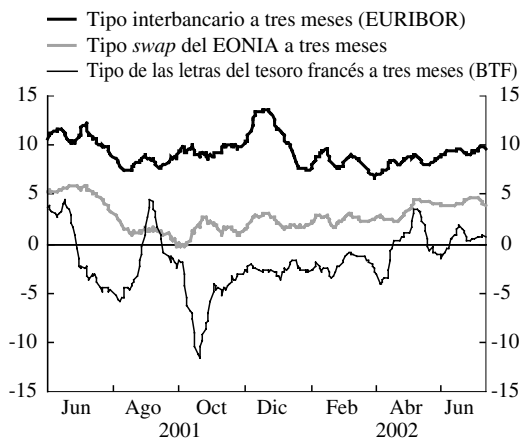
La gran mayoría de las operaciones repo de la zona del euro se lleva a cabo a los plazos más cortos. Los vencimientos comprendidos entre un día y tres meses suponen algo más del 95% de todas las operaciones. El plazo a un día representa en torno al 20% de todas las operaciones repo, muy por debajo del porcentaje correspondiente de las operaciones de crédito sin garantías (en torno a un 65%), debido a la ya mencionada fuerte carga de los aspectos operativos y de liquidación, así como a consideraciones relacionadas con el riesgo de crédito.

La mayor parte de los participantes en el mercado consideran que la liquidez y la eficiencia del mercado de repos son satisfactorias, situándose el tamaño habitual de las operaciones entre los 50 y los 100 millones de euros. No obstante, las operaciones de hasta un mm de euros no se consideran problemáticas. Con todo, tales importes suelen dividirse, aunque no siempre, en transacciones más pequeñas, con el fin de tratar de reducir el impacto de un posible fallo de liquidación.

### Gráfico 4

#### Tipos repo en relación con otros tipos del mercado monetario

(diferencial frente al tipo repo a tres meses, en puntos básicos; media móvil de dos semanas)



Fuentes: BCE, Reuters y Bloomberg.

Los motivos de este crecimiento tan significativo en el tamaño y en la profundidad del mercado de repos de la zona del euro están relacionados, fundamentalmente, con la necesidad de reducir los requerimientos de capital regulatorio como consecuencia de las regulaciones relativas a los requerimientos de capital en Europa. Además, el mercado de repos se ha beneficiado de la tendencia, muy generalizada en el sector financiero, a limitar la exposición al riesgo de crédito, al considerarse ahora que los repos son más atractivos como medio de prestar dinero durante períodos de tiempo más prolongados.

### **Cambios en la estructura del mercado**

Desde la introducción del euro, el mercado de repos se ha convertido en un mercado más maduro, no solo en términos de tamaño, sino también de estructura.

El empleo de repos para obtener financiación se ha extendido de los participantes regulares en los mercados monetarios y de los tesoreros de los bancos a otros participantes en los mercados financieros. Los gestores de fondos, las empresas e incluso las compañías de seguros han optimizado la gestión de sus carteras para potenciar sus tenencias de efectivo. Además, las entidades de crédito pequeñas y medianas también parece que están usando de forma más activa el mercado de repos. El empleo de repos por una amplia gama de participantes pone de manifiesto su carácter de mercado abierto a los participantes no financieros, mientras que al mercado interbancario de operaciones sin garantías solo pueden acceder las entidades de crédito.

Pese a que el 90% de todas las operaciones repo se siguen basando en deuda soberana, se ha producido una diversificación de los tipos de activos de garantía utilizados, lo que ha atraído a una gama más amplia de participantes. Los repos con bonos de titulización hipotecaria (v.g., Pfandbriefe), los valores de renta fija privada e incluso los valores de renta variable ya no son tan excepcionales, si bien —según la encuesta del ERC— su porcentaje apenas supera el 5% del mercado total. Sería conveniente que se ampliara de nuevo la gama de garantías aceptadas en los repos, con vistas al

futuro desarrollo del mercado de estos instrumentos, pues el principal factor determinante de su tamaño es el volumen de activos de garantía subyacentes que pueden utilizarse. En ese sentido, parece que, en la actualidad, el desarrollo de repos con activos no soberanos es lento en la zona del euro, debido a la estrechez de sus diferenciales, en comparación con los repos con activos de garantía generales. Por lo tanto, los participantes en los mercados no cuentan con los incentivos suficientes para aceptarlos.

Además de la diversificación de los tipos de activos de garantía, hay también una tendencia general a aceptar una cesta más amplia de deuda soberana en los repos con activos de garantía generales, y la mayor parte de los participantes en los mercados aceptan la mayoría de la deuda pública de la zona del euro. Esta tendencia se ha visto potenciada por el índice EUREPO, cuya creación fue anunciada conjuntamente por el ERC, la Federación Bancaria Europea, el Grupo Europeo de Cajas de Ahorro y la Asociación Europea de Cooperativas de Crédito en marzo del 2002. El EUREPO es el tipo al que cualquiera de los bancos de mejor calidad crediticia ofrece financiación en euros a otro banco de las mismas características, recibiendo a cambio activos de garantía generales incluidos en el EUREPO. Para un vencimiento estándar dado, el índice EUREPO es la media de los tipos proporcionados por un panel de bancos seleccionados. La lista de activos de garantía generales del índice EUREPO incluye toda la deuda pública denominada en euros y emitida, o garantizada, por cualquiera de los Estados de la zona del euro. Por lo tanto, es probable que el empleo del índice EUREPO conduzca, gradualmente, a la armonización de los tipos repos de los valores públicos de los distintos países de la zona del euro.

El aumento de los repos en Europa durante los últimos años ha puesto de manifiesto la carga que supone gestionar los aspectos operativos y de riesgo de los repos y ha acelerado el desarrollo de sistemas y servicios para aligerar la pesada carga administrativa y de procesamiento que conllevan los repos. En consecuencia, se han desarrollado sistemas de contratación externa (v.g., repos tripartitos), junto con la utilización de sistemas de gestión de activos de garantía y de plataformas electrónicas de negociación (véase recuadro 2).

## Recuadro 2

### Negociación electrónica de repos

Tradicionalmente, los repos se pactaban directamente entre las dos contrapartidas, o a través de intermediarios. Sin embargo, van en aumento las operaciones repo mediante plataformas electrónicas de negociación. Según la encuesta del ERC, el 15% de las operaciones repo efectuadas el 12 de diciembre del 2001 se llevaron a cabo electrónicamente, en comparación con el 8% de junio del 2001, mientras que el porcentaje de operaciones negociadas directamente con otras contrapartidas se mantuvo prácticamente estable en torno al 4,5%. Mientras tanto, el porcentaje de transacciones negociadas mediante intermediarios tradicionales ha descendido del 46% al 40%. Las plataformas electrónicas de negociación presentan varias ventajas, como la transparencia del mercado en cuanto a los precios y a la reducción de costes de administración, pues el proceso de compensación puede ser más preciso. Algunas plataformas ofrecen a sus miembros una conexión con una contrapartida central de compensación que garantiza el anonimato y lleva a cabo la compensación. La compensación permite a las partes de una operación repo compensar las cesiones y las adquisiciones temporales y transferir solamente el importe neto de efectivo y de valores a través de los sistemas de pago y liquidación, reduciendo, así, el número de liquidaciones<sup>1</sup>. La compensación a través de entidades de contrapartida central es incluso más eficiente pues esta entidad se interpone entre las partes e interviene en todas las transacciones, en lugar de únicamente en la negociación inicial (esto se denomina «novación»), ayudando, de este modo, a los participantes a simplificar su gestión de riesgos a través de la sustitución de muchas contrapartidas por una sola. La principal ventaja de la plataforma electrónica de negociación que utiliza una contrapartida central de compensación es también la posibilidad de integrar totalmente la negociación, compensación y liquidación, así como la disponibilidad de mecanismos de gestión de riesgos (ajuste de márgenes, empleo de sistemas de fondo común de activos de garantía, etc.). Además, algunas plataformas ofrecen el procesamiento automatizado de una orden de principio a fin, y su arquitectura abierta facilita la conexión entre el sistema y los sistemas internos de las entidades de crédito. Las plataformas disponen, por lo general, de repos normalizados (v.g., los repos con activos de garantía generales), así como de operaciones personalizadas. Por último, pueden ofrecer algunos mecanismos de gestión de riesgos, como la posibilidad de sustituir los activos de garantía mientras dure la operación. En este momento, las principales plataformas electrónicas del mercado europeo de repos son BrokerTec, la Repo Trading Facility del grupo MTS y Eurex Repo.

<sup>1</sup> Naturalmente, ni la compensación ni la contrapartida central de compensación se limitan a operaciones repo negociadas electrónicamente.

En primer lugar, en los repos tripartitos, los participantes pueden subcontratar a un agente para que se ocupe de todos los procedimientos posteriores a su contratación. En este tipo de operaciones, las dos partes pactan intercambiar efectivo por activos de garantía a través de un agente independiente. Cualquier tipo de valor (incluso cualquier instrumento financiero) que ambas partes consideren admisible, y que cotice en una cesta de valores enumerada en la documentación legal aplicable, puede ser utilizado como activo de garantía. El papel de agente, a menudo desempeñado por una central depositaria de valores importante o por una entidad de crédito, incluye el procesamiento de la operación en términos de compensación, liquidación y gestión de los activos de garantía mientras esté vigente. Los repos tripartitos presentan varias ventajas. Permiten a los participantes en los mercados obtener efecti-

vo mediante el empleo de activos de garantía distintos de la deuda pública a tipos de interés habitualmente mejores que los vigentes en el mercado de operaciones de préstamo no garantizadas. Además, las dos contrapartidas, al subcontratar el procesamiento de la operación (liquidación y custodia) con un agente, simplifican sus tareas y evitan las dificultades relacionadas con la fragmentación de la infraestructura posterior a la negociación en la zona del euro (véase sección 3). La principal desventaja de este producto es su coste, que los participantes en los mercados siguen considerando muy elevado, y que puede explicar la relativamente modesta cuota de mercado en Europa, aproximadamente el 6%, que recoge la encuesta del ERC.

En segundo lugar, los sistemas de gestión de activos de garantía ofrecen contrapartidas que no de-



sean subcontratar, una forma adecuada de manejar el tratamiento operativo de los repos. Estos sistemas se desarrollaron en respuesta a la necesidad, que observaron los participantes en los mercados de la zona del euro, de contar con prácticas de gestión de riesgos sólidas y armonizadas. Ciertamente, los repos requieren una gestión eficiente de los activos de garantía en términos de recorte, ajuste diario a precios de mercado, ajuste de márgenes, sustitución de garantías, posibles límites a las posiciones y posibles mecanismos de compensación. Los sistemas de gestión de activos de garantía se ocupan de todo lo anterior y permi-

ten, también, reducir los riesgos operacionales resultantes a través de la automatización. Sin embargo, el principal obstáculo para un mayor desarrollo de estos sistemas sigue residiendo en los elevados costes de inversión y de puesta en práctica, sobre todo en el caso de los participantes en los mercados de repos pequeños u ocasionales.

Por último, al igual que en otros mercados financieros, las plataformas electrónicas de negociación están ganando terreno en el mercado de repos, debido a los distintos servicios que ofrecen, como se explica con más detalle en el recuadro 2.

### **3 Mayor integración de los mercados de repos de la zona del euro**

#### **El interés del BCE en un mercado de repos integrado y eficiente**

Tradicionalmente, la técnica y el mercado de repos han sido importantes para los bancos centrales, pues suelen utilizar este instrumento en sus operaciones de política monetaria. Varios informes publicados por Comités de los bancos centrales del G10 (que pueden consultarse en [www.bis.org](http://www.bis.org)) respaldan esta opinión. El BCE y el Eurosistema en su conjunto tienen especial interés en los repos, pues han sido uno de los principales instrumentos utilizados en las operaciones regulares de financiación desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

El Eurosistema es, probablemente, la institución que más activos de garantía utiliza en la zona del euro, a través de sus operaciones de política monetaria y de crédito intradía. Las operaciones de política monetaria del Eurosistema (en particular las operaciones principales de financiación a dos semanas) no se ejecutan solamente a través de repos, sino también mediante préstamos garantizados (v.g., operaciones de pignoración), dependiendo del marco operativo de los bancos centrales nacionales que participen en ellas. Además de las operaciones de política monetaria de inyección de liquidez, cualquier crédito intradía necesario para inyectar liquidez con vistas a la correcta liquidación de los pagos efectuados a través de TARGET también ha de estar plenamente garantizado. En resumen, el saldo vivo total de los acti-

vos de garantía utilizados en las operaciones del Eurosistema en el año 2001 ascendió, en promedio, a 560 mm de euros, de los que 230 mm estaban relacionados con las operaciones de política monetaria y 330 mm de euros se emplearon para las necesidades de crédito intradía del sistema TARGET. Las operaciones con garantías del Eurosistema están respaldadas por una amplia gama de activos de garantía admitidos, desde deuda soberana de los Estados de la zona del euro a bonos de titulización hipotecaria y renta fija privada. La clase de activos de garantía no influye en el tipo de interés del crédito, pero se aplican distintos recortes, ajustados al perfil de riesgo de los activos. Las operaciones del Eurosistema son un ejemplo de operaciones motivadas por la búsqueda de efectivo, en el que los activos de garantía son más o menos neutrales, siempre que se cumplan los criterios de admisión. Como el Eurosistema absorbe importantes cantidades de activos de garantía del mercado privado de repos, el BCE tiene un interés lógico en su liquidez, eficiencia e integración, lo que permite a las contrapartidas del Eurosistema adquirir fácilmente los valores admitidos con el fin de participar en las operaciones.

Otro interés legítimo del BCE reside en la estructura y en el funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro en su conjunto, del que forma parte el mercado de repos. El BCE instrumenta su política monetaria en el mercado monetario, convirtiéndolo, así, en el primer enla-

ce con el canal de transmisión de la política monetaria. Además, el BCE inyecta en él el volumen total de liquidez necesario, y, por lo tanto, está interesado en la distribución equilibrada de la citada liquidez. Efectivamente, es esencial que el dinero pueda fluir sin trabas de un segmento del mercado monetario a otro, con el fin de reducir la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo. Así pues, un mercado de repos más integrado, que no tuviera en cuenta la ubicación de los valores y de las contrapartidas, convertiría a los repos en un instrumento genuino de gestión de liquidez, en igualdad de condiciones con el mercado interbancario de operaciones sin garantías.

Pero más allá de la perspectiva de usuario, el BCE tiene interés en el mercado de repos como guardián de la estabilidad financiera. Ciertamente, el que los participantes en el mercado tomen valores prestados en el mercado de repos es una manera más eficiente de reducir el riesgo de que se produzca un fallo en la liquidación que comprar valores directamente en el mercado. Además, los mercados de repos, como mercados de operaciones garantizadas, sirven para reducir el riesgo sistémico, al facilitar la oferta continuada de crédito a los prestatarios que afrontan dificultades transitorias; lo que hace que el sistema financiero pueda mantener un funcionamiento ordenado en momentos de tensión. No obstante, el empleo de activos de garantía puede también alterar la dinámica del mercado en determinadas circunstancias, en particular a través de ajustes bruscos de las normas relativas a los activos de garantía (v.g., los recortes) en momentos de tensión.

El BCE también está muy interesado en la integración del mercado de repos, debido a su compromiso de fomentar el desarrollo y la integración del sistema financiero de la zona del euro y de garantizar la igualdad de condiciones y el trato equitativo de sus contrapartidas en toda la zona. Este compromiso adquiere especial relevancia en el caso del mercado de repos, que constituye un enlace entre varios mercados, basados en efectivo o en valores. La fragmentación del mercado de repos podría dificultar el funcionamiento de otros mercados importantes, como el de renta fija o el de futuros. Por ello, es fundamental garantizar que los participantes en las operaciones repo llevadas a cabo en el mercado monetario de la zona del

euro puedan negociar con toda la gama de contrapartidas y de valores de la zona, sin que existan diferencias desproporcionadas en cuanto al coste, la eficiencia o la complejidad.

Por último, existen consideraciones más generales que abogan por la integración de los mercados de repos. Un mercado de repos integrado es crucial para promover la asignación eficiente de recursos en la zona, incluido el uso eficiente del capital por las entidades de crédito. También permitiría que los mercados sean más completos al ampliar la gama de oportunidades de financiación y de inversión disponibles. Una mayor integración favorecería, asimismo, un mercado de repos más líquido, cuyos beneficios son evidentes en cuanto a la reducción de los costes de obtener financiación por parte del prestatario y a una fijación de precios más eficiente en todos los segmentos del mercado.

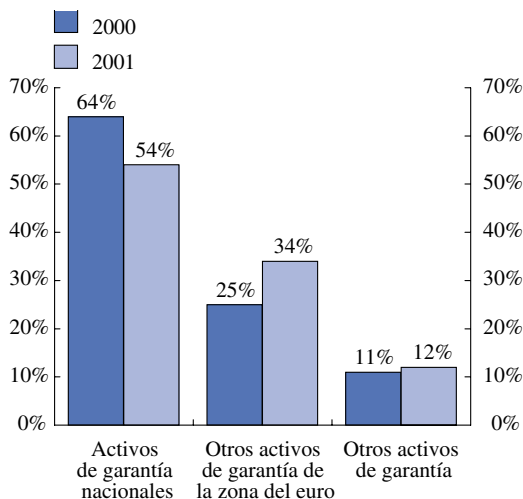
#### **Iniciativas en favor de la integración desde 1999**

La introducción del euro aceleró el progreso hacia la integración de todos los mercados financieros de la zona del euro, lo que también resulta de gran interés para el mercado de repos de la zona, donde diversas instituciones han trabajado de forma importante en favor de la integración.

Las asociaciones relacionadas con el mercado y sus participantes han desarrollado diversas iniciativas destinadas a mejorar la integración del mercado de repos. Las primeras, tras la introducción del euro, se orientaron a la armonización del mercado y de las prácticas de gestión de riesgos (convenciones, ajuste a precios de mercado, etc.). También se esforzaron por remediar, en una etapa temprana, la carencia de documentación legal normalizada y armonizada en el mercado de repos. Generalmente, las operaciones nacionales se realizaron en función de diversos acuerdos marco locales (cuando los había), mientras que en las operaciones transfronterizas se utilizaron casi exclusivamente los contratos PSA/ISMA (regidos por la legislación inglesa). Estos contratos se actualizaron en el año 2000 para incorporar una gama más amplia de mercados (como los de Italia y España). Paralelamente, la creación en ese mismo

## Gráfico 5

### Estructura de los activos de garantía en el mercado de repos de la zona del euro



Fuente: Encuestas anuales del mercado monetario realizadas por el SEBC.

Nota: Las cifras incluyen las operaciones liquidadas a través de intermediarios (custodios, operaciones tripartitas).

año del Acuerdo Marco Europeo (AME) tuvo por objeto la reducción del recurso a los distintos acuerdos nacionales, pues, por sus características, es un acuerdo multijurisdiccional, multilíngüe y multiproducto. Al dejar completamente en manos de las partes el pactar sobre la legislación por la que habrían de regirse y sobre los tribunales competentes, resulta muy conveniente emplear este acuerdo entre partes radicadas tanto en la misma como en diferentes jurisdicciones. Podría convertirse gradualmente en una norma para el mercado de repos de la zona del euro, aunque, hasta la fecha, su uso sigue siendo limitado. EL BCE manifestó oficialmente su satisfacción por la introducción del AME y ha decidido utilizarlo en la gestión de sus reservas exteriores y de sus recursos propios.

Además de otras iniciativas, el ERC, junto con la Federación Bancaria Europea, ha contribuido a crear una curva de referencias de tipos repo, basada en el índice EUREPO, que ayuda a aumentar la transparencia del mercado y facilita la convergencia de los mercados de repos nacionales, dada la amplitud de la cesta de activos de garantía generales. Otras actuaciones del ERC fueron la creación de la encuesta semestral del mercado de

repos europeo, además de su papel permanente como foro de discusión de los aspectos relacionados con el mercado europeo de repos.

En los últimos años, los legisladores han tratado, también, de mejorar y garantizar la fiabilidad jurídica de las técnicas y prácticas relacionadas con la toma de garantías, incluida la validez y la eficacia de la transferencia de titularidad, sobre todo en caso de insolvencia. Muchos de estos aspectos se han abordado en la Directiva (CE) del Consejo Europeo sobre acuerdos de garantía financiera, que entró en vigor en junio del 2002, y que ha de trasponerse a la legislación nacional a más tardar a finales del 2003. El BCE, en su Dictamen oficial de 13 de junio de 2001<sup>5</sup>, se congratuló de la propuesta de esta Directiva, pues considera que constituye un esfuerzo significativo e importante en el fomento del uso eficiente y seguro de las garantías financieras, tanto a escala nacional como internacional, que va más allá de lo ya logrado por la Directiva de firmeza en la liquidación de 1998.

Además, el propio BCE, mediante sus publicaciones<sup>6</sup> y la organización de reuniones con los participantes y con los operadores de la infraestructura del mercado, está tratando de sensibilizar al público y a los profesionales acerca de la necesidad de una mayor integración de los mercados financieros de la zona del euro.

Debido a este conjunto de iniciativas en favor de la integración de los mercados, los indicadores han señalado, últimamente, un incremento de la actividad transfronteriza a partir de la introducción del euro. Por ejemplo, en términos relativos, las contrapartidas están utilizando un mayor volumen de activos de garantía de otros países de la zona y han reducido su dependencia de los activos de garantía nacionales (véase gráfico 5). Sin embargo, la internacionalización y la integración de los mercados de repos están retrasadas con respecto a los mercados no vinculados a valores, lo que queda ilustrado por el hecho de que las operaciones entre contrapartidas del mismo país de la zona del euro siguen suponiendo un 40% de los préstamos garantizados, pero solo un 30% de

<sup>5</sup> Diario Oficial de las Comunidades Europeas C 196, de 12 de julio de 2001, p.10

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, el Ocasional Paper del BCE nº. 1, titulado «The impact of the euro on money and bond markets».

los préstamos sin garantías. Esto indica que siguen existiendo algunas barreras para una mayor integración del mercado de repos, que impiden que los participantes negocien libremente con todas las contrapartidas existentes en la zona del euro.

### **Obstáculos pendientes para una mayor integración**

Los obstáculos que quedan por salvar para lograr la integración residen en la variedad de tipos de valores existentes en la zona del euro, en la fragmentación de la infraestructura, en las cuestiones legales y fiscales pendientes y en la diversidad de las prácticas de mercado. La tarea de eliminar estos obstáculos se encuentra en manos de una miríada de instituciones, y depende del tipo de obstáculo. Estas instituciones son, principalmente, los propios participantes, o bien directamente o a través de sus asociaciones representativas, legisladores, reguladores, bancos centrales y proveedores de infraestructuras (v.g., sistemas de compensación y liquidación).

En primer lugar, la manera en la que los participantes perciben las distintas características nacionales de los valores aceptados como garantía en las operaciones repo constituyen un aspecto de la fragmentación del mercado de repos de la zona del euro. Por ejemplo, dada la distinta calificación crediticia de los Estados de la zona del euro, podrían existir diferencias entre los países en cuanto a las operaciones repo (es decir, el tipo repo, el recorte) con valores públicos como garantía. Lo mismo puede decirse de las diferencias en la liquidez de los valores públicos. La integración de los mercados se beneficiaría de la ampliación de un enfoque de activos generales a toda la zona del euro, que permitiría a los participantes incluir en la misma cesta valores con características similares, pero no iguales. Las operaciones garantizadas del Eurosistema constituyen un ejemplo de este enfoque. Otro aspecto a destacar de las características nacionales de los valores es su tratamiento fiscal (en particular, el de los cupones de la deuda pública), que se vería favorecido por una mayor armonización en el conjunto de la zona del euro.

En segundo lugar, en la zona del euro, la organización de la infraestructura posterior a la negociación constituye un obstáculo de gran envergadura

para una mayor integración del mercado de repos y para su empleo como instrumento de gestión de la liquidez. Los actuales procedimientos transfronterizos están fragmentados y son complejos, imponiendo costes, riesgos e ineficiencias a los participantes en el mercado de repos. Un ejemplo sencillo es que una contrapartida que desee participar en un repo para obtener 100 millones de euros en efectivo a cambio de una cesta de activos de garantía generales que se liquidan en cinco sistemas de liquidación diferentes podría tener que mantener cinco cuentas de liquidación distintas (o pasar por uno o varios intermediarios, o enlaces) en sistemas con diferentes horarios de funcionamiento, plazo de liquidación, etc. Una petición recurrente de los participantes en los mercados de repo de la zona del euro es la mayor consolidación de los sistemas europeos de liquidación de valores (SLV). En este sentido, las fuerzas competitivas desencadenadas por el euro no han sido, hasta ahora, lo suficientemente potentes como para provocar la consolidación generalizada. A mediados del año 2002, funcionaban en la zona del euro diecinueve centrales depositarias de valores (CDV) y dos centrales internacionales depositarias de valores. Si se considera que la integración se está llevando a cabo un ritmo muy lento, habría que tratar de lograr, al menos, la interconexión de las infraestructuras de compensación y liquidación de los distintos sistemas, junto con una mayor armonización y normalización de las prácticas y los procedimientos de compensación, operativos y de comunicación entre los sistemas. Al mismo tiempo, se deberían eliminar todas las barreras de acceso aún existentes.

Además, serían muy bien acogidos los avances en cuanto a la normalización de la secuencia de los ciclos de liquidación. La ampliación de una liquidación con valor en el mismo día, eficiente desde el punto de vista operativo, a todas las operaciones de la zona del euro podría fomentar, en el medio plazo, el uso de los repos para gestionar la liquidez a corto plazo. En este contexto, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (es decir, el BCE y los 15 bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE) y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV) están, en estos momentos, definiendo normas en materia de compensación y liquidación de valores. Este trabajo pretende mejorar la seguridad, la eficiencia y el nivel de armonización entre los proveedo-

res de servicios. El BCE también participa en otras iniciativas, ya sea la cooperación con la Comisión Europea (a través del Grupo de Trabajo de la Comisión sobre Compensación y Liquidación y la participación activa en la preparación de consultas y de borradores de directiva) o con los participantes en los mercados y los proveedores de servicios (mediante los grupos de contacto creados al inicio de la política monetaria única como foros de discusión).

Por último, en el campo de las prácticas de mercado, se deberían proseguir los esfuerzos en pos de la consecución de las buenas prácticas de gestión de riesgos. Como ha ocurrido en algunos países de la zona del euro con las operaciones simultáneas sin documentar, las prácticas de gestión de riesgos inadecuadas pueden ser la causa de la falta de apertura de los mercados nacionales. La documentación sistemática de los repos, el ajuste diario a precios de mercado y el ajuste de

márgenes debería convertirse en norma, no solo para lograr la normalización, sino también para el funcionamiento ordenado de los mercados de repos en momentos de tensión. Además de la vigilancia de los propios participantes, el marco regulador de las operaciones repo llevadas a cabo por las entidades de crédito también desempeña un papel fundamental. El nuevo Acuerdo de Capital de Basilea (conocido como Basilea II) revisará el tratamiento de estas operaciones introduciendo un enfoque más sensible a los riesgos. Si bien las propuestas definitivas continúan siendo objeto de debate, se prevé que el acuerdo ofrecerá una serie de alternativas para el tratamiento de los repos, teniendo en cuenta el papel de divulgación de información a los mercados, así como factores cualitativos, como los sistemas de gestión de riesgos de las entidades de crédito. Por lo tanto, el ajuste de las normas supervisoras a las prácticas de mercado respaldará el buen funcionamiento del mercado de repos.

#### **4 Conclusiones**

Los participantes en los mercados y los reguladores reconocen de forma generalizada las ventajas de los repos en cuanto a la reducción de riesgos y a la gestión de la liquidez. Por ello, el mercado de repos se está desarrollando con rapidez en la zona del euro y ha atraído, con el tiempo, a una gama más amplia de participantes, que negocian diversos tipos de activos de garantía. El mercado de repos ha servido también de puente entre los mercados financieros, al promover y facilitar la liquidez y el funcionamiento de otros mercados. Sin embargo, a pesar de los considerables progresos realizados en esta área, todavía queda mucho

para que se produzca la integración de los mercados de repos nacionales en un único mercado unificado. Los participantes en los mercados únicamente podrán cosechar todos los beneficios de los repos, cuando exista un mercado de la zona del euro genuino y no una miríada de mercados de repos nacionales. En estas circunstancias, el BCE, como banco central del euro, tiene una cierta responsabilidad de hacer que se tome conciencia de esta necesidad y de coordinar los esfuerzos allí donde se requieran, y, por tanto, está dispuesto a respaldar cualquier iniciativa que haga avanzar la integración de este mercado.



## **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, excluido el Eurosistema	13*
	2.3 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluido el Eurosistema	14*
	2.4 Agregados monetarios y contrapartidas	16*
	2.5 Préstamos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión	21*
	2.6 Depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento	24*
	2.7 Principales activos y pasivos de las IFM frente a no residentes en la zona del euro	26*
	2.8 Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro	28*
3	Mercados financieros y tipos de interés en la zona del euro	
	3.1 Tipos de interés del mercado monetario	30*
	3.2 Rendimientos de la deuda pública	31*
	3.3 Índices de los mercados bursátiles	32*
	3.4 Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela	33*
	3.5 Emisiones de valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	34*
	3.6 Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión, residencia y sector emisor	36*
4	IAPC y otros precios en la zona del euro	
	4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo	42*
	4.2 Otros indicadores de precios	43*
5	Indicadores de la economía real en la zona del euro	
	5.1 Cuentas nacionales	44*
	5.2 Otros indicadores de la economía real	46*
	5.3 Encuestas de opinión de la Comisión Europea	47*
	5.4 Indicadores del mercado laboral	48*
6	Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro	
	6.1 Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros	49*
	6.2 Ahorro, inversión y financiación	53*
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	54*
	7.2 Deuda	55*
	7.3 Variaciones de la deuda	56*
8	Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluidas las reservas)	
	8.1 Resumen de la balanza de pagos	57*
	8.2 Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital	58*
	8.3 Balanza de pagos: cuenta de rentas	59*
	8.4 Balanza de pagos: cuenta de inversiones directas	60*
	8.5 Balanza de pagos: cuenta de inversiones de cartera	61*
	8.6 Balanza de pagos: cuenta de otras inversiones y activos de reserva	62*
	8.7 Posición de inversión internacional y activos de reserva	64*

1) Véase la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) para series de datos más largas y detalladas.



9	Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro	66*
10	Tipos de cambio	68*
11	Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE	70*
12	Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE	
	12.1 Evolución económica y financiera	71*
	12.2 Ahorro, inversión y financiación	72*
	<b>Notas técnicas</b>	73*
	<b>Notas generales</b>	75*

### 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.

Los datos de la zona del euro, más Grecia, hasta finales del 2000 están disponibles, en ficheros con formato CSV, en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

#### Signos utilizados en los cuadros

“–”	inexistencia del fenómeno considerado / no aplicable
“.”	no disponible por el momento
“...”	cero o no significativo
“mm”	10 <sup>9</sup>
(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 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>		Crédito de IFM a otros residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores emitidos por sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4				
2000	8,0	4,4	4,9	-	9,6	21,2	4,40	5,44
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	3,6	4,2	5,4	-	7,8	26,3	4,26	5,03
2001 IV	5,5	5,7	7,5	-	6,5	27,4	3,45	4,81
2002 I	6,2	6,5	7,6	-	5,7	28,7	3,36	5,13
II	6,6	6,5	7,3	-	5,6	24,2	3,45	5,26
III	.	.	.	-	.	.	3,36	4,77
2002 May	6,8	6,8	7,6	7,3	5,8	23,6	3,46	5,30
Jun	6,9	6,5	7,1	7,3	5,5	21,3	3,46	5,16
Jul	7,6	6,5	7,1	7,1	5,2	19,6	3,41	5,03
Ago	7,8	6,5	7,0	.	5,4	.	3,35	4,73
Sep	.	.	.	.	.	.	3,31	4,52

### 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
2000	2,3	5,5	3,2	3,5	5,5	83,8	2,2	8,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	2,5	2,1	3,4	1,5	0,2	83,6	1,3	8,0
2001 IV	2,1	-1,0	3,3	0,4	-3,8	82,2	0,8	8,1
2002 I	2,6	-0,9	4,0	0,3	-2,5	81,1	0,7	8,1
II	2,1	-0,8	3,7	0,6	-0,8	81,2	0,6	8,2
III	.	.	.	.	.	81,0	.	.
2002 May	2,0	-0,9	-	-	-1,1	-	-	8,2
Jun	1,8	-1,0	-	-	-0,5	-	-	8,3
Jul	1,9	-0,4	-	-	-0,5	-	-	8,3
Ago	2,1	-0,2	-	-	.	-	-	8,3
Sep	2,2	.	-	-	.	-	-	.

### 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 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	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
2000	-50,2	35,6	17,6	-111,5	378,0	88,2	86,3	0,924
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	6,3	79,2	-103,3	36,4	392,4	91,0	88,1	0,896
2001 IV	11,8	33,0	11,5	-0,4	392,4	92,0	88,7	0,896
2002 I	14,2	27,4	-16,8	-54,8	409,0	91,3	88,1	0,877
II	1,7	29,4	-2,7	57,7	367,0	93,9	90,5	0,919
III	.	.	.	.	.	97,9	93,9	0,984
2002 May	1,2	9,2	5,1	32,0	386,6	93,7	90,4	0,917
Jun	5,0	12,1	-15,5	14,3	367,0	96,4	92,7	0,955
Jul	3,1	14,2	-3,6	14,2	372,0	98,2	94,3	0,992
Ago	.	.	.	.	372,9	97,7	93,6	0,978
Sep	.	.	.	.	.	98,0	93,7	0,981

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.

Las tasas de crecimiento de M1, M2, M3 y el crédito se calculan sobre la base de flujos y saldos mensuales desestacionalizados.

2) M3 y sus componentes excluyen participaciones en FMM, instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.

# I Estadísticas de política monetaria

**Cuadro 1.1**

**Estado financiero consolidado del Eurosistema**

(millones de euros)

**1. Activo**

	Oro y derechos en oro	Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	Préstamos en euros a entidades de crédito de la zona del euro	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Operaciones temporales de ajuste
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002 May 10	139.502	261.627	23.914	4.970	174.946	114.923	59.999	0
17	139.502	262.163	22.923	5.043	169.022	108.999	59.999	0
24	139.458	261.125	23.086	4.983	173.028	113.000	59.999	0
31	139.419	259.372	24.085	5.087	178.381	118.002	60.000	0
Jun 7	139.414	260.127	23.583	5.079	173.309	113.000	60.000	0
14	139.414	261.837	22.944	5.135	167.022	106.999	60.000	0
21	139.378	263.172	22.001	4.985	175.937	111.999	60.000	0
28	128.323	237.959	19.742	4.491	200.958	140.000	59.999	0
Jul 5	128.323	237.865	19.335	4.598	187.023	127.000	59.999	0
12	128.323	239.363	19.488	4.794	186.016	126.000	59.999	0
19	128.323	240.102	20.162	4.947	194.378	134.002	59.999	0
26	128.323	240.888	20.436	4.885	204.734	149.000	54.999	0
Ago 2	128.323	240.117	19.987	4.936	194.032	139.001	54.999	0
9	128.323	239.409	19.302	4.824	192.067	136.998	54.999	0
16	128.323	237.438	19.399	4.949	189.105	133.999	54.999	0
23	128.323	239.979	17.924	4.827	189.037	133.999	54.999	0
30	128.323	238.451	17.005	5.304	197.034	146.998	50.000	0
Sep 6	128.322	239.668	18.537	4.801	191.040	141.001	50.000	0
13	128.322	241.413	18.246	4.574	186.051	136.002	50.000	0
20	128.322	242.967	18.494	4.795	194.047	144.000	50.000	0
27	128.322	242.538	18.267	4.961	194.085	149.000	44.998	0
Oct 4	131.211	248.348	18.472	4.475	190.377	145.000	44.998	0

**2. Pasivo**

	Billetes en circulación	Pasivos en euros de entidades de crédito de la zona del euro	Cuentas corrientes (incluidos los depósitos vinculados al sistema de reservas mínimas)	Facilidad de depósito	Depósitos a plazo	Operaciones temporales de ajuste	Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	Certificados de deuda emitidos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 May 10	297.335	134.275	134.083	191	0	0	1	2.304	2.939
17	297.223	133.262	133.231	29	0	0	2	2.195	2.939
24	295.202	128.581	128.540	41	0	0	0	2.189	2.939
31	299.030	130.158	130.091	55	0	0	12	2.351	2.939
Jun 7	302.923	132.931	132.859	60	0	0	12	2.472	2.939
14	303.602	128.245	128.202	30	0	0	13	2.432	2.939
21	304.536	135.049	132.344	2.693	0	0	12	2.249	2.939
28	308.753	134.893	134.781	100	0	0	12	2.034	2.939
Jul 5	315.136	129.139	128.688	46	0	0	405	196	2.939
12	316.696	129.439	129.400	22	0	0	17	126	2.939
19	317.176	128.610	127.973	620	0	0	17	27	2.939
26	317.563	132.354	132.334	16	0	0	4	83	2.939
Ago 2	323.953	129.253	129.237	12	0	0	4	31	2.939
9	326.029	127.605	127.592	10	0	0	3	281	2.939
16	325.804	129.440	129.406	31	0	0	3	209	2.939
23	321.224	131.308	128.703	2.602	0	0	3	115	2.939
30	321.780	126.066	125.935	130	0	0	1	131	2.939
Sep 6	325.814	129.856	129.836	15	0	0	5	260	2.939
13	325.663	126.812	126.799	10	0	0	3	135	2.939
20	324.542	129.987	129.927	58	0	0	2	142	2.939
27	325.399	126.910	126.900	10	0	0	0	198	2.939
Oct 4	331.672	127.336	127.250	85	0	0	1	235	2.939

Fuente: BCE.

							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	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	14	10	253	30.330	67.708	88.366	791.617	2002 May 10
0	20	4	287	29.933	67.710	88.926	785.510	17
0	17	12	235	30.161	67.705	89.030	788.812	24
0	366	13	209	29.930	67.701	89.148	793.333	31
0	305	4	213	29.944	67.701	89.062	788.433	Jun 7
0	5	18	231	30.087	67.701	89.192	783.564	14
0	3.925	13	205	30.220	67.698	90.077	793.674	21
0	930	29	512	30.481	67.687	90.691	780.845	28
0	3	21	414	30.648	67.675	88.834	764.716	Jul 5
0	9	8	403	30.505	67.676	89.066	765.635	12
0	367	10	166	30.744	67.676	89.496	775.995	19
0	729	6	405	30.656	67.664	85.548	783.540	26
0	12	20	422	30.482	67.659	85.632	771.591	Ago 2
0	23	47	402	30.630	67.638	86.034	768.630	9
0	69	38	151	30.673	67.198	86.272	763.509	16
0	28	11	144	30.919	67.198	85.740	764.092	23
0	22	14	367	31.361	67.198	85.794	770.838	30
0	5	34	244	31.538	67.198	84.224	765.573	Sep 6
0	12	37	164	31.480	67.198	84.690	762.139	13
0	3	44	213	31.524	67.198	85.077	772.638	20
0	55	32	312	31.503	67.199	85.634	772.822	27
0	355	24	616	32.125	67.209	85.503	778.337	Oct 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	
53.628	8.515	1.405	18.929	6.990	64.635	136.887	63.775	791.617	2002 May 10
47.272	8.649	1.479	19.441	6.990	65.398	136.887	63.775	785.510	17
60.721	8.433	1.405	18.757	6.990	62.611	136.887	64.097	788.812	24
59.922	8.476	1.376	18.216	6.990	62.886	136.887	64.102	793.333	31
47.953	8.561	1.377	18.619	6.990	62.519	136.887	64.262	788.433	Jun 7
46.035	8.318	1.423	20.020	6.990	62.407	136.887	64.266	783.564	14
48.337	8.932	1.423	19.135	6.990	62.934	136.887	64.263	793.674	21
70.880	8.437	1.641	16.944	6.521	64.431	99.114	64.258	780.845	28
57.501	8.517	1.237	16.867	6.521	63.297	99.114	64.252	764.716	Jul 5
54.513	8.637	1.237	18.845	6.521	63.313	99.114	64.255	765.635	12
62.743	8.574	1.537	20.002	6.521	64.490	99.114	64.262	775.995	19
69.572	9.032	1.298	21.486	6.521	59.314	99.114	64.264	783.540	26
55.257	9.382	1.392	20.375	6.521	59.106	99.114	64.268	771.591	Ago 2
52.290	8.643	1.312	19.716	6.521	59.910	99.114	64.270	768.630	9
47.496	8.609	1.285	17.306	6.521	60.512	99.114	64.274	763.509	16
49.783	9.128	1.287	18.418	6.521	59.980	99.114	64.275	764.092	23
63.849	8.972	1.271	16.111	6.521	59.807	99.114	64.277	770.838	30
51.729	8.671	1.282	15.092	6.521	60.016	99.114	64.279	765.573	Sep 6
50.133	8.588	1.309	16.613	6.521	60.031	99.114	64.281	762.139	13
55.839	8.992	1.518	18.110	6.521	60.651	99.114	64.283	772.638	20
58.763	8.903	1.443	17.851	6.521	60.495	99.114	64.286	772.822	27
47.782	9.245	1.303	18.145	6.567	62.516	106.307	64.290	778.337	Oct 4

## Cuadro 1.2

### Tipos de interés de intervención del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde <sup>1)</sup>	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación
			3	4			
	1	2					
1999 Ene 1	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
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 <sup>3)</sup>	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
Ago 31	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
Sep 18	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
Nov 9	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50

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, excepto la del 18 de septiembre de 2001 que tuvo efecto el mismo día.
- 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 subastas<sup>1)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación <sup>2)</sup>

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 de puja	Tipo marginal <sup>3)</sup>	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	
2002 Abr 4	112.796	55.000	-	3,25	3,30	3,31	13	
10	112.847	48.000	-	3,25	3,29	3,29	14	
17	102.694	49.000	-	3,25	3,27	3,28	13	
24	115.604	60.000	-	3,25	3,30	3,31	14	
30	106.166	49.000	-	3,25	3,30	3,31	15	
May 8	108.472	66.000	-	3,25	3,29	3,30	14	
15	108.733	43.000	-	3,25	3,30	3,30	14	
22	112.438	70.000	-	3,25	3,33	3,34	14	
29	114.221	48.000	-	3,25	3,34	3,35	14	
Jun 5	114.258	65.000	-	3,25	3,33	3,34	14	
12	97.462	42.000	-	3,25	3,31	3,32	14	
19	112.227	70.000	-	3,25	3,32	3,33	14	
26	111.439	70.000	-	3,25	3,35	3,36	14	
Jul 3	108.626	57.000	-	3,25	3,33	3,33	14	
10	102.931	69.000	-	3,25	3,30	3,32	14	
17	104.849	65.000	-	3,25	3,30	3,31	14	
24	108.732	84.000	-	3,25	3,30	3,31	14	
31	86.879	55.000	-	3,25	3,30	3,31	14	
Ago 7	104.266	82.000	-	3,25	3,28	3,29	14	
14	85.232	52.000	-	3,25	3,28	3,29	14	
21	115.921	82.000	-	3,25	3,28	3,29	14	
28	104.816	65.000	-	3,25	3,28	3,29	14	
Sep 4	124.579	76.000	-	3,25	3,28	3,29	14	
11	105.528	60.000	-	3,25	3,27	3,28	14	
18	116.252	84.000	-	3,25	3,28	3,29	14	
25	105.130	65.000	-	3,25	3,28	3,29	14	
Oct 2	125.630	80.000	-	3,25	3,28	3,29	14	
9	111.824	66.000	-	3,25	3,27	3,28	14	

## 2. Operaciones de financiación a plazo más largo

Fecha de liquidación	Importe solicitado 1	Importe adjudicado 2	Subastas a tipo de interés fijo		Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días 6
			Tipo fijo 3	Tipo marginal <sup>3)</sup> 4	Tipo medio ponderado 5		
2000 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	
May 31	46.448	20.000	-	4,49	4,51	91	
Jun 28	44.243	20.000	-	4,36	4,39	91	
Jul 26	39.369	20.000	-	4,39	4,42	91	
Ago 30	37.855	20.000	-	4,20	4,23	91	
Sep 27	28.269	20.000	-	3,55	3,58	85	
Oct 25	42.308	20.000	-	3,50	3,52	98	
Nov 29	49.135	20.000	-	3,32	3,34	91	
Dic 21	38.178	20.000	-	3,29	3,31	97	
2002 Ene 31	44.547	20.000	-	3,31	3,33	84	
Feb 28	47.001	20.000	-	3,32	3,33	91	
Mar 28	39.976	20.000	-	3,40	3,42	91	
Abr 25	40.580	20.000	-	3,35	3,36	91	
May 30	37.602	20.000	-	3,45	3,47	91	
Jun 27	27.670	20.000	-	3,38	3,41	91	
Jul 25	28.791	15.000	-	3,35	3,37	98	
Ago 29	33.527	15.000	-	3,33	3,34	91	
Sep 26	25.728	15.000	-	3,23	3,26	88	

## 3. Otras operaciones por subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación 1	Importe solicitado 2	Importe adjudicado 3	Subastas a tipo de interés fijo		Subastas a tipo de interés variable			Vencimiento a [...] días 8
				Tipo fijo 4	Tipo mínimo de puja 5	Tipo marginal <sup>3)</sup> 6	Tipo medio ponderado 7		
2000 Ene 5 <sup>4)</sup>	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	-	4,75	4,77	4,79	7	
Sep 12	Operaciones temporales	69.281	69.281	4,25	-	-	-	1	
13	Operaciones temporales	40.495	40.495	4,25	-	-	-	1	
Nov 28	Operaciones temporales	73.096	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7	
2002 Ene 4	Operaciones temporales	57.644	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3	
10	Operaciones temporales	59.377	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1	

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 de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.
- 3) En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- 4) Esta operación se llevó a cabo con un tipo de interés máximo del 3%.

## Cuadro 1.4

### Estadísticas de reservas mínimas

#### 1. Pasivos de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas<sup>1) 2)</sup>

(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
2001 Ago	10.551,6	5.872,7	187,8	190,2	1.309,3	654,1	2.337,6
Sep	10.627,3	5.956,0	188,2	191,3	1.315,7	631,6	2.344,6
Oct	10.687,8	5.962,3	190,8	196,5	1.313,7	672,4	2.352,2
Nov	10.798,1	6.073,4	199,0	191,3	1.300,9	656,5	2.376,9
Dic	10.910,1	6.226,1	204,7	185,0	1.315,2	605,1	2.374,0
2002 Ene	10.952,8	6.195,2	194,7	202,2	1.350,7	610,8	2.399,0
Feb	10.964,1	6.164,7	196,8	196,0	1.337,1	653,2	2.416,3
Mar	11.031,8	6.178,0	202,2	198,4	1.349,9	663,1	2.440,1
Abr	11.076,4	6.176,1	205,1	199,8	1.355,1	699,1	2.441,2
May	11.111,6	6.150,4	204,3	206,2	1.355,8	741,7	2.453,2
Jun	11.009,1	6.083,3	203,3	204,2	1.355,3	699,2	2.463,9
Jul	10.999,6	6.069,3	202,3	206,3	1.368,0	691,0	2.462,7
Ago <sup>(p)</sup>	10.950,9	6.007,2	202,3	201,3	1.359,8	703,3	2.477,0

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 monto 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.

#### 2. Reservas mantenidas<sup>1)</sup>

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias <sup>2)</sup>	Reservas reales mantenidas <sup>3)</sup>	Exceso de reservas <sup>4)</sup>	Incumplimientos <sup>5)</sup>	Tipos de interés de las reservas obligatorias <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5
2001 Oct	124,4	125,0	0,6	0,0	3,76
Nov	126,1	126,6	0,5	0,0	3,62
Dic	126,4	127,3	0,9	0,0	3,30
2002 Ene	128,7	130,1	1,4	0,0	3,34
Feb	131,7	132,4	0,7	0,0	3,30
Mar	131,3	132,0	0,7	0,0	3,28
Abr	130,6	131,1	0,5	0,0	3,30
May	131,0	131,5	0,5	0,0	3,30
Jun	131,0	131,7	0,7	0,0	3,33
Jul	130,7	131,3	0,6	0,0	3,32
Ago	129,3	129,7	0,5	0,0	3,29
Sep	129,0	129,5	0,5	0,0	3,28
Oct <sup>(p)</sup>	127,7	.	.	.	.

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 monto 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).

## Cuadro 1.5

### Posición de liquidez del sistema bancario<sup>1)</sup>

(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 <sup>4)</sup>	Base monetaria <sup>5)</sup>
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>2)</sup>	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) <sup>3)</sup>		
	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 <sup>2)</sup>							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001 Ago	402,1	164,0	60,0	0,1	0,0	0,2	0,0	347,6	48,8	101,8	127,8	475,6
Sep	401,3	147,1	60,0	0,5	3,5	0,4	0,0	335,4	45,2	105,4	126,1	461,9
Oct	389,9	136,7	60,0	1,1	0,0	0,1	0,0	325,2	43,6	93,6	125,1	450,4
Nov	385,0	132,3	60,0	0,2	0,0	0,3	0,0	311,3	46,1	93,1	126,7	438,3
Dic	383,7	122,5	60,0	0,5	12,4	0,8	0,0	298,0	43,5	109,3	127,4	426,2
2002 Ene	385,2	118,5	60,0	0,4	3,7	0,6	0,0	344,3	38,3	54,2	130,4	475,2
Feb	386,0	127,3	60,0	0,2	0,0	0,1	0,0	306,2	49,6	85,2	132,6	438,8
Mar	386,7	114,6	60,0	0,2	0,0	0,1	0,0	283,3	54,2	91,8	132,1	415,6
Abr	395,4	112,7	60,0	0,4	0,0	0,2	0,0	285,9	55,9	95,3	131,2	417,3
May	397,7	110,6	60,0	0,1	0,0	0,3	0,0	293,7	49,2	93,5	131,7	425,6
Jun	396,2	112,6	60,0	0,5	0,0	0,4	0,0	300,8	45,1	91,2	131,8	433,0
Jul	369,1	130,4	60,0	0,2	0,0	0,2	0,0	313,4	54,4	60,3	131,4	445,0
Ago	360,0	139,2	55,2	0,1	0,0	0,1	0,0	322,8	50,9	50,8	129,9	452,8
Sep <sup>(p)</sup>	362,3	140,9	50,8	0,1	0,0	0,2	0,0	323,6	49,1	51,7	129,6	453,4

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) Excluye los certificados de deuda emitidos por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM.
- 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 Eurosistema

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

#### 1. Activo

												Total			
	Préstamos a residentes en la zona del euro	IFM <sup>1)</sup>	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 <sup>1)</sup>	Activo fijo	Otros activos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1999	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 III	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	54,3	1.129,8
IV	445,0	427,4	17,1	0,5	97,4	2,5	93,6	1,3	15,3	4,3	11,0	380,7	11,2	56,1	1.005,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 I	401,7	373,9	27,2	0,6	105,0	2,7	101,2	1,1	14,7	4,6	10,1	396,7	11,3	54,4	983,8
II	426,0	398,2	27,2	0,6	105,8	3,1	101,5	1,2	14,2	4,6	9,6	414,7	11,9	54,5	1.027,2
2001 Ago	391,1	363,3	27,2	0,6	107,6	3,5	102,9	1,2	14,0	4,6	9,4	396,8	12,0	54,5	975,9
Sep	388,2	360,4	27,2	0,6	106,6	3,7	101,9	1,1	13,1	4,8	8,3	397,1	11,9	54,8	971,7
Oct	356,7	328,9	27,2	0,6	107,8	3,9	102,8	1,2	13,4	4,8	8,7	400,0	12,0	55,5	945,6
Nov	370,0	342,4	27,1	0,6	107,3	3,8	102,2	1,2	13,6	4,7	8,9	400,5	12,1	55,0	958,5
Dic	412,7	386,4	25,7	0,6	107,0	3,8	101,8	1,3	13,8	4,6	9,2	399,0	11,9	54,3	998,6
2002 Ene	400,1	373,7	25,7	0,6	104,1	3,8	99,0	1,3	13,8	4,7	9,1	409,0	12,0	102,5	1.041,4
Feb	373,4	347,1	25,7	0,6	105,9	4,1	100,6	1,2	13,7	4,7	9,0	413,4	12,0	103,3	1.021,7
Mar	381,3	354,9	25,8	0,6	106,5	4,2	101,0	1,4	13,8	4,7	9,1	414,3	11,9	106,1	1.033,9
Abr	344,2	317,8	25,8	0,6	107,5	5,0	101,4	1,1	13,5	4,7	8,8	401,3	12,0	108,0	986,5
May	356,1	329,7	25,7	0,6	107,0	4,9	101,0	1,0	13,3	4,7	8,6	394,5	12,0	110,2	993,1
Jun	387,7	361,3	25,7	0,6	107,5	4,9	101,6	1,1	13,3	4,7	8,6	372,7	12,0	114,4	1.007,5
Jul	364,0	337,7	25,7	0,6	107,7	5,1	101,9	0,8	13,8	4,7	9,0	377,9	12,1	116,1	991,6
Ago <sup>(p)</sup>	363,4	337,5	25,3	0,6	109,2	5,1	103,3	0,8	14,4	4,8	9,7	377,9	12,1	115,8	992,8

#### 2. Pasivo

										Total	
	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM <sup>1)</sup>	Administración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo <sup>1)</sup>	Otros pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999	393,3	341,5	279,3	53,4	8,8	7,9	174,3	49,8	47,6	1.014,5	
2000 III	373,5	404,2	346,1	45,6	12,5	4,6	221,2	75,0	51,4	1.129,8	
IV	390,2	327,3	270,4	47,1	9,8	3,8	197,5	29,9	57,0	1.005,7	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	370,5	312,6	253,4	46,8	12,4	5,5	204,6	26,8	63,8	983,8	
II	368,8	342,2	274,1	51,8	16,3	5,6	223,7	32,6	54,2	1.027,2	
2001 Ago	356,0	320,4	259,2	46,6	14,7	5,6	211,6	28,4	53,9	975,9	
Sep	346,1	323,6	269,4	37,6	16,6	5,5	209,2	30,0	57,3	971,7	
Oct	333,8	302,8	244,7	40,0	18,1	5,5	210,6	34,3	58,5	945,6	
Nov	317,4	330,4	277,5	35,2	17,6	4,7	210,1	35,3	60,6	958,5	
Dic	285,9	391,9	342,4	35,1	14,4	4,6	209,8	35,6	70,8	998,6	
2002 Ene	339,7	345,2	285,1	44,9	15,2	4,6	214,5	37,4	100,0	1.041,4	
Feb	308,2	349,6	282,7	52,1	14,7	4,6	219,8	33,9	105,7	1.021,7	
Mar	309,1	355,1	282,4	56,3	16,4	4,6	217,8	36,8	110,5	1.033,9	
Abr	311,3	323,5	254,8	50,8	17,9	4,6	212,8	32,4	101,9	986,5	
May	319,6	326,6	268,4	40,7	17,4	4,6	208,0	31,6	102,7	993,1	
Jun	329,3	354,3	285,2	51,5	17,5	4,6	182,3	31,0	106,0	1.007,5	
Jul	340,1	316,0	247,4	52,9	15,6	4,6	183,7	35,1	112,2	991,6	
Ago <sup>(p)</sup>	342,3	318,7	255,8	47,3	15,6	4,6	186,4	31,0	109,8	992,8	

Fuente: BCE.

1) A partir de finales de noviembre del 2000, los saldos derivados del sistema TARGET se compensan diariamente por novación. Por lo tanto, los saldos bilaterales de cada BCN frente al BCE y a otros BCN 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, excluido el Eurosistema

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

#### 1. Activo

	Préstamos a residentes en la zona del euro												Resto del mundo	Activo fijo	Otros activos	Total
	IFM	AAPP	Otros 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							
				IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	de acciones emitidos por residentes en la zona del euro		IFM	Otros residentes en la zona del euro						
											1	2				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1999	9.779,9	3.414,1	828,2	5.537,6	2.179,4	828,8	1.123,8	226,7	129,9	650,6	211,5	439,1	1.719,6	154,0	919,4	15.532,8
2000 III	10.235,9	3.456,4	799,8	5.979,7	2.232,8	941,2	1.033,9	257,7	139,8	707,6	204,1	503,5	2.004,8	155,9	1.034,6	16.511,4
2000 IV	10.419,8	3.510,4	817,8	6.091,5	2.193,4	933,3	995,9	264,2	141,4	750,9	240,2	510,8	2.026,2	158,7	1.015,4	16.705,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 I	10.814,0	3.715,6	824,4	6.274,0	2.322,4	969,1	1.066,2	287,1	157,1	812,3	255,3	557,0	2.242,1	160,8	1.097,2	17.606,0
2001 II	10.894,4	3.698,3	808,5	6.387,6	2.397,4	991,6	1.104,9	300,9	164,6	799,3	251,3	548,0	2.290,1	163,5	1.128,3	17.837,7
2001 Ago	10.828,7	3.658,1	801,6	6.369,0	2.416,5	1.003,9	1.090,0	322,6	163,4	783,3	247,5	535,8	2.227,8	164,9	1.064,9	17.649,5
2001 Sep	10.953,2	3.729,3	802,6	6.421,3	2.415,5	995,8	1.093,3	326,4	163,8	771,6	245,1	526,4	2.300,6	165,7	1.115,8	17.886,2
2001 Oct	10.975,9	3.725,3	800,0	6.450,6	2.417,2	1.004,5	1.084,0	328,7	167,0	779,1	244,0	535,1	2.342,8	166,3	1.147,0	17.995,4
2001 Nov	11.118,2	3.800,8	816,2	6.501,2	2.430,4	1.009,7	1.088,8	331,9	158,7	782,5	246,8	535,7	2.427,1	167,1	1.136,6	18.220,6
2001 Dic	11.134,8	3.794,0	822,1	6.518,7	2.421,5	1.008,3	1.077,4	335,9	153,1	811,0	251,9	559,1	2.408,4	168,1	1.129,4	18.226,3
2002 Ene	11.066,2	3.713,4	819,1	6.533,8	2.466,9	1.018,9	1.107,3	340,6	168,8	811,5	252,3	559,2	2.420,4	165,4	1.159,9	18.259,2
2002 Feb	11.049,6	3.679,7	821,8	6.548,2	2.486,7	1.030,8	1.107,1	348,7	167,0	812,1	254,3	557,9	2.419,6	164,6	1.096,1	18.195,7
2002 Mar	11.210,8	3.778,4	827,2	6.605,3	2.519,6	1.046,2	1.128,1	345,3	174,0	811,6	257,7	553,9	2.430,7	164,5	1.031,1	18.342,4
2002 Abr	11.265,0	3.817,7	807,0	6.640,3	2.524,9	1.055,2	1.127,8	341,8	175,9	825,6	265,1	560,4	2.425,3	164,2	1.011,2	18.392,1
2002 May	11.330,9	3.868,3	803,8	6.658,9	2.543,2	1.057,9	1.141,4	343,9	181,7	826,6	263,8	562,9	2.451,4	164,4	984,2	18.482,5
2002 Jun	11.347,7	3.854,0	803,6	6.690,1	2.538,3	1.058,2	1.138,4	341,7	195,1	820,8	261,7	559,1	2.355,7	164,3	1.000,0	18.421,9
2002 Jul	11.345,4	3.852,0	801,8	6.691,6	2.526,1	1.047,6	1.132,8	345,6	205,5	809,8	264,9	544,9	2.375,6	164,6	1.023,2	18.450,2
2002 Ago <sup>(p)</sup>	11.327,0	3.843,8	791,7	6.691,5	2.513,9	1.044,2	1.130,2	339,5	203,6	818,6	264,5	554,1	2.363,6	165,7	1.010,6	18.403,1

#### 2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro							Participaciones en FMM <sup>1)</sup>	Instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones y participaciones <sup>1)</sup>	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Total								
		IFM	Admis-tración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesio-nes temporales														
															zona del euro	IFM	Admi-nis-tración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesio-nes temporales
1999	0,7	8.735,7	3.590,9	88,6	5.056,2	1.537,6	2.043,2	1.331,5	143,9	293,4	2.531,1	849,1	1.870,4	1.252,4	15.532,8							
2000 III	0,0	8.859,4	3.595,4	113,7	5.150,4	1.577,2	2.129,3	1.272,4	171,4	334,8	2.720,5	913,6	2.295,1	1.388,0	16.511,4							
2000 IV	0,0	9.057,2	3.679,4	117,4	5.260,5	1.648,9	2.159,8	1.276,9	174,9	323,3	2.712,9	941,5	2.299,5	1.371,3	16.705,7							
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																						
2001 I	0,0	9.325,3	3.814,5	103,6	5.407,2	1.624,0	2.237,8	1.322,8	222,6	371,7	2.817,4	982,4	2.636,2	1.473,1	17.606,0							
2001 II	0,0	9.424,1	3.805,6	113,7	5.504,8	1.715,9	2.236,6	1.330,8	221,5	393,3	2.861,3	998,1	2.710,6	1.450,1	17.837,7							
2001 Ago	0,0	9.344,9	3.753,6	105,8	5.485,5	1.667,0	2.250,4	1.337,3	230,8	415,9	2.861,1	1.000,4	2.591,7	1.435,5	17.649,5							
2001 Sep	0,0	9.484,8	3.839,0	110,2	5.535,5	1.733,7	2.233,5	1.342,6	225,7	420,8	2.875,5	1.011,1	2.609,9	1.484,1	17.886,2							
2001 Oct	0,0	9.484,9	3.815,0	113,2	5.556,7	1.732,5	2.237,3	1.351,9	235,1	433,1	2.900,6	1.019,3	2.627,3	1.530,2	17.995,4							
2001 Nov	0,0	9.601,5	3.875,9	115,1	5.610,5	1.780,8	2.238,8	1.365,0	225,9	443,8	2.888,6	1.023,9	2.690,9	1.571,9	18.220,6							
2001 Dic	0,0	9.696,7	3.829,6	103,9	5.763,2	1.882,2	2.257,5	1.405,0	218,5	440,5	2.882,9	1.042,9	2.683,4	1.479,9	18.226,3							
2002 Ene	0,0	9.630,2	3.804,4	104,0	5.721,8	1.833,0	2.253,8	1.418,8	216,2	462,1	2.921,5	1.050,1	2.717,8	1.477,6	18.259,2							
2002 Feb	0,0	9.571,3	3.745,5	103,7	5.722,0	1.829,0	2.251,1	1.420,9	221,1	473,9	2.933,1	1.050,6	2.729,4	1.437,3	18.195,7							
2002 Mar	0,0	9.696,7	3.853,2	101,2	5.742,3	1.823,3	2.266,3	1.423,0	229,6	482,5	2.966,1	1.057,6	2.749,8	1.389,7	18.342,4							
2002 Abr	0,0	9.744,1	3.873,3	106,7	5.764,1	1.852,3	2.269,0	1.414,7	228,1	489,7	2.969,4	1.064,1	2.736,8	1.387,9	18.392,1							
2002 May	0,0	9.812,8	3.922,3	108,3	5.782,1	1.853,0	2.278,8	1.415,5	234,8	498,1	2.995,4	1.071,8	2.718,7	1.385,8	18.482,5							
2002 Jun	0,0	9.858,6	3.948,4	101,7	5.808,5	1.901,4	2.256,3	1.422,0	228,7	502,0	2.982,5	1.078,1	2.585,1	1.415,6	18.421,9							
2002 Jul	0,0	9.830,2	3.945,1	96,9	5.788,2	1.871,5	2.264,0	1.424,6	228,0	516,1	2.988,0	1.087,5	2.608,4	1.420,0	18.450,2							
2002 Ago <sup>(p)</sup>	0,0	9.793,0	3.932,6	91,5	5.768,9	1.837,5	2.265,6	1.430,1	235,6	529,8	3.000,2	1.095,1	2.580,5	1.404,4	18.403,1							

Fuente: BCE..

1) Saldo mantenidos por residentes en la zona del euro. Los saldos en poder de no residentes están incluidos en «Resto del mundo».

### Cuadro 2.3

#### Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluido el Eurosistema

[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 <sup>2)</sup>	Activo fijo	Otros activos	
	1	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	4	AAPP	Otros residentes en la zona del euro					
2001 Feb	7.056,7	848,9	6.207,8	1.439,6	1.159,4	280,2	549,9	2.486,2	172,3	1.072,8	12.777,4
Mar	7.126,3	851,7	6.274,6	1.455,6	1.167,4	288,2	567,1	2.638,9	172,0	1.117,3	13.077,3
Abr	7.157,4	843,5	6.313,9	1.467,6	1.173,4	294,2	586,9	2.616,2	173,3	1.128,1	13.129,5
May	7.172,8	838,4	6.334,4	1.494,1	1.193,0	301,1	587,3	2.677,5	174,6	1.148,3	13.254,6
Jun	7.223,9	835,7	6.388,2	1.508,6	1.206,5	302,1	557,5	2.704,8	175,4	1.147,0	13.317,2
Jul	7.227,2	832,9	6.394,4	1.516,5	1.201,5	315,0	552,3	2.619,1	176,5	1.092,2	13.183,9
Ago	7.198,4	828,8	6.369,6	1.516,6	1.192,9	323,7	545,1	2.624,7	176,9	1.082,6	13.144,3
Sep	7.251,7	829,8	6.421,9	1.522,6	1.195,2	327,4	534,7	2.697,8	177,6	1.134,1	13.318,6
Oct	7.278,5	827,2	6.451,2	1.516,6	1.186,8	329,9	543,7	2.742,9	178,3	1.164,2	13.424,2
Nov	7.345,2	843,3	6.501,9	1.524,1	1.191,0	333,1	544,6	2.827,6	179,1	1.153,9	13.574,5
Dic	7.367,0	847,7	6.519,3	1.516,4	1.179,2	337,2	568,3	2.807,4	180,0	1.137,6	13.576,7
2002 Ene	7.379,2	844,8	6.534,4	1.548,3	1.206,3	341,9	568,2	2.829,5	177,5	1.169,2	13.671,8
Feb	7.396,3	847,5	6.548,8	1.557,7	1.207,7	349,9	566,8	2.833,0	176,6	1.131,4	13.661,8
Mar	7.458,9	853,0	6.605,9	1.575,7	1.229,1	346,6	563,0	2.845,1	176,4	1.082,3	13.701,3
Abr	7.473,7	832,7	6.640,9	1.572,2	1.229,2	342,9	569,3	2.826,6	176,2	1.069,6	13.687,5
May	7.489,0	829,5	6.659,5	1.587,4	1.242,5	345,0	571,5	2.845,9	176,4	1.048,7	13.719,0
Jun	7.520,0	829,3	6.690,7	1.582,7	1.239,9	342,8	567,7	2.728,3	176,2	1.070,7	13.645,7
Jul	7.519,7	827,5	6.692,2	1.581,1	1.234,7	346,4	554,0	2.753,4	176,7	1.095,9	13.680,9
Ago <sup>(p)</sup>	7.509,1	817,0	6.692,1	1.573,7	1.233,4	340,3	563,8	2.741,5	177,8	1.085,0	13.651,0

##### 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 <sup>3)</sup>	Instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Resto del mundo <sup>2)</sup>	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	
				A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales							
2001 Feb	335,0	155,6	5.380,3	1.625,6	2.218,0	1.323,5	213,2	336,0	1.711,5	911,3	2.475,3	1.491,6	-19,2	12.777,4
Mar	336,3	150,3	5.419,7	1.636,1	2.238,2	1.322,8	222,6	346,1	1.719,5	927,0	2.663,0	1.536,9	-21,6	13.077,3
Abr	336,2	152,5	5.449,5	1.666,9	2.237,4	1.323,9	221,4	354,1	1.720,3	928,1	2.676,4	1.524,7	-12,2	13.129,5
May	332,9	146,9	5.487,5	1.691,8	2.239,4	1.322,5	233,8	363,0	1.722,0	940,0	2.755,0	1.520,6	-13,2	13.254,6
Jun	333,0	165,5	5.521,1	1.731,8	2.237,0	1.330,8	221,5	360,5	1.740,5	965,9	2.743,3	1.504,4	-16,8	13.317,2
Jul	328,0	155,5	5.508,1	1.712,7	2.238,4	1.333,6	223,4	369,6	1.737,1	955,2	2.643,0	1.494,8	-7,4	13.183,9
Ago	319,2	152,4	5.500,1	1.681,2	2.250,8	1.337,3	230,8	380,7	1.731,1	959,9	2.620,1	1.489,4	-8,6	13.144,3
Sep	309,6	147,8	5.552,2	1.749,9	2.233,9	1.342,6	225,7	384,7	1.753,9	970,4	2.639,9	1.541,4	18,7	13.318,6
Oct	295,5	153,3	5.574,8	1.750,3	2.237,6	1.351,9	235,1	395,9	1.767,9	981,1	2.661,6	1.588,7	5,5	13.424,2
Nov	279,7	150,2	5.628,1	1.798,1	2.239,2	1.365,0	225,9	404,5	1.760,3	982,6	2.726,2	1.632,4	10,4	13.574,5
Dic	239,7	139,0	5.777,6	1.896,2	2.257,9	1.405,0	218,5	402,0	1.760,7	996,2	2.719,1	1.550,7	-8,5	13.576,7
2002 Ene	246,5	148,9	5.737,0	1.847,8	2.254,2	1.418,8	216,2	420,8	1.775,8	1.007,6	2.755,2	1.577,6	2,4	13.671,8
Feb	240,3	155,7	5.736,8	1.843,4	2.251,4	1.420,9	221,1	431,6	1.778,1	1.011,5	2.763,3	1.543,0	1,5	13.661,8
Mar	254,3	157,5	5.758,6	1.839,3	2.266,7	1.423,0	229,6	435,9	1.793,0	1.013,0	2.786,6	1.500,1	2,4	13.701,3
Abr	261,7	157,5	5.782,0	1.869,9	2.269,4	1.414,7	228,1	442,2	1.785,4	1.007,1	2.769,2	1.489,8	-7,4	13.687,5
May	273,9	149,0	5.799,6	1.870,1	2.279,1	1.415,5	234,8	447,3	1.806,4	1.011,3	2.750,3	1.488,5	-7,2	13.719,0
Jun	285,7	153,2	5.826,0	1.918,6	2.256,7	1.422,0	228,7	443,6	1.787,3	994,0	2.616,1	1.521,6	18,3	13.645,7
Jul	296,6	149,8	5.803,8	1.886,8	2.264,3	1.424,6	228,0	455,3	1.795,2	1.001,6	2.643,5	1.532,2	2,9	13.680,9
Ago <sup>(p)</sup>	301,0	138,8	5.784,5	1.852,8	2.266,0	1.430,1	235,6	468,5	1.813,1	1.012,2	2.611,5	1.514,2	7,0	13.651,0

Fuente: BCE.

1) 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.

2) Véase el cuadro 2.1, nota 1.

3) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro. Los saldos en poder de no residentes están incluidos en «Resto del mundo».

### 3. Activo: Flujos<sup>1)</sup>

		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 <sup>2)</sup>	Activo fijo	Otros activos	Total
		AAPP	Otros residentes en la zona del euro	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	AAPP	Otros residentes en la zona del euro								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
2001	Mar	60,8	2,4	58,5	10,8	3,1	7,7	17,2	97,2	0,1	46,0	232,0			
	Abr	33,2	-8,2	41,4	12,1	6,6	5,5	18,4	-17,9	1,2	9,9	56,9			
	May	4,1	-5,6	9,7	25,9	20,8	5,1	1,0	-1,2	1,4	18,7	49,8			
	Jun	57,4	-2,6	60,0	14,0	13,3	0,7	-32,4	27,5	0,9	-1,4	66,0			
	Jul	12,7	-2,5	15,1	9,5	-3,2	12,7	-8,1	-41,3	1,1	-50,5	-76,5			
	Ago	-18,9	-3,7	-15,2	4,9	-4,3	9,2	-6,0	57,2	0,3	-10,6	27,0			
	Sep	48,6	1,0	47,5	-1,4	-4,3	2,9	-5,0	49,1	0,7	51,9	143,9			
	Oct	25,4	-2,7	28,1	-7,0	-9,6	2,6	5,7	44,0	0,7	30,1	99,0			
	Nov	66,0	16,0	50,1	9,9	7,9	2,1	-3,2	65,7	1,1	5,9	145,6			
	Dic	27,8	3,7	24,1	-8,1	-10,2	2,1	22,3	-26,6	1,1	-17,2	-0,8			
2002	Ene	9,6	-3,1	12,7	26,8	21,9	5,0	-0,3	0,2	-2,5	31,0	64,8			
	Feb	19,3	2,7	16,5	9,2	1,3	7,9	0,6	0,4	-0,9	-39,1	-10,5			
	Mar	64,5	5,5	58,9	14,1	16,9	-2,9	-5,2	19,9	0,0	-48,1	45,2			
	Abr	21,8	-20,0	41,8	-2,5	1,3	-3,8	6,5	18,9	-0,2	-13,2	31,4			
	May	25,6	-2,8	28,4	12,7	9,7	2,9	1,3	74,1	0,2	-21,1	92,8			
	Jun	39,6	0,3	39,3	-2,7	-0,8	-1,9	-3,6	-29,6	-0,2	22,2	25,8			
	Jul	-4,7	-2,0	-2,7	-4,7	-5,5	0,8	-10,6	-2,8	0,5	24,0	1,7			
	Ago <sup>(p)</sup>	-10,4	-10,4	0,0	-6,4	-1,9	-4,5	8,9	-7,5	1,0	-10,9	-25,3			

### 4. Pasivo: Flujos<sup>1)</sup>

		Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Participaciones en FMM <sup>3)</sup>	Instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Resto del mundo <sup>2)</sup>	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	Mar	1,3	-5,2	32,6	8,3	15,8	-0,8	9,3	11,6	2,7	16,5	133,7	47,0	-8,1	232,0
	Abr	-0,1	2,2	30,2	30,8	-0,5	1,1	-1,2	8,7	-2,4	1,3	18,4	-11,6	10,3	56,9
	May	-3,3	-5,6	29,4	21,7	-3,0	-1,7	12,4	9,8	-11,7	8,4	11,8	12,4	-1,4	49,8
	Jun	0,1	18,6	34,9	40,4	-1,6	8,3	-12,3	-1,5	20,4	19,1	-5,3	-18,2	-2,3	66,0
	Jul	-5,0	-10,0	-8,2	-17,4	4,4	3,0	1,9	9,5	2,9	-6,5	-58,0	-11,1	9,8	-76,5
	Ago	-8,8	-3,1	-1,9	-29,6	16,3	3,9	7,5	10,5	1,4	7,3	30,1	-7,4	-1,2	27,0
	Sep	-9,6	-4,6	51,2	68,4	-17,4	5,3	-5,1	3,7	15,8	9,0	18,0	41,4	19,1	143,9
	Oct	-14,2	5,4	22,7	0,9	3,0	9,2	9,5	11,6	13,0	7,9	18,4	45,9	-11,8	99,0
	Nov	-15,7	-3,0	51,4	47,2	0,4	13,1	-9,2	9,8	23,9	2,9	38,5	33,1	4,6	145,6
	Dic	-40,0	-11,2	149,4	98,4	18,4	40,0	-7,4	-1,1	-0,7	14,7	-17,8	-74,7	-19,5	-0,8
2002	Ene	6,8	10,4	-42,4	-49,4	-3,1	12,4	-2,3	19,8	10,4	13,4	13,8	20,9	11,7	64,8
	Feb	-6,2	6,9	0,3	-4,3	-2,5	2,1	4,9	10,8	4,8	-0,5	10,7	-36,5	-0,7	-10,5
	Mar	14,0	1,7	22,8	-3,8	16,1	2,2	8,4	3,2	18,4	5,1	25,6	-55,7	10,0	45,2
	Abr	7,4	0,0	27,6	32,1	5,2	-8,2	-1,5	8,0	-1,5	-4,9	20,6	-16,6	-9,2	31,4
	May	12,2	-8,5	24,6	2,4	14,3	1,1	6,7	4,0	31,1	4,0	35,0	-9,6	0,1	92,8
	Jun	11,8	4,2	33,0	50,5	-17,3	6,7	-6,9	-8,3	-0,3	-11,3	-66,4	39,9	23,1	25,8
	Jul	11,0	-3,4	-25,5	-33,0	5,7	2,5	-0,7	12,9	0,0	9,8	-0,9	13,2	-15,3	1,7
	Ago <sup>(p)</sup>	4,4	-11,0	-4,0	-33,7	16,6	5,5	7,6	12,6	2,5	8,7	-23,7	-21,5	6,6	-25,3

## Cuadro 2.4

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

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

#### 1. Agregados monetarios: Saldos a fin de período

	M1						M2		Índice dic 98=100 <sup>3)</sup>
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Índice, dic 98=100 <sup>3)</sup>	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total		
			3				7		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2001 Feb	335,0	1.692,9	2.028,0	112,22	1.049,0	1.269,7	4.346,7	107,99	
Mar	336,3	1.703,2	2.039,5	112,73	1.065,9	1.269,8	4.375,1	108,57	
Abr	336,2	1.735,9	2.072,1	114,53	1.067,8	1.273,4	4.413,3	109,52	
May	332,9	1.759,2	2.092,1	115,46	1.069,0	1.273,2	4.434,3	109,85	
Jun	333,0	1.798,4	2.131,4	117,66	1.066,2	1.283,0	4.480,6	111,03	
Jul	328,0	1.780,3	2.108,3	116,48	1.073,2	1.287,2	4.468,7	110,83	
Ago	319,2	1.747,5	2.066,7	114,28	1.088,8	1.292,9	4.448,4	110,44	
Sep	309,6	1.815,1	2.124,7	117,47	1.070,9	1.299,7	4.495,3	111,59	
Oct	295,5	1.816,1	2.111,6	116,78	1.074,7	1.311,6	4.497,9	111,66	
Nov	279,7	1.864,6	2.144,3	118,55	1.077,6	1.326,4	4.548,2	112,87	
Dic	239,7	1.968,2	2.207,9	122,08	1.088,8	1.367,9	4.664,6	115,76	
2002 Ene	246,5	1.921,9	2.168,4	119,84	1.081,0	1.390,4	4.639,8	115,11	
Feb	240,3	1.917,2	2.157,5	119,24	1.076,7	1.394,5	4.628,8	114,85	
Mar	254,3	1.914,3	2.168,6	119,88	1.088,5	1.397,9	4.655,0	115,52	
Abr	261,7	1.945,7	2.207,4	122,10	1.092,4	1.391,9	4.691,7	116,52	
May	273,9	1.946,2	2.220,0	122,93	1.100,4	1.394,0	4.714,4	117,23	
Jun	285,7	1.994,3	2.279,9	126,35	1.075,7	1.400,3	4.755,9	118,42	
Jul	296,6	1.960,9	2.257,5	125,05	1.084,1	1.403,3	4.744,8	117,99	
Ago <sup>(p)</sup>	301,0	1.928,3	2.229,3	123,50	1.097,1	1.409,2	4.735,6	117,78	

#### 2. Agregados monetarios: Flujos<sup>4)</sup>

	M1						M2		Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Tasa de crecimiento interanual <sup>3)</sup>	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total		
			3				7		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2001 Mar	1,3	8,1	9,3	2,0	14,2	-0,1	23,5	3,3	
Abr	-0,1	32,6	32,5	1,6	2,2	3,7	38,4	3,3	
May	-3,3	20,1	16,9	3,2	-3,2	-0,5	13,2	3,7	
Jun	0,1	39,6	39,7	4,3	-2,1	9,8	47,4	4,5	
Jul	-5,0	-16,4	-21,4	3,3	9,1	4,4	-7,9	4,4	
Ago	-8,8	-30,9	-39,7	3,2	18,4	5,9	-15,5	4,3	
Sep	-9,6	67,4	57,7	5,5	-18,2	6,8	46,3	5,3	
Oct	-14,2	1,6	-12,6	5,0	3,3	11,8	2,6	5,4	
Nov	-15,7	47,8	32,0	5,5	1,9	14,8	48,8	5,9	
Dic	-40,0	103,9	63,9	5,1	11,1	41,5	116,5	6,1	
2002 Ene	6,8	-47,3	-40,5	6,7	-6,7	21,1	-26,1	6,8	
Feb	-6,2	-4,6	-10,8	6,3	-4,0	4,1	-10,6	6,4	
Mar	14,0	-2,5	11,5	6,3	12,3	3,4	27,2	6,4	
Abr	7,4	32,9	40,2	6,6	5,7	-5,8	40,1	6,4	
May	12,2	2,7	14,9	6,5	11,4	2,3	28,6	6,7	
Jun	11,8	50,1	61,9	7,4	-20,6	6,6	47,9	6,7	
Jul	11,0	-34,5	-23,6	7,4	3,7	2,8	-17,0	6,5	
Ago <sup>(p)</sup>	4,4	-32,3	-27,9	8,1	13,4	6,0	-8,6	6,6	

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) M3 y sus componentes excluyen participaciones en FMM, instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.

M3 <sup>2)</sup>					
Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años	Total	Índice, dic 98=100 <sup>3)</sup>	
9	10	11	12	13	
213,2	336,0	145,5	5.041,3	110,10	2001 Feb
222,6	346,1	139,3	5.083,1	110,91	Mar
221,4	354,1	140,0	5.128,7	111,88	Abr
233,8	363,0	135,0	5.166,1	112,51	May
221,5	360,5	145,2	5.207,8	113,44	Jun
223,4	369,6	140,4	5.202,1	113,41	Jul
230,8	380,7	142,5	5.202,4	113,53	Ago
225,7	384,7	147,6	5.253,4	114,49	Sep
235,1	395,9	149,5	5.278,4	115,02	Oct
225,9	404,5	152,2	5.330,8	116,20	Nov
218,5	402,0	145,9	5.430,9	118,38	Dic
216,2	420,8	141,8	5.418,7	118,18	2002 Ene
221,1	431,6	138,7	5.420,2	118,21	Feb
229,6	435,9	137,2	5.457,7	119,06	Mar
228,1	442,2	134,7	5.496,7	120,01	Abr
234,8	447,3	144,0	5.540,5	121,09	May
228,7	443,6	130,5	5.558,8	121,61	Jun
228,0	455,3	125,9	5.554,0	121,36	Jul
235,6	468,5	126,8	5.566,6	121,64	Ago <sup>4)</sup>

M3 <sup>2)</sup>					
Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>	
9	10	11	12	13	
9,3	11,6	-7,2	37,2	3,9	2001 Mar
-1,2	8,7	-1,6	44,3	3,9	Abr
12,4	9,8	-6,5	28,9	4,5	May
-12,3	-1,5	9,2	42,9	5,6	Jun
1,9	9,5	-4,9	-1,5	5,6	Jul
7,5	10,5	2,8	5,3	5,9	Ago
-5,1	3,7	-0,9	44,0	6,9	Sep
9,5	11,6	0,5	24,2	7,3	Oct
-9,2	9,8	5,1	54,4	7,7	Nov
-7,4	-1,1	-8,0	100,0	7,7	Dic
-2,3	19,8	-0,4	-9,1	7,8	2002 Ene
4,9	10,8	-4,0	1,1	7,4	Feb
8,4	3,2	0,3	39,1	7,3	Mar
-1,5	8,0	-3,2	43,4	7,3	Abr
6,7	4,0	10,1	49,3	7,6	May
-6,9	-8,3	-8,7	24,0	7,2	Jun
-0,7	12,9	-6,4	-11,3	7,0	Jul
7,6	12,6	0,8	12,5	7,1	Ago <sup>4)</sup>

3) Para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

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.

**Cuadro 2.4 (cont.)**
**Agregados monetarios<sup>1)</sup> y contrapartidas**
*(mm de euros y tasas de crecimiento, salvo indicación en contrario)*
**3. Saldos a fin de período desestacionalizados**

	M2								Índice, dic 98=100 <sup>4)</sup>
	M1				Otros depósitos a corto plazo <sup>5)</sup>				
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Índice, dic 98=100 <sup>4)</sup>	Total	Índice, dic 98=100 <sup>4)</sup>	Total		
			1	2	3	4			
2001 Feb	342,0	1.704,8	2.046,8	113,26	2.305,1	103,78	4.351,9	108,12	
Mar	338,9	1.709,9	2.048,9	113,25	2.325,0	104,56	4.373,9	108,54	
Abr	337,5	1.722,8	2.060,3	113,88	2.335,8	105,06	4.396,1	109,10	
May	332,5	1.750,0	2.082,5	114,94	2.341,9	105,12	4.424,4	109,60	
Jun	329,1	1.764,9	2.093,9	115,59	2.357,4	105,85	4.451,3	110,30	
Jul	323,6	1.769,4	2.093,0	115,63	2.370,2	106,53	4.463,2	110,69	
Ago	317,9	1.790,7	2.108,6	116,60	2.374,8	106,86	4.483,4	111,31	
Sep	309,1	1.822,8	2.131,9	117,87	2.388,0	107,44	4.519,9	112,20	
Oct	297,2	1.845,4	2.142,6	118,49	2.402,1	108,05	4.544,7	112,82	
Nov	279,1	1.877,8	2.157,0	119,25	2.422,2	108,92	4.579,2	113,64	
Dic	233,9	1.925,6	2.159,5	119,40	2.446,7	110,01	4.606,2	114,31	
2002 Ene	251,8	1.929,3	2.181,1	120,54	2.452,2	110,25	4.633,3	114,95	
Feb	245,0	1.930,4	2.175,4	120,24	2.458,2	110,53	4.633,7	114,97	
Mar	253,1	1.914,0	2.167,1	119,80	2.478,0	111,44	4.645,1	115,28	
Abr	263,6	1.930,5	2.194,1	121,37	2.476,9	111,48	4.671,0	116,00	
May	271,9	1.944,4	2.216,2	122,72	2.489,2	112,20	4.705,4	117,00	
Jun	281,8	1.947,1	2.228,9	123,53	2.488,1	112,35	4.717,0	117,45	
Jul	292,6	1.954,3	2.246,9	124,46	2.494,7	112,43	4.741,6	117,91	
Ago <sup>6)</sup>	299,8	1.968,1	2.267,9	125,64	2.498,5	112,62	4.766,4	118,55	

**4. Flujos desestacionalizados<sup>7)</sup>**

	M2										
	M1				Otros depósitos a corto plazo <sup>5)</sup>				Total	Tasa de crecimiento mensual (%) <sup>4)</sup>	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>4)</sup>
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Tasa de crecimiento mensual <sup>4)</sup> (%)	Tasa de crecimiento interanual <sup>4)</sup> (%)	Total	Tasa de crecimiento mensual <sup>4)</sup> (%)	Tasa de crecimiento interanual <sup>4)</sup> (%)			
			1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 Mar	-3,0	3,0	-0,1	0,0	1,7	17,2	0,7	4,4	17,1	0,4	3,1
Abr	-1,4	12,8	11,3	0,6	1,7	11,0	0,5	4,9	22,4	0,5	3,4
May	-5,0	24,1	19,1	0,9	3,0	1,4	0,1	4,2	20,5	0,5	3,6
Jun	-3,4	15,3	11,8	0,6	4,0	16,3	0,7	4,6	28,1	0,6	4,3
Jul	-5,4	6,2	0,7	0,0	3,3	15,1	0,6	5,3	15,8	0,4	4,4
Ago	-5,7	23,2	17,5	0,8	3,6	7,5	0,3	5,0	25,0	0,6	4,3
Sep	-8,9	31,9	23,0	1,1	5,0	12,9	0,5	5,2	35,9	0,8	5,1
Oct	-11,9	23,2	11,3	0,5	5,2	13,6	0,6	5,7	24,9	0,6	5,5
Nov	-18,0	31,7	13,7	0,6	5,9	19,2	0,8	5,9	32,9	0,7	5,9
Dic	-45,3	48,0	2,8	0,1	5,6	24,4	1,0	7,3	27,1	0,6	6,5
2002 Ene	17,9	2,7	20,6	1,0	6,7	5,2	0,2	6,9	25,8	0,6	6,8
Feb	-6,8	1,2	-5,6	-0,3	6,2	6,3	0,3	6,5	0,7	0,0	6,3
Mar	8,1	-16,0	-8,0	-0,4	5,8	20,4	0,8	6,6	12,4	0,3	6,2
Abr	10,4	18,0	28,5	1,3	6,6	0,9	0,0	6,1	29,3	0,6	6,3
May	8,3	16,1	24,4	1,1	6,8	15,9	0,6	6,7	40,2	0,9	6,8
Jun	9,9	4,7	14,6	0,7	6,9	3,3	0,1	6,1	17,9	0,4	6,5
Jul	10,8	6,0	16,9	0,8	7,6	1,8	0,1	5,5	18,7	0,4	6,5
Ago <sup>6)</sup>	7,2	14,1	21,3	0,9	7,8	4,2	0,2	5,4	25,5	0,5	6,5

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) M3 y sus componentes excluyen participaciones en FMM, instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- 3) En la página 20\*, se presentan, sin desestacionalizar, los préstamos, junto con otros componentes del crédito.
- 4) Para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

M3 <sup>2)</sup>				Préstamos a otros residentes en la zona del euro (excluidas AAPP) <sup>3)</sup>		
Instrumentos negociables <sup>6)</sup>		Total	Índice dic 98=100 <sup>4)</sup>	Total	Índice dic 98=100 <sup>4)</sup>	
Total	Índice dic 98=100 <sup>4)</sup>					
9	10	11	12	13	14	
689,4	124,95	5.041,2	110,10	6.219,1	121,18	2001 Feb
695,9	126,20	5.069,8	110,62	6.266,5	121,94	Mar
701,5	126,96	5.097,6	111,20	6.301,1	122,65	Abr
711,0	128,56	5.135,4	111,84	6.334,5	123,09	May
725,3	131,14	5.176,6	112,76	6.364,2	123,79	Jun
737,2	133,36	5.200,4	113,38	6.381,1	124,29	Jul
752,2	136,09	5.235,6	114,25	6.398,0	124,81	Ago
767,8	137,74	5.287,6	115,23	6.433,8	125,42	Sep
787,1	141,07	5.331,8	116,18	6.465,1	126,00	Oct
787,2	141,75	5.366,5	116,98	6.503,6	126,74	Nov
794,8	143,06	5.401,0	117,73	6.510,0	127,00	Dic
785,3	142,18	5.418,7	118,18	6.535,6	127,45	2002 Ene
785,8	142,11	5.419,4	118,19	6.562,7	128,02	Feb
788,7	142,76	5.433,8	118,54	6.597,0	128,72	Mar
791,3	143,40	5.462,3	119,26	6.626,0	129,42	Abr
802,7	145,40	5.508,1	120,38	6.657,1	130,22	May
801,7	145,13	5.518,7	120,73	6.665,4	130,54	Jun
813,7	147,19	5.555,3	121,39	6.680,3	130,75	Jul
829,1	149,84	5.595,5	122,27	6.722,6	131,58	Ago <sup>6)</sup>

M3 <sup>2)</sup>						Préstamos a otros residentes en la zona del euro (excluidas AAPP) <sup>3)</sup>				
Instrumentos negociables <sup>6)</sup>			Total	Tasa de crecimiento mensual <sup>4)</sup> (%)	Tasa de crecimiento interanual <sup>4)</sup> (%)	Media móvil de tres meses centrada (%)	Total	Tasa de crecimiento mensual <sup>4)</sup> (%)		Tasa de crecimiento interanual <sup>4)</sup> (%)
Total	Tasa de crecimiento mensual <sup>4)</sup> (%)	Tasa de crecimiento interanual <sup>4)</sup> (%)								
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
6,9	1,0	7,9	24,0	0,5	3,7	3,9	39,0	0,6	8,7	2001 Mar
4,2	0,6	8,2	26,5	0,5	4,0	4,0	36,7	0,6	8,4	Abr
8,8	1,3	9,4	29,4	0,6	4,4	4,6	22,6	0,4	8,0	May
14,3	2,0	12,9	42,4	0,8	5,5	5,2	35,9	0,6	7,9	Jun
12,3	1,7	13,6	28,1	0,5	5,6	5,6	25,9	0,4	7,8	Jul
15,1	2,0	16,0	40,1	0,8	5,9	6,1	26,6	0,4	7,2	Ago
9,1	1,2	17,6	45,0	0,9	6,7	6,7	31,0	0,5	6,7	Sep
18,5	2,4	19,5	43,4	0,8	7,4	7,3	30,0	0,5	6,5	Oct
3,8	0,5	19,7	36,7	0,7	7,8	7,7	37,9	0,6	6,6	Nov
7,3	0,9	18,1	34,4	0,6	8,1	7,9	13,2	0,2	6,1	Dic
-4,9	-0,6	14,4	20,9	0,4	7,8	7,7	23,2	0,4	5,8	2002 Ene
-0,4	0,0	13,7	0,4	0,0	7,4	7,4	29,3	0,4	5,6	Feb
3,6	0,5	13,1	16,0	0,3	7,2	7,3	36,1	0,6	5,6	Mar
3,5	0,4	12,9	32,8	0,6	7,2	7,3	35,8	0,5	5,5	Abr
11,1	1,4	13,1	51,3	0,9	7,6	7,3	41,0	0,6	5,8	May
-1,5	-0,2	10,7	16,4	0,3	7,1	7,3	16,3	0,2	5,5	Jun
11,4	1,4	10,4	30,1	0,5	7,1	7,1	10,7	0,2	5,2	Jul
14,7	1,8	10,1	40,1	0,7	7,0	.	42,5	0,6	5,4	Ago <sup>6)</sup>

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

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

7) 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.



## Cuadro 2.4 (cont.)

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

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

#### 5. Principales contrapartidas de M3: Saldos a fin de período

	Pasivos a largo plazo de IFM				Créditos <sup>2)</sup>				Activos exteriores netos	Activo fijo
	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:			
							Préstamos	Índice dic 98 =100 <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001 Feb	1.169,2	126,9	1.564,2	911,3	2.008,4	7.037,8	6.207,8	120,96	10,9	172,3
Mar	1.172,5	126,4	1.576,9	927,0	2.019,1	7.129,9	6.274,6	122,10	-24,2	172,0
Abr	1.169,7	124,6	1.577,7	928,1	2.016,9	7.195,0	6.313,9	122,90	-60,1	173,3
May	1.170,6	123,2	1.584,5	940,0	2.031,3	7.222,8	6.334,4	123,09	-77,5	174,6
Jun	1.170,9	122,0	1.593,0	965,9	2.042,1	7.247,9	6.388,2	124,26	-38,5	175,4
Jul	1.165,3	120,7	1.594,1	955,2	2.034,4	7.261,6	6.394,4	124,55	-23,9	176,5
Ago	1.162,0	119,5	1.586,2	959,9	2.021,6	7.238,5	6.369,6	124,26	4,6	176,9
Sep	1.163,0	118,6	1.604,7	970,4	2.025,0	7.284,1	6.421,9	125,18	57,8	177,6
Oct	1.162,9	116,9	1.617,0	981,1	2.014,0	7.324,8	6.451,2	125,73	81,3	178,3
Nov	1.161,6	115,8	1.606,6	982,6	2.034,3	7.379,6	6.501,9	126,71	101,4	179,1
Dic	1.169,1	115,8	1.613,6	996,2	2.026,9	7.424,8	6.519,3	127,18	88,3	180,0
2002 Ene	1.173,2	112,3	1.632,9	1.007,6	2.051,1	7.444,6	6.534,4	127,42	74,3	177,5
Feb	1.174,7	111,2	1.638,8	1.011,5	2.055,2	7.465,6	6.548,8	127,75	69,8	176,6
Mar	1.178,2	109,9	1.655,8	1.013,0	2.082,0	7.515,5	6.605,9	128,90	58,5	176,4
Abr	1.177,0	108,0	1.650,2	1.007,1	2.062,0	7.553,1	6.640,9	129,71	57,4	176,2
May	1.178,8	106,8	1.661,9	1.011,3	2.072,0	7.576,0	6.659,5	130,27	95,6	176,4
Jun	1.181,0	106,6	1.656,5	994,0	2.069,2	7.601,2	6.690,7	131,04	112,2	176,2
Jul	1.180,3	106,6	1.668,8	1.001,6	2.062,2	7.592,6	6.692,2	130,98	109,9	176,7
Ago <sup>4)</sup>	1.168,8	106,8	1.685,7	1.012,2	2.050,5	7.596,2	6.692,1	130,98	130,0	177,8

#### 6. Principales contrapartidas de M3: Flujos<sup>4)</sup>

	Pasivos a largo plazo de IFM				Créditos <sup>2)</sup>				Activos exteriores netos	Activo fijo
	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:			
							Préstamos	Tasa de variación interanual (%) <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001 Mar	1,5	-0,5	8,5	16,5	5,5	83,3	58,5	8,7	-36,6	0,1
Abr	-2,7	-1,9	-0,1	1,3	-1,6	65,3	41,4	8,4	-36,4	1,2
May	0,1	-1,4	-5,1	8,4	15,2	15,8	9,7	8,0	-13,0	1,4
Jun	0,5	-1,1	11,5	19,1	10,7	28,4	60,0	7,9	32,7	0,9
Jul	-4,7	-1,4	7,5	-6,5	-5,6	19,8	15,1	7,7	16,7	1,1
Ago	-2,1	-1,2	-1,2	7,3	-8,0	-11,9	-15,2	7,2	27,1	0,3
Sep	0,8	-0,9	17,5	9,0	-3,3	45,5	47,5	6,7	31,2	0,7
Oct	-0,3	-1,7	12,7	7,9	-12,3	36,4	28,1	6,5	25,6	0,7
Nov	-1,6	-1,1	18,7	2,9	23,8	49,0	50,1	6,6	27,1	1,1
Dic	7,3	0,1	7,6	14,7	-6,6	48,5	24,1	6,1	-8,9	1,1
2002 Ene	3,6	-3,6	11,0	13,4	18,7	17,4	12,7	5,7	-13,6	-2,5
Feb	1,6	-1,0	9,3	-0,5	4,0	25,1	16,5	5,6	-10,4	-0,9
Mar	3,7	-1,3	18,7	5,1	22,5	50,9	58,9	5,6	-5,7	0,0
Abr	-0,5	-1,9	1,2	-4,9	-18,6	44,5	41,8	5,5	-1,7	-0,2
May	3,0	-1,2	21,1	4,0	6,9	32,6	28,4	5,8	39,1	0,2
Jun	3,3	-0,2	8,5	-11,3	-0,5	33,8	39,3	5,5	36,9	-0,2
Jul	1,9	0,0	6,2	9,8	-7,5	-12,5	-2,7	5,2	-1,9	0,5
Ago <sup>4)</sup>	3,2	0,2	1,5	8,7	-12,3	4,4	0,0	5,4	16,1	1,0

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

3) Para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

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.

**Cuadro 2.5**
**Préstamos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión<sup>1)</sup>**

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

**1. Préstamos a instituciones financieras no monetarias y a las AAPP: Saldos a fin de período**

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones			Empresas de seguros y fondos de pensiones			AAPP						Total	Índice, dic 98 =100 <sup>2)</sup>
	Total		Índice, dic 98 =100 <sup>2)</sup>	Total		Índice, dic 98 =100 <sup>2)</sup>	Adminis-tración Central <sup>3)</sup>	Otras AAPP			Total			
	Hasta 1 año	1		Hasta 1 año	2			Adminis-tración Regional	Adminis-tración Local			Admones de Seguridad Social		
			Más de 5 años			Más de 5 años								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000 IV	395,0	252,9	142,9	31,5	21,8	114,8	172,2	297,3	255,4	350,9	315,8	14,6	835,0	99,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001 Ene 1	395,4	253,4	-	31,6	21,8	-	185,6	297,3	255,4	351,5	316,4	15,2	849,6	-
2001 I	418,2	273,1	153,0	36,4	26,8	132,3	188,4	295,2	255,3	352,4	314,0	15,6	851,7	99,0
II	425,5	280,7	155,8	36,2	26,7	131,5	174,1	294,0	254,9	350,4	312,4	17,2	835,7	97,1
III	409,0	256,8	149,6	37,4	26,9	137,1	167,3	293,9	254,1	349,7	312,0	18,9	829,8	96,5
IV	434,6	276,2	159,9	34,9	24,8	127,8	170,1	298,3	252,0	362,9	322,3	16,4	847,7	98,5
2002 I	459,0	305,0	169,1	38,9	28,3	142,2	180,4	294,0	248,2	362,1	318,2	16,5	853,0	99,1
II <sup>(p)</sup>	461,4	304,1	169,9	37,8	26,8	137,4	162,4	280,9	245,8	368,0	316,3	17,9	829,3	96,5

**2. Préstamos a instituciones financieras no monetarias y las AAPP: Flujos<sup>4)</sup>**

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones			Empresas de seguros y fondos de pensiones			AAPP						Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup>
	Total		Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup>	Total		Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup>	Adminis-tración Central <sup>3)</sup>	Otras AAPP			Total			
	Hasta 1 año	1		Hasta 1 año	2			Adminis-tración Regional	Adminis-tración Local			Admones de Seguridad Social		
			Más de 5 años			Más de 5 años								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001 I	28,1	22,7	19,7	4,8	5,0	-2,1	-0,5	-2,0	-0,1	-0,7	-3,7	0,4	-2,9	-0,5
II	7,5	7,6	14,8	-0,2	-0,1	-6,9	-14,8	-1,3	-0,4	-2,0	-1,7	1,6	-16,4	-1,9
III	-16,8	-23,9	7,8	1,5	0,2	13,8	-6,2	0,0	-0,7	-0,7	-0,4	1,7	-5,2	-0,8
IV	28,0	21,6	11,9	-2,5	-2,1	11,3	1,9	4,4	-2,1	13,2	10,3	-2,5	16,9	-0,9
2002 I	25,0	29,3	10,5	3,9	3,5	7,5	10,1	-4,3	-3,8	-0,8	-4,1	0,1	5,1	0,1
II <sup>(p)</sup>	2,3	-0,9	9,1	-1,3	-1,5	4,5	-16,8	-13,1	-2,4	5,9	-1,9	1,4	-22,5	-0,7

Fuente: BCE.

1) 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.

2) Para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

3) No se dispone de detalle por plazos de los préstamos a la Administración Central.

4) Calculadas a partir de las diferencias trimestrales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

## Cuadro 2.5 (cont.)

### Préstamos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión<sup>1)</sup>

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

#### 3. Préstamos a sectores no financieros distintos de las AAPP: Saldos a fin de período

	Sociedades no financieras					Crédito al consumo <sup>3)</sup>				
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice, dic 98=100 <sup>2)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice, dic 98=100 <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 IV	968,0	429,8	1.287,9	2.685,7	118,6	97,5	165,2	212,9	475,7	115,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 Ene 1	996,6	436,6	1.293,6	2.726,9	-	102,1	166,1	213,0	481,2	-
2001 I	1.034,2	445,9	1.313,6	2.793,7	120,9	98,7	168,4	212,8	479,9	115,0
II	1.051,7	456,3	1.343,4	2.851,5	123,1	100,1	171,1	217,7	488,8	117,5
III	1.027,2	467,3	1.371,8	2.866,2	124,3	100,6	170,7	221,7	493,1	118,6
IV	1.017,9	489,8	1.394,3	2.902,0	125,9	102,6	170,4	226,7	499,6	120,0
2002 I	1.018,6	494,8	1.418,4	2.931,8	126,9	99,4	170,5	229,2	499,1	119,9
II <sup>(p)</sup>	1.017,5	503,6	1.433,6	2.954,7	129,0	102,7	175,2	232,8	510,6	122,1

#### 4. Préstamos a instituciones no financieras distintos de las AAPP: Flujos<sup>4)</sup>

	Sociedades no financieras					Crédito al consumo <sup>3)</sup>				
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 I	32,7	5,4	13,8	52,0	10,1	-4,4	0,1	0,5	-3,8	4,5
II	13,6	12,1	25,9	51,7	9,1	1,3	3,9	5,2	10,4	5,2
III	-19,3	14,3	32,3	27,3	7,5	0,9	-0,5	4,1	4,5	3,6
IV	-10,1	23,9	22,5	36,3	6,1	1,9	-0,7	4,9	6,1	3,6
2002 I	-1,2	4,9	20,0	23,7	5,0	-4,2	1,2	2,5	-0,5	4,3
II <sup>(p)</sup>	7,1	14,3	27,5	48,9	4,8	3,3	2,3	3,6	9,2	3,9

Fuente: BCE.

1) 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.

2) Para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

Hogares											Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares			
Préstamos para compra de vivienda <sup>3)</sup>					Otras finalidades					Total	Índice, dic 98 =100 <sup>2)</sup>	Total	Índice, dic 98=100 <sup>2)</sup>	
Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice, dic 98 =100 <sup>2)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice, dic 98 =100 <sup>2)</sup>					
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
22,2	62,4	1.792,7	1.877,3	121,7	147,4	101,3	340,0	588,6	112,8	2.941,6	118,8	38,2	109,3	2000 IV
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
22,2	62,9	1.803,4	1.888,5	-	147,6	101,0	340,0	588,5	-	2.958,2	-	38,2	-	2001 Ene 1
22,7	62,6	1.830,0	1.915,4	123,5	146,9	104,5	342,1	593,5	113,9	2.988,7	120,1	37,3	106,5	2001 I
23,3	63,2	1.866,3	1.952,8	125,7	148,8	100,9	342,7	592,4	114,9	3.034,0	122,0	40,7	116,5	II
23,6	61,9	1.904,0	1.989,5	128,1	144,3	100,8	342,1	587,2	114,1	3.069,8	123,5	39,0	111,6	III
23,8	62,0	1.933,0	2.018,8	130,0	144,6	101,9	343,6	590,0	115,2	3.108,5	125,2	39,0	111,7	IV
24,2	61,8	1.970,5	2.056,6	132,4	142,6	101,0	337,9	581,6	114,7	3.137,2	126,6	38,7	110,7	2002 I
24,6	62,2	2.010,3	2.097,1	135,0	145,0	103,0	342,9	590,9	116,8	3.198,7	129,0	39,4	112,7	II <sup>(p)</sup>

Hogares											Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares			
Préstamos para compra de vivienda <sup>3)</sup>					Otras finalidades					Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup>	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup>	
Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup>					
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
0,4	-0,2	27,9	28,1	8,1	0,4	3,1	2,3	5,8	3,2	30,1	6,5	-1,0	-4,8	2001 I
0,6	0,6	32,1	33,3	7,6	2,0	-1,8	5,3	5,5	2,9	49,3	6,2	3,5	8,1	II
0,2	-1,3	38,3	37,2	7,6	-4,5	0,1	0,2	-4,3	2,3	37,4	5,9	-1,7	3,7	III
0,2	0,1	28,7	29,0	6,8	0,3	3,4	2,1	5,9	2,2	41,0	5,3	0,0	2,2	IV
0,4	-0,2	37,6	37,9	7,2	-1,5	-0,4	-0,8	-2,7	0,7	34,7	5,4	-0,4	3,9	2002 I
0,4	0,4	39,8	40,6	7,4	2,6	2,5	5,8	10,8	1,7	60,6	5,7	0,7	-3,3	II <sup>(p)</sup>

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

4) Calculadas a partir de las diferencias trimestrales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

## Cuadro 2.6

### Depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento<sup>1)</sup>

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

#### 1. Depósitos mantenidos por instituciones financieras no monetarias y las AAPP: Saldos a fin de período

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones					Empresas de seguros y fondos de pensiones					AAPP					
	Total <sup>2)</sup>				Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>	Total <sup>2)</sup>				Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>	Adminis-tración Central	Otras AAPP			Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>
	Depósi-tos a la vista	Depósi-tos a plazo	Cesiones temporales			Depósi-tos a la vista	Depósi-tos a plazo	Cesiones temporales				Adminis-tración Regional	Adminis-tración Local	Admones de Seguridad Social		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2000 IV	431,1	153,6	198,9	74,0	130,9	477,6	40,6	418,5	15,3	114,8	164,5	30,6	68,2	53,2	316,5	120,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 Ene 1	434,1	154,1	200,2	75,2	-	479,9	40,7	418,5	17,5	-	166,2	30,6	69,1	55,1	321,0	-
2001 I	442,8	151,8	195,1	91,2	133,5	483,8	38,2	423,3	18,8	115,7	150,3	30,9	65,0	57,2	303,5	113,4
II	456,3	164,3	196,7	89,3	136,4	486,3	41,4	424,2	16,9	116,4	165,5	31,4	66,8	60,8	324,6	121,3
III	456,1	162,7	202,6	85,6	134,0	487,8	39,3	426,9	17,9	116,8	147,8	33,3	67,4	60,4	308,9	115,5
IV	468,6	157,9	218,7	86,7	136,4	495,4	48,0	427,5	16,4	118,6	139,0	30,0	68,9	61,0	299,0	111,7
2002 I	487,6	158,1	230,1	93,4	141,4	498,6	43,9	433,0	17,7	119,3	157,5	31,0	64,2	61,8	314,4	117,7
II <sup>(p)</sup>	490,1	163,8	227,3	93,5	141,9	504,3	48,8	433,4	18,5	120,7	153,2	34,4	65,5	59,6	312,8	117,1

#### 2. Depósitos mantenidos por instituciones financieras no monetarias y las AAPP: Flujos <sup>4)</sup>

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones					Empresas de seguros y fondos de pensiones					AAPP					
	Total <sup>2)</sup>				Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>	Total <sup>2)</sup>				Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>	Adminis-tración Central	Otras AAPP			Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>
	Depósi-tos a la vista	Depósi-tos a plazo	Cesiones temporales			Depósi-tos a la vista	Depósi-tos a plazo	Cesiones temporales				Adminis-tración Regional	Adminis-tración Local	Admones de Seguridad Social		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 I	8,6	-2,5	-5,1	16,0	1,9	3,9	-2,5	4,7	1,3	4,3	-15,6	0,1	-4,1	2,1	-17,5	10,6
II	9,6	12,4	-2,1	-1,8	4,4	2,8	3,4	1,0	-1,9	4,5	15,1	0,5	1,9	3,6	21,1	6,5
III	-8,2	-1,6	-2,1	-3,7	2,2	1,5	-2,1	2,7	1,0	4,6	-17,7	1,9	0,5	-0,5	-15,7	-2,0
IV	8,1	-4,6	11,4	1,2	4,2	7,6	8,8	0,6	-1,4	3,3	-8,8	-3,4	1,5	0,7	-10,0	-6,9
2002 I	17,0	0,1	9,5	6,7	5,8	3,0	-4,2	5,4	1,3	3,1	19,0	1,0	-4,7	0,7	16,1	3,8
II <sup>(p)</sup>	1,9	5,3	-2,4	-0,5	4,0	5,7	4,9	0,4	0,7	3,7	-4,2	3,5	1,4	-2,1	-1,6	-3,4

Fuente: BCE.

1) 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.

2) Incluye los depósitos disponibles con preaviso.

3) Para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

4) Calculadas a partir de las diferencias trimestrales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

## Cuadro 2.6 (cont.)

### Depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento<sup>1)</sup>

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

#### 3. Depósitos mantenidos por sectores no financieros distintos de las AAPP: Saldos a fin de período

	Sociedades no financieras						Hogares <sup>2)</sup>					
	Depósitos a la vista	Depósitos a la plaza	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>	Depósitos a la vista	Depósitos a la plaza	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Total	Índice, dic 98=100 <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000 IV	497,5	324,7	24,1	26,3	872,5	111,2	906,9	1.131,5	1.241,5	57,1	3.337,0	103,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 Ene 1	504,5	337,9	24,2	30,5	897,2	-	910,4	1.154,0	1.292,3	69,6	3.426,4	-
2001 I	479,0	348,2	24,1	32,4	883,7	108,5	906,1	1.192,4	1.287,1	78,9	3.464,5	104,6
II	514,6	334,7	24,4	32,1	905,8	110,8	947,2	1.198,8	1.293,5	81,3	3.520,8	106,3
III	514,8	321,9	25,4	34,5	896,7	111,9	963,6	1.203,8	1.305,3	84,6	3.557,3	107,5
IV	577,1	336,6	27,5	36,5	977,6	121,6	1.043,5	1.195,8	1.365,7	76,8	3.681,9	111,4
2002 I	529,1	345,9	27,5	35,3	937,9	116,6	1.039,2	1.181,2	1.382,6	81,5	3.684,5	111,5
II <sup>(p)</sup>	557,5	338,8	27,7	37,9	961,9	121,8	1.077,3	1.178,9	1.382,3	78,0	3.716,5	112,5

#### 4. Depósitos mantenidos por sectores no financieros distintos de las AAPP: Flujos <sup>4)</sup>

	Sociedades no financieras						Hogares <sup>2)</sup>					
	Depósitos a la vista	Depósitos a la plaza	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>	Depósitos a la vista	Depósitos a la plaza	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001 I	-28,5	5,8	-0,1	1,8	-21,1	7,4	-4,6	37,8	-5,8	9,3	36,7	2,4
II	32,7	-13,8	0,3	-0,4	18,9	6,1	41,1	6,4	6,3	2,3	56,2	4,4
III	3,9	1,7	0,4	2,5	8,6	5,2	16,2	5,2	12,7	3,4	37,4	6,0
IV	62,1	12,0	2,0	2,0	78,2	9,4	80,1	-2,9	60,3	-7,8	129,8	7,6
2002 I	-48,5	9,1	0,0	-1,2	-40,6	7,4	-4,3	-10,3	15,1	4,7	5,2	6,6
II <sup>(p)</sup>	34,8	4,5	0,2	2,3	41,9	9,9	37,7	-2,0	0,4	-3,5	32,5	5,8

Fuente: BCE.

1) 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.

2) Comprende hogares (S.14) e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).

3) Para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

4) Calculadas a partir de las diferencias trimestrales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

## Cuadro 2.7

### Principales activos y pasivos de las IFM frente a no residentes en la zona del euro

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

#### 1. Saldos a fin de período

	Préstamos a no residentes								Valores distintos de acciones emitidos por no residentes							
	Bancos <sup>1)2)</sup>		No bancos				Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>	Bancos <sup>1)</sup>		No bancos				Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>
	Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>	AAPP	Otros	Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>			Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>	AAPP	Otros	Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2000 IV	945,4	92,9	78,9	445,6	524,5	127,0	1.469,9	102,7	174,2	175,4	290,6	184,2	474,8	108,9	649,0	121,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 Ene I	964,1	-	78,9	449,3	528,2	-	1.492,3	-	171,3	-	296,2	184,0	480,2	-	651,5	-
2001 I	1.051,6	99,8	76,3	518,0	594,2	142,1	1.645,8	111,9	192,3	191,0	285,9	205,1	491,0	112,7	683,2	127,2
II	1.071,2	99,9	79,2	519,3	598,5	139,7	1.669,6	111,3	210,5	204,8	294,6	208,7	503,2	113,5	713,7	130,4
III	1.082,8	103,1	75,1	527,8	602,8	145,9	1.685,6	115,4	206,6	207,6	273,8	213,0	486,8	113,4	693,4	130,9
IV	1.118,1	105,9	75,2	543,7	618,9	147,4	1.737,0	117,9	236,4	233,7	290,2	217,6	507,8	116,8	744,2	138,5
2002 I	1.104,5	104,4	76,8	556,6	633,5	151,1	1.738,0	117,8	262,6	258,9	276,0	217,6	493,6	113,7	756,2	140,7
II <sup>(p)</sup>	1.085,9	109,5	73,5	529,0	602,6	154,4	1.688,5	122,4	243,9	255,4	243,3	212,8	456,1	111,6	700,0	138,4

#### 2. Flujos <sup>4)</sup>

	Préstamos a no residentes								Valores distintos de acciones emitidos por no residentes							
	Bancos <sup>1)2)</sup>		No bancos				Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup>	Bancos <sup>1)</sup>		No bancos				Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup>
	Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup>	AAPP	Otros	Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup>			Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup>	AAPP	Otros	Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 I	70,3	7,0	3,7	58,4	62,1	20,5	132,5	11,6	15,5	30,5	4,9	11,7	16,6	6,2	32,1	12,0
II	1,0	3,4	2,9	-12,6	-9,7	18,4	-8,7	8,3	13,9	30,9	9,2	-5,8	3,4	5,3	17,3	11,7
III	34,9	10,2	-4,1	30,5	26,5	19,6	61,3	13,5	2,9	26,6	-22,3	21,9	-0,4	3,2	2,6	9,2
IV	29,4	14,1	0,1	6,1	6,2	16,1	35,7	14,8	25,9	33,2	16,7	-2,4	14,3	7,2	40,2	14,2
2002 I	-16,0	4,6	3,6	11,9	15,5	6,4	-0,5	5,3	25,5	35,5	-10,8	-2,6	-13,4	0,8	12,0	10,6
II <sup>(p)</sup>	53,2	9,6	-3,3	17,0	13,7	10,5	66,9	9,9	-3,5	24,7	-35,4	26,5	-8,9	-1,7	-12,3	6,1

Fuente: BCE.

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

2) Incluye depósitos colocados por IFM en bancos situados fuera de zona del euro.

Cuadro 2.7 (cont.)

Acciones y participaciones emitidas por no residentes						Depósitos mantenidos por no residentes								
Bancos <sup>1)</sup>		Otros		Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>	Bancos <sup>1)</sup>		No bancos				Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>	
Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>	Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>			Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>	AAPP	Otros	Total	Índice, dic 98 =100 <sup>3)</sup>			
17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	
61,6	241,9	80,0	192,7	141,6	210,2	1.550,9	124,1	84,6	504,0	588,7	138,0	2.139,6	127,6	2000 IV
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
62,3	-	80,2	-	142,5	-	1.560,8	-	85,6	507,9	593,4	-	2.154,3	-	2001 Ene I
65,1	252,2	94,3	227,3	159,4	235,4	1.781,7	139,6	89,3	577,1	666,4	152,7	2.448,2	143,0	2001 I
61,1	236,4	97,2	233,7	158,3	233,3	1.817,5	139,3	94,9	587,1	681,9	153,4	2.499,4	142,9	II
63,6	245,8	89,9	215,6	153,5	225,8	1.710,8	135,8	93,0	588,5	681,5	158,0	2.392,3	141,5	III
73,0	269,9	89,8	217,4	162,8	236,1	1.718,4	134,9	95,3	615,0	710,3	162,6	2.428,8	142,0	IV
76,9	281,9	98,5	241,0	175,4	254,9	1.740,4	135,5	99,0	636,8	735,8	167,9	2.476,2	143,8	2002 I
77,8	286,1	97,9	239,8	175,8	255,9	1.606,7	133,5	96,0	606,9	702,8	169,9	2.309,6	142,8	II <sup>(p)</sup>

Acciones y participaciones emitidas por no residentes						Depósitos mantenidos por no residentes								
Bancos <sup>1)</sup>		Otros		Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>	Bancos <sup>1)</sup>		No bancos				Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>	
Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>			Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>	AAPP	Otros	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>			
17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	
2,6	27,0	14,4	46,7	17,0	38,1	193,5	13,3	3,5	59,6	63,1	21,1	256,6	15,3	2001 I
-4,1	15,3	2,7	45,4	-1,4	32,2	-3,6	14,6	5,6	-2,7	2,8	18,2	-0,8	15,6	II
2,4	8,5	-7,5	13,5	-5,1	11,4	-45,2	11,3	-1,9	22,4	20,6	14,0	-24,6	12,0	III
6,2	11,6	0,8	12,8	7,0	12,3	-12,0	8,7	2,3	17,5	19,8	17,9	7,8	11,2	IV
3,3	11,8	9,8	6,1	13,0	8,3	7,6	-2,9	4,2	19,0	23,2	9,9	30,7	0,6	2002 I
1,1	21,0	-0,5	2,6	0,6	9,7	-25,1	-4,1	-3,0	11,6	8,5	10,7	-16,5	-0,1	II <sup>(p)</sup>

3) Para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

4) Calculados a partir de las diferencias trimestrales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.



## Cuadro 2.8

### Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro<sup>1)</sup>

[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 <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas				Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	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	
			4	5	6	7	8					13	14	15	16	
2000 IV	3.949,7	3.526,3	47,5	376,0	265,0	34,4	61,0	15,6	5.434,7	5.256,5	27,3	150,9	115,1	14,6	11,3	10,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 I	4.059,7	3.559,0	55,4	445,3	316,6	40,2	67,8	20,7	5.578,2	5.367,8	31,2	179,2	130,8	23,8	12,3	12,2
II	4.072,5	3.586,1	52,8	433,6	309,0	40,3	65,4	19,0	5.693,8	5.480,8	30,7	182,3	133,5	24,0	11,6	13,2
III	4.101,6	3.624,2	48,9	428,5	300,6	38,9	71,0	17,9	5.706,8	5.507,8	28,2	170,9	125,7	22,1	10,8	12,2
IV	4.166,0	3.694,1	46,6	425,4	307,6	33,0	67,2	17,6	5.922,5	5.721,2	26,0	175,4	127,4	24,5	10,5	13,0
2002 I	4.128,6	3.640,1	46,1	442,4	315,8	40,0	65,6	21,0	5.923,1	5.719,3	28,5	175,2	126,9	23,1	10,7	14,6
II <sup>(p)</sup>	4.227,3	3.783,6	42,8	400,8	278,7	40,7	63,3	18,2	5.999,5	5.810,4	26,8	162,3	115,1	23,1	11,0	13,1

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

	Emitidos por bancos <sup>3)</sup>								Emitidos por no bancos							
	Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas				Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas					
	1	2	3	4	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
				5	6	7	8						13	14	15	16
2000 IV	1.550,9	590,9	126,8	833,2	684,3	53,1	65,8	30,1	588,7	254,1	64,1	270,5	225,6	20,5	12,3	12,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 I	1.781,7	698,6	142,6	940,6	776,8	66,4	65,8	31,5	666,4	295,7	70,6	300,2	255,9	17,6	14,2	12,4
II	1.817,5	690,1	133,8	993,6	815,4	72,9	73,2	32,2	681,9	286,7	73,2	322,0	274,2	19,3	13,6	14,9
III	1.710,8	664,3	140,3	906,2	745,2	53,5	76,3	31,2	681,5	297,7	69,2	314,5	263,0	18,4	17,1	16,0
IV	1.718,4	631,1	132,3	955,1	799,1	48,5	75,3	32,1	710,3	308,1	60,8	341,4	293,9	16,8	18,1	12,6
2002 I	1.740,4	661,9	144,8	933,7	781,0	44,4	74,6	33,8	735,8	312,7	66,6	356,5	302,8	20,0	18,9	14,8
II <sup>(p)</sup>	1.606,7	647,5	142,1	817,1	669,5	39,3	73,7	34,6	702,8	321,9	62,9	318,1	269,6	19,3	18,0	11,2

##### 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 <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas				Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas					
	1	2	3	4	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
				5	6	7	8						13	14	15	16
2000 IV	2.567,1	2.246,1	46,5	274,5	157,3	62,1	35,4	19,7	262,2	215,8	2,4	44,1	34,0	5,6	2,9	1,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 I	2.667,7	2.327,9	48,3	291,4	172,0	61,5	37,5	20,5	278,5	227,8	2,1	48,6	41,6	3,0	2,6	1,5
II	2.731,3	2.358,3	53,9	319,1	189,3	69,4	39,6	20,8	275,5	227,0	4,3	44,2	35,8	4,7	2,5	1,1
III	2.751,5	2.384,7	52,9	313,9	187,4	68,6	38,5	19,5	265,0	217,9	4,0	43,2	36,0	3,1	2,8	1,2
IV	2.780,1	2.377,9	67,9	334,4	209,7	63,8	40,6	20,2	254,7	204,8	6,0	43,9	37,9	2,8	2,1	1,1
2002 I	2.844,8	2.428,7	71,5	344,6	219,8	56,4	43,3	25,2	274,7	226,1	5,4	43,2	36,9	2,4	2,6	1,3
II <sup>(p)</sup>	2.849,1	2.447,0	68,4	333,7	207,9	55,4	44,5	25,9	285,5	233,8	6,6	45,0	39,1	1,8	2,4	1,7

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.

**Cuadro 2.8 (cont.)**

**Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro<sup>1)</sup>**

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

**Saldos de activos**

**4. Préstamos a residentes en la zona del euro**

	IFM								No IFM							
	Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras				Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras			
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2000 IV	3.937,8	-	-	-	-	-	-	-	6.927,0	6.622,8	32,4	271,8	151,6	41,2	74,3	4,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 I	4.081,2	-	-	-	-	-	-	-	7.126,0	6.782,7	35,1	308,1	182,3	45,4	74,9	5,6
II	4.089,4	-	-	-	-	-	-	-	7.223,5	6.857,3	29,4	336,9	204,7	51,7	74,0	6,5
III	4.082,8	-	-	-	-	-	-	-	7.251,4	6.907,3	30,9	313,1	177,9	52,1	77,3	5,8
IV	4.174,5	-	-	-	-	-	-	-	7.366,7	7.025,3	29,8	311,7	181,3	47,8	77,5	5,1
2002 I	4.126,3	-	-	-	-	-	-	-	7.458,5	7.106,8	30,5	321,1	187,0	51,0	76,8	6,3
II <sup>(p)</sup>	4.209,1	-	-	-	-	-	-	-	7.519,9	7.205,8	28,7	285,4	153,8	48,9	77,1	5,6

**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 <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras				Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras			
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2000 IV	935,8	895,3	11,0	29,5	19,8	5,9	2,1	1,7	1.355,0	1.321,0	5,8	28,2	16,7	9,7	1,0	0,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 I	971,8	931,5	9,7	30,5	20,6	6,3	1,7	1,8	1.453,2	1.413,3	3,8	36,0	21,2	13,1	1,1	0,6
II	994,4	951,3	11,0	32,1	22,1	6,5	1,6	1,8	1.506,9	1.465,1	4,9	36,9	21,7	13,3	1,1	0,8
III	999,2	959,7	9,6	29,9	21,0	5,9	1,5	1,5	1.521,2	1.482,2	4,2	34,8	20,4	12,6	1,2	0,6
IV	1.011,8	966,8	12,4	32,6	23,1	6,3	1,4	1,8	1.515,2	1.477,4	3,7	34,1	20,3	12,1	1,1	0,6
2002 I	1.050,2	1.002,0	14,8	33,4	24,0	5,6	1,8	1,9	1.574,4	1.537,8	3,7	32,9	19,5	11,7	1,1	0,6
II <sup>(p)</sup>	1.062,5	1.015,6	13,6	33,4	23,7	5,8	2,1	1,8	1.581,9	1.547,0	4,2	30,7	17,0	11,8	1,2	0,8

**6. Préstamos a no residentes en la zona del euro**

	Bancos <sup>3)</sup>								No bancos							
	Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras				Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras			
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2000 IV	945,4	410,0	89,2	446,2	337,8	44,2	32,6	31,7	524,5	163,3	45,3	315,8	271,2	11,5	25,9	7,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 I	1.051,6	468,4	98,7	484,6	365,8	46,3	34,5	37,0	594,2	198,2	48,6	347,4	301,2	11,9	26,2	8,0
II	1.071,2	473,2	103,0	494,9	375,9	47,3	36,7	35,0	598,5	184,7	47,7	366,1	318,5	12,1	26,9	8,6
III	1.082,8	487,2	101,5	494,1	378,6	41,2	40,3	33,9	602,8	201,5	46,8	354,5	307,9	12,7	24,9	9,0
IV	1.118,1	450,5	114,7	552,9	435,9	45,2	37,9	33,8	618,9	202,6	46,8	369,6	323,5	12,0	25,7	8,4
2002 I	1.104,5	432,0	131,1	541,5	424,3	45,6	37,3	34,3	633,5	199,5	49,9	384,1	331,6	16,4	26,9	9,2
II <sup>(p)</sup>	1.085,9	458,4	129,0	498,5	377,9	59,2	37,9	23,6	602,6	205,4	46,5	350,7	301,5	12,8	27,8	8,7

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

	Emitidos por bancos <sup>3)</sup>								Emitidos por no bancos							
	Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras				Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras			
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2000 IV	174,2	61,4	20,0	92,9	78,2	7,7	2,5	4,6	474,8	111,7	31,8	331,2	290,9	27,1	3,6	9,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 I	192,3	65,2	23,0	104,1	89,9	7,3	2,3	4,6	491,0	121,0	24,4	345,5	307,1	25,7	2,7	10,1
II	210,5	72,4	25,5	112,6	98,4	6,8	2,6	4,8	503,2	121,3	25,8	356,1	316,2	26,9	3,0	9,9
III	206,6	76,4	27,0	103,2	93,1	4,7	2,1	3,4	486,8	129,0	27,1	330,7	292,7	27,1	3,9	7,1
IV	236,4	80,5	27,6	128,3	118,1	4,2	2,7	3,3	507,8	131,4	27,0	349,4	306,2	30,3	4,2	8,7
2002 I	262,6	86,8	33,5	142,3	130,6	4,4	2,9	4,5	493,6	127,7	26,9	339,0	298,6	24,6	5,0	10,8
II <sup>(p)</sup>	243,9	87,0	32,4	124,5	111,7	4,3	2,6	6,0	456,1	129,9	25,1	301,0	259,5	25,1	4,9	11,5

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

**Cuadro 3.1**

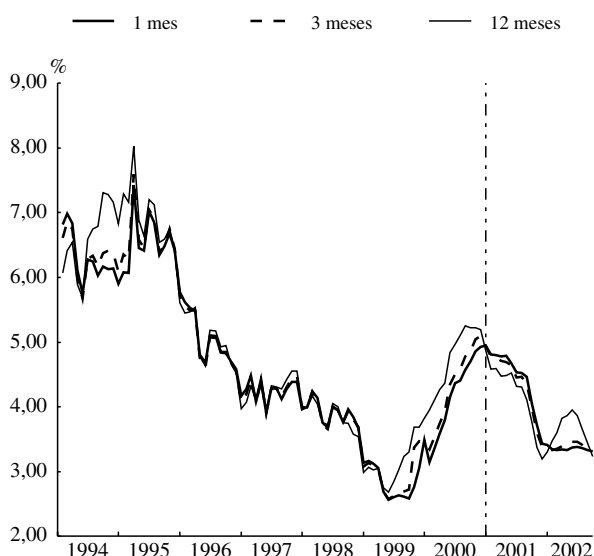
**Tipos de interés del mercado monetario<sup>1)</sup>**

(en porcentaje)

	Zona del euro <sup>4)</sup>					Estados Unidos <sup>5)</sup>	Japón <sup>6)</sup>
	Depósitos a 1 día <sup>3)</sup>	Depósitos a 1 mes <sup>3)</sup>	Depósitos a 3 meses <sup>3)</sup>	Depósitos a 6 meses <sup>3)</sup>	Depósitos a 12 meses <sup>3)</sup>	Depósitos a 3 meses	Depósitos a 3 meses
	1	2	3	4	5	6	7
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
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001	4,39	4,33	4,26	4,16	4,09	3,78	0,15
2001 Sep	3,99	4,05	3,98	3,88	3,77	3,03	0,06
Oct	3,97	3,72	3,60	3,46	3,37	2,40	0,08
Nov	3,51	3,43	3,39	3,26	3,20	2,10	0,08
Dic	3,34	3,42	3,34	3,26	3,30	1,92	0,08
2002 Ene	3,29	3,35	3,34	3,34	3,48	1,82	0,09
Feb	3,28	3,34	3,36	3,40	3,59	1,90	0,10
Mar	3,26	3,35	3,39	3,50	3,82	1,99	0,10
Abr	3,32	3,34	3,41	3,54	3,86	1,97	0,08
May	3,31	3,37	3,46	3,62	3,95	1,91	0,08
Jun	3,35	3,38	3,46	3,59	3,87	1,88	0,07
Jul	3,30	3,36	3,41	3,48	3,64	1,85	0,07
Ago	3,29	3,33	3,35	3,38	3,44	1,78	0,07
Sep	3,32	3,32	3,31	3,27	3,24	1,80	0,07
2002 Sep 6	3,28	3,31	3,31	3,26	3,22	1,78	0,07
13	3,29	3,31	3,31	3,28	3,24	1,82	0,07
20	3,36	3,31	3,30	3,23	3,18	1,80	0,06
27	3,31	3,32	3,30	3,22	3,16	1,81	0,07
Oct 4	3,29	3,30	3,25	3,13	3,05	1,76	0,07

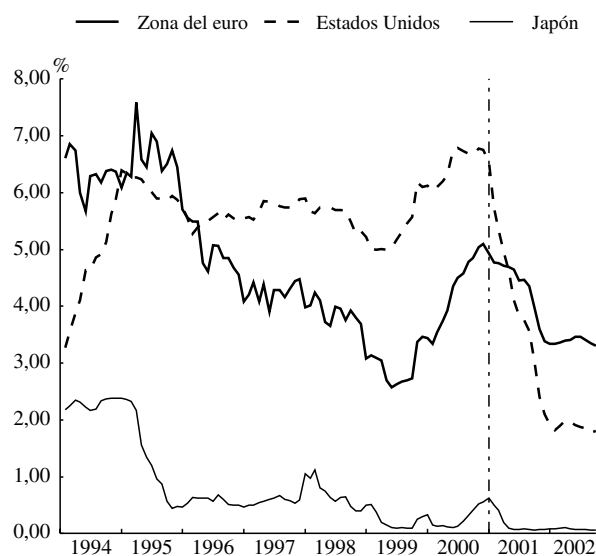
**Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro**

(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).

### Cuadro 3.2

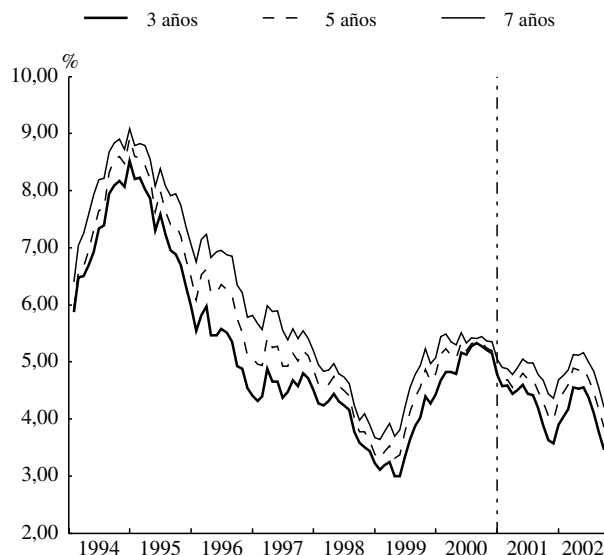
#### Rendimientos de la deuda pública<sup>1)</sup>

(en porcentaje)

	Zona del euro <sup>2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
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
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001	4,11	4,23	4,49	4,79	5,03	5,01	1,34
2001 Sep	3,77	3,89	4,29	4,67	5,04	4,76	1,40
Oct	3,44	3,63	4,05	4,44	4,82	4,55	1,36
Nov	3,36	3,58	3,98	4,37	4,67	4,61	1,33
Dic	3,66	3,90	4,33	4,68	4,96	5,07	1,35
2002 Ene	3,84	4,04	4,48	4,76	5,02	5,00	1,42
Feb	3,96	4,17	4,60	4,85	5,07	4,90	1,52
Mar	4,25	4,55	4,90	5,13	5,32	5,28	1,45
Abr	4,21	4,53	4,86	5,12	5,30	5,21	1,39
May	4,25	4,55	4,89	5,16	5,30	5,15	1,38
Jun	4,10	4,37	4,70	4,99	5,16	4,90	1,36
Jul	3,83	4,10	4,48	4,84	5,03	4,62	1,30
Ago	3,47	3,76	4,15	4,54	4,73	4,24	1,26
Sep	3,19	3,46	3,85	4,20	4,52	3,88	1,16
2002 Sep 6	3,15	3,44	3,86	4,21	4,53	4,02	1,13
13	3,21	3,49	3,90	4,25	4,56	3,93	1,03
20	3,16	3,40	3,81	4,18	4,50	3,81	1,29
27	3,14	3,37	3,77	4,15	4,49	3,73	1,22
Oct 4	2,99	3,28	3,70	4,14	4,49	3,72	1,15

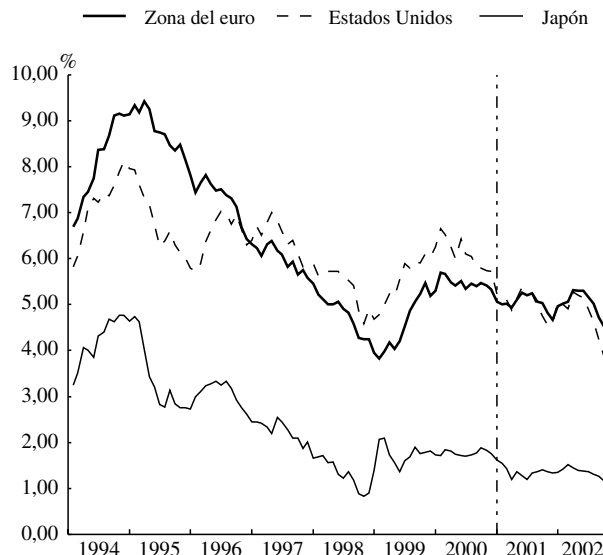
#### Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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

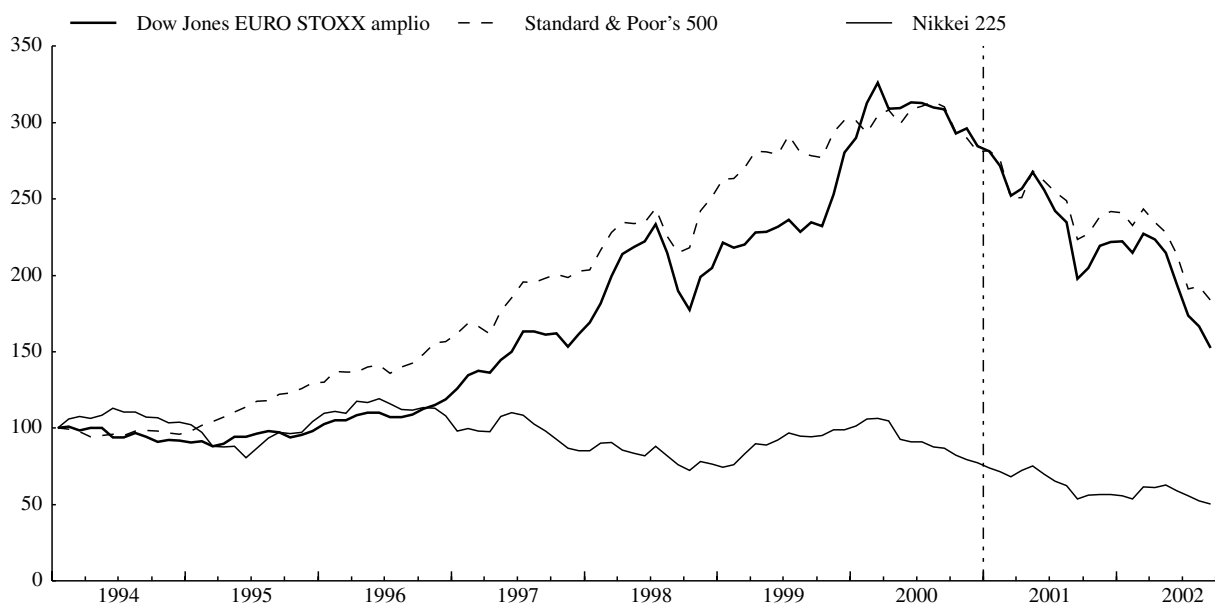
#### Índices de los mercados bursátiles

(niveles del índice en puntos)<sup>1)</sup>

	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		
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
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	336,3	4.049,4	296,0	228,2	303,3	341,4	321,6	310,0	530,5	309,6	541,2	540,1	1.193,8	12.114,8
2001 Sep	274,3	3.277,0	253,2	176,7	284,2	315,8	265,9	253,2	325,4	298,7	366,5	509,2	1.058,7	9.974,7
Oct	284,4	3.440,9	260,5	180,4	281,1	322,5	269,9	253,7	373,4	302,7	418,9	539,7	1.076,6	10.428,8
Nov	304,2	3.674,4	281,3	202,1	286,7	313,7	287,5	270,6	464,5	297,0	473,2	528,8	1.130,3	10.519,7
Dic	308,0	3.708,4	286,2	209,9	288,8	313,0	285,6	282,2	496,4	286,4	480,9	520,9	1.144,9	10.490,8
2002 Ene	308,5	3.690,1	293,2	210,8	287,8	320,2	286,3	281,8	494,5	291,1	459,7	524,8	1.140,5	10.338,5
Feb	297,9	3.537,6	294,9	198,6	288,5	334,0	275,1	279,3	463,7	291,1	406,3	490,1	1.101,5	9.966,9
Mar	315,4	3.739,6	312,9	215,5	296,5	355,0	294,8	299,0	494,4	291,2	429,3	486,3	1.153,3	11.452,5
Abr	310,2	3.657,0	308,6	210,2	302,8	351,5	299,5	299,0	438,6	296,9	409,7	472,1	1.112,0	11.391,6
May	298,2	3.503,5	306,9	204,3	300,7	347,3	293,7	296,7	378,3	290,6	355,9	460,8	1.079,9	11.695,8
Jun	269,8	3.143,1	293,1	187,5	282,1	324,6	263,8	275,3	312,4	273,0	302,4	408,1	1.014,0	10.965,9
Jul	241,2	2.810,6	267,8	160,9	252,1	298,6	229,2	248,8	282,1	244,0	300,4	370,6	905,5	10.352,3
Ago	231,3	2.697,4	243,6	152,9	250,1	290,9	217,4	227,9	258,8	236,7	310,0	376,6	912,6	9.751,2
Sep	211,8	2.450,2	227,2	140,6	241,2	274,0	193,1	215,3	229,0	221,2	283,1	337,0	870,1	9.354,8
2002 Sep 6	224,3	2.618,2	236,3	147,2	249,7	285,3	209,6	223,7	249,5	233,6	299,7	349,6	893,9	9.129,1
13	218,4	2.530,8	233,0	145,1	246,3	280,1	200,8	222,1	239,5	227,6	291,9	340,6	889,8	9.241,9
20	201,6	2.308,0	220,2	135,0	233,7	260,9	180,5	211,0	212,3	209,9	274,8	325,1	845,4	9.481,1
27	201,6	2.343,2	217,7	134,9	236,3	275,6	175,4	203,2	216,5	213,1	267,3	336,0	827,4	9.530,4
Oct 4	191,8	2.224,7	204,6	127,9	235,6	269,7	160,4	186,1	198,3	211,0	265,4	334,2	800,6	9.027,6

#### 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.

**Cuadro 3.4**

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

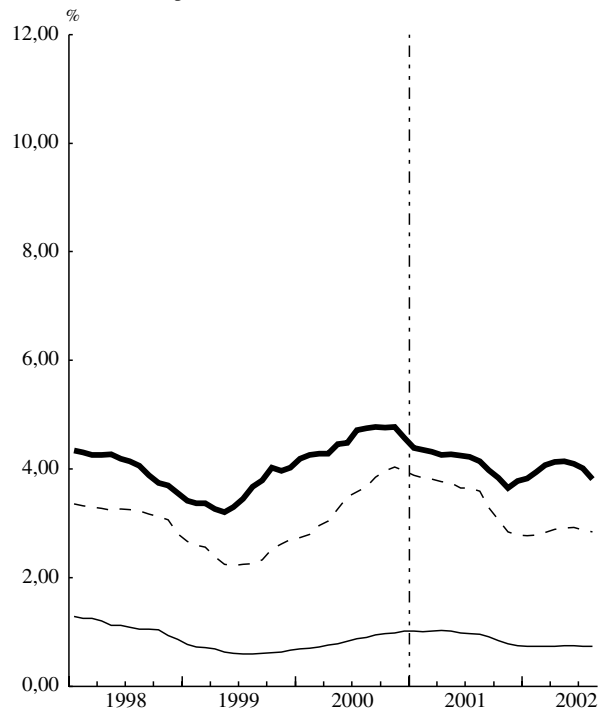
(en porcentaje; medias del período)

	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
1999	0,65	2,44	2,45	3,57	2,15	2,76	5,65	5,10	9,39	5,29
2000	0,85	3,45	3,45	4,52	2,25	3,79	6,60	6,23	9,87	6,34
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	0,94	3,49	3,49	4,12	2,40	3,59	6,83	6,15	10,12	5,97
2001 Ago	0,96	3,59	3,59	4,14	2,40	3,68	6,89	6,19	10,16	5,96
Sep	0,91	3,28	3,28	3,98	2,36	3,33	6,71	6,07	10,08	5,86
Oct	0,84	3,06	3,06	3,84	2,29	3,01	6,46	5,82	9,99	5,65
Nov	0,78	2,84	2,83	3,65	2,19	2,75	6,31	5,71	9,87	5,48
Dic	0,74	2,79	2,78	3,77	2,17	2,79	6,26	5,69	9,81	5,52
2002 Ene	0,73	2,77	2,77	3,83	2,17	2,80	6,18	5,63	9,78	5,53
Feb	0,73	2,78	2,79	3,95	2,15	2,91	6,16	5,75	9,81	5,61
Mar	0,73	2,84	2,84	4,07	2,15	3,00	6,09	5,85	9,76	5,74
Abr	0,74	2,89	2,90	4,13	2,14	3,07	6,17	5,95	9,82	5,81
May	0,74	2,91	2,92	4,15	2,15	3,08	6,20	5,98	9,85	5,82
Jun	0,74	2,93	2,94	4,09	2,13	3,08	6,17	5,92	9,81	5,77
Jul	0,74	2,88	2,89	4,02	2,13	3,02	6,18	5,91	9,81	5,68
Ago	0,73	2,84	2,85	3,81	2,12	2,94	6,17	5,82	9,82	5,53

**Tipos de interés de los depósitos**

(mensual)

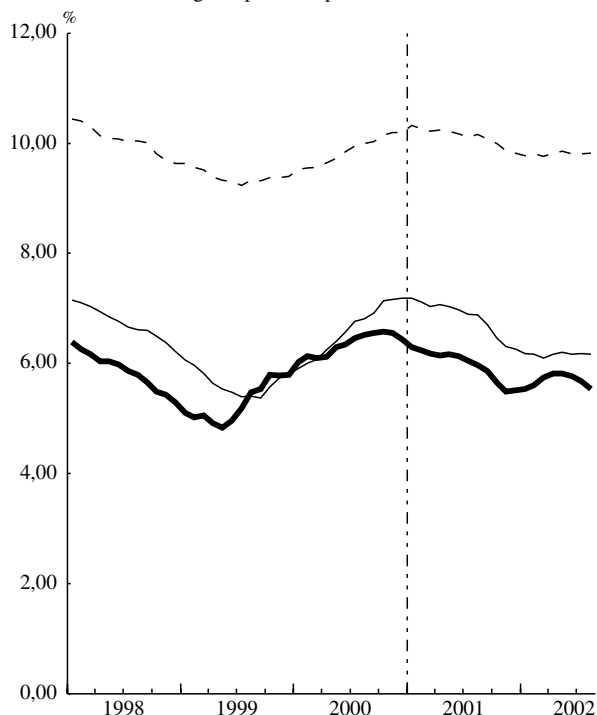
- A la vista
- - - A plazo hasta 1 año
- A plazo más de 2 años



**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 período y saldos a fin de período; valores nominales)

##### 1. A corto plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros <sup>1)</sup>				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
2001 Jul	394,5	386,3	8,2	737,3	370,6	365,2	5,4	649,5	23,9	21,1
Ago	423,4	419,4	4,0	739,8	404,8	400,2	4,6	654,9	18,7	19,2
Sep	397,8	400,2	-2,5	737,6	374,1	376,2	-2,1	653,3	23,7	24,1
Oct	498,8	495,4	3,4	744,1	480,0	470,8	9,3	662,9	18,7	24,6
Nov	486,3	490,6	-4,3	741,5	459,4	466,7	-7,3	655,4	26,9	23,9
Dic	332,2	376,4	-44,2	697,3	307,7	353,4	-45,7	610,7	24,5	22,9
2002 Ene	485,5	453,6	31,9	732,6	464,0	432,6	31,4	643,5	21,5	21,0
Feb	406,3	408,1	-1,8	728,5	386,4	387,2	-0,8	643,9	19,8	20,9
Mar	420,6	402,9	17,7	748,4	399,7	382,9	16,8	662,4	20,9	20,0
Abr	401,5	406,6	-5,1	742,9	376,4	384,0	-7,6	654,9	25,1	22,6
May	399,8	377,7	22,1	764,5	376,3	357,7	18,6	673,1	23,5	20,1
Jun	336,2	341,2	-5,0	760,3	315,4	318,4	-2,9	671,9	20,7	22,8
Jul	403,9	391,8	12,1	766,0	381,1	371,0	10,1	680,3	22,8	20,8

##### 2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros <sup>1)</sup>				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
2001 Jul	145,1	98,5	46,6	6.858,5	125,6	85,6	40,0	6.264,8	19,5	13,0
Ago	93,5	73,9	19,6	6.863,0	78,1	63,5	14,5	6.278,1	15,5	10,4
Sep	124,3	106,7	17,6	6.883,2	108,9	88,5	20,4	6.298,8	15,4	18,2
Oct	144,9	108,4	36,6	6.922,4	123,9	91,5	32,4	6.331,5	21,0	16,8
Nov	142,3	91,9	50,4	6.977,2	115,9	86,5	29,3	6.360,5	26,5	5,4
Dic	123,6	87,4	36,2	7.012,4	113,1	76,9	36,1	6.395,8	10,6	10,5
2002 Ene	174,0	111,5	62,5	7.079,7	156,3	105,5	50,8	6.444,8	17,7	6,0
Feb	142,9	108,9	34,0	7.115,1	130,2	97,2	33,0	6.479,0	12,7	11,7
Mar	164,8	103,2	61,7	7.175,6	143,0	92,1	50,8	6.529,2	21,8	11,0
Abr	126,1	79,8	46,3	7.212,2	115,2	74,6	40,5	6.570,3	10,9	5,2
May	153,7	86,8	66,9	7.266,0	132,2	75,2	57,0	6.628,5	21,6	11,6
Jun	133,3	95,4	38,0	7.281,1	123,3	87,8	35,5	6.660,2	10,1	7,6
Jul	130,4	115,4	15,0	7.307,7	113,9	104,1	9,8	6.673,8	16,5	11,3

##### 3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros <sup>1)</sup>				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
2001 Jul	539,6	484,9	54,8	7.595,9	496,2	450,8	45,4	6.914,2	43,5	34,1
Ago	517,0	493,3	23,7	7.602,9	482,8	463,7	19,1	6.933,0	34,1	29,6
Sep	522,1	507,0	15,1	7.620,7	483,0	464,7	18,3	6.952,1	39,1	42,3
Oct	643,7	603,8	40,0	7.666,5	604,0	562,3	41,6	6.994,3	39,8	41,4
Nov	628,6	582,5	46,1	7.718,7	575,2	553,3	22,0	7.016,0	53,4	29,2
Dic	455,8	463,8	-8,0	7.709,6	420,7	430,3	-9,6	7.006,5	35,0	33,4
2002 Ene	659,5	565,1	94,4	7.812,3	620,3	538,2	82,2	7.088,3	39,2	27,0
Feb	549,1	517,0	32,1	7.843,5	516,6	484,4	32,2	7.123,0	32,5	32,6
Mar	585,4	506,1	79,3	7.924,0	542,7	475,0	67,6	7.191,6	42,8	31,0
Abr	527,6	486,4	41,2	7.955,1	491,6	458,7	32,9	7.225,2	36,1	27,7
May	553,6	464,5	89,0	8.030,5	508,5	432,9	75,6	7.301,6	45,1	31,7
Jun	469,5	436,6	32,9	8.041,3	438,7	406,2	32,6	7.332,2	30,8	30,4
Jul	534,3	507,2	27,1	8.073,8	495,0	475,1	20,0	7.354,1	39,2	32,1

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 <sup>1)</sup>				Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
2,8	87,9	6,2	25,5	-19,3	50,2	376,8	390,7	-13,9	699,7	2001 Jul
-0,6	84,9	9,9	14,7	-4,8	45,4	414,7	415,0	-0,3	700,3	Ago
-0,4	84,2	22,0	12,0	10,0	55,4	396,1	388,1	8,0	708,8	Sep
-5,8	81,3	8,8	20,0	-11,1	44,3	488,9	490,8	-1,9	707,2	Oct
3,1	86,1	16,2	12,9	3,3	47,6	475,5	479,6	-4,1	703,0	Nov
1,5	86,6	17,1	10,2	6,9	54,5	324,8	363,7	-38,8	665,2	Dic
0,5	89,2	11,3	24,2	-12,9	41,6	475,3	456,8	18,5	685,1	2002 Ene
-1,1	84,6	13,4	11,8	1,7	43,3	399,8	398,9	0,9	687,2	Feb
0,9	86,0	24,3	7,9	16,4	59,7	424,0	390,8	33,2	722,1	Mar
2,6	88,0	9,7	28,1	-18,4	41,3	386,1	412,2	-26,1	696,2	Abr
3,5	91,5	13,7	13,4	0,3	41,5	390,0	371,0	18,9	714,6	May
-2,1	88,3	20,9	8,0	12,9	54,4	336,4	326,4	10,0	726,4	Jun
1,9	85,7									Jul

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>				Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
6,6	593,8	15,1	5,8	9,3	830,4	140,7	91,4	49,3	7.095,2	2001 Jul
5,1	584,9	13,0	6,0	7,0	837,6	91,1	69,5	21,6	7.115,7	Ago
-2,8	584,3	8,4	9,0	-0,6	837,0	117,3	97,5	19,8	7.135,8	Sep
4,2	590,9	20,6	4,6	16,0	852,9	144,5	96,1	48,4	7.184,4	Oct
21,1	616,7	30,1	7,4	22,8	875,7	146,0	93,9	52,1	7.236,2	Nov
0,1	616,6	14,2	13,4	0,8	876,5	127,2	90,3	36,9	7.272,3	Dic
11,8	634,9	19,6	6,8	12,7	889,2	175,9	112,4	63,5	7.334,0	2002 Ene
1,0	636,0	19,7	13,9	5,9	895,1	149,9	111,1	38,8	7.374,2	Feb
10,8	646,4	25,4	12,0	13,5	908,6	168,4	104,1	64,3	7.437,8	Mar
5,8	641,9	22,9	7,6	15,4	924,2	138,1	82,2	55,9	7.494,6	Abr
9,9	637,5	26,2	8,2	18,0	942,4	158,4	83,4	75,0	7.570,9	May
2,5	620,8	29,4	10,6	18,8	961,1	152,7	98,4	54,3	7.621,3	Jun
5,2	633,9									Jul

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>				Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
9,4	681,7	21,3	31,3	-9,9	880,6	517,5	482,1	35,4	7.794,9	2001 Jul
4,5	669,9	22,9	20,7	2,2	883,0	505,8	484,5	21,3	7.816,0	Ago
-3,2	668,6	30,4	21,0	9,4	892,4	513,4	485,7	27,7	7.844,6	Sep
-1,7	672,2	29,5	24,6	4,9	897,2	633,4	586,9	46,5	7.891,6	Oct
24,1	702,7	46,3	20,2	26,0	923,3	621,5	573,5	48,0	7.939,2	Nov
1,6	703,2	31,3	23,7	7,7	931,0	452,1	454,0	-1,9	7.937,4	Dic
12,2	724,1	30,9	31,0	-0,1	930,8	651,2	569,2	82,0	8.019,1	2002 Ene
-0,1	720,6	33,2	25,6	7,5	938,4	549,7	510,0	39,7	8.061,4	Feb
11,7	732,4	49,8	19,9	29,9	968,3	592,4	494,9	97,5	8.159,9	Mar
8,3	729,9	32,6	35,7	-3,0	965,5	524,2	494,4	29,9	8.190,7	Abr
13,4	728,9	39,9	21,6	18,3	983,9	548,4	454,5	93,9	8.285,5	May
0,4	709,2	50,3	18,6	31,7	1.015,5	489,0	424,8	64,2	8.347,7	Jun
7,1	719,6									Jul



### Cuadro 3.6

#### Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión, residencia y sector emisor<sup>1)</sup>

(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
2001 Jul	649,5	258,7	5,1	101,3	280,8	3,6	50,2	25,3	17,3	6,7
Ago	654,9	254,3	4,4	106,8	285,9	3,6	45,4	23,1	15,7	5,8
Sep	653,3	251,6	4,1	106,4	287,5	3,7	55,4	27,1	22,2	5,5
Oct	662,9	261,4	3,8	110,3	284,0	3,4	44,3	23,3	16,4	4,0
Nov	655,4	250,7	3,9	106,1	291,2	3,6	47,6	23,6	19,4	3,4
Dic	610,7	240,3	3,4	95,4	267,4	4,1	54,5	23,8	24,4	4,4
2002 Ene	643,5	257,4	3,7	100,1	278,8	3,5	41,6	18,8	18,9	3,1
Feb	643,9	251,8	3,9	98,1	286,7	3,5	43,3	19,9	19,0	3,6
Mar	662,4	258,9	4,3	96,9	299,0	3,3	59,7	26,4	26,2	6,4
Abr	654,9	256,2	4,5	92,4	298,8	3,0	41,3	18,2	18,5	3,8
May	673,1	262,5	3,7	89,6	314,3	3,0	41,5	18,3	19,0	3,5
Jun	671,9	260,6	3,8	81,9	322,5	3,0	54,4	21,3	27,6	4,4
Jul	680,3	265,1	4,2	86,0	321,7	3,4				

##### 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
2001 Jul	6.264,8	2.291,1	308,8	320,8	3.228,7	115,4	830,4	219,2	263,2	93,2
Ago	6.278,1	2.291,1	311,8	327,4	3.229,6	118,3	837,6	220,3	270,2	93,9
Sep	6.298,8	2.297,5	315,9	325,9	3.237,2	122,4	837,0	221,1	271,0	93,3
Oct	6.331,5	2.313,0	326,7	323,5	3.240,8	127,5	852,9	224,1	277,4	95,3
Nov	6.360,5	2.315,5	335,1	339,8	3.240,9	129,2	875,7	228,3	288,9	99,7
Dic	6.395,8	2.318,0	364,1	345,0	3.238,3	130,4	876,5	230,5	288,5	100,8
2002 Ene	6.444,8	2.322,8	369,4	350,3	3.269,0	133,4	889,2	230,7	292,1	104,2
Feb	6.479,0	2.344,2	374,0	353,5	3.274,3	133,0	895,1	234,2	295,0	105,1
Mar	6.529,2	2.365,3	379,4	353,9	3.293,1	137,6	908,6	236,6	305,7	106,8
Abr	6.570,3	2.374,4	389,6	359,2	3.305,1	142,2	924,2	239,3	311,2	107,3
May	6.628,5	2.388,3	406,8	364,5	3.321,2	147,7	942,4	242,8	318,1	110,1
Jun	6.660,2	2.398,0	411,3	367,9	3.332,9	150,1	961,1	250,0	331,8	109,8
Jul	6.673,8	2.395,1	420,0	369,8	3.329,9	159,1				

##### 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
2001 Jul	6.914,2	2.549,7	313,9	422,1	3.509,6	119,0	880,6	244,5	280,4	99,9
Ago	6.933,0	2.545,4	316,2	434,1	3.515,5	121,8	883,0	243,4	285,9	99,7
Sep	6.952,1	2.549,0	320,0	432,3	3.524,7	126,1	892,4	248,2	293,1	98,8
Oct	6.994,3	2.574,4	330,5	433,8	3.524,8	130,8	897,2	247,4	293,8	99,3
Nov	7.016,0	2.566,2	339,0	445,9	3.532,1	132,8	923,3	251,8	308,3	103,1
Dic	7.006,5	2.558,3	367,6	440,4	3.505,6	134,6	931,0	254,4	312,9	105,2
2002 Ene	7.088,3	2.580,2	373,0	450,4	3.547,8	136,9	930,8	249,5	311,0	107,4
Feb	7.123,0	2.596,0	377,9	451,6	3.561,0	136,5	938,4	254,1	314,0	108,7
Mar	7.191,6	2.624,2	383,6	450,8	3.592,1	140,9	968,3	262,9	331,9	113,2
Abr	7.225,2	2.630,6	394,1	451,6	3.603,8	145,2	965,5	257,5	329,7	111,1
May	7.301,6	2.650,9	410,5	454,1	3.635,5	150,7	983,9	261,2	337,1	113,6
Jun	7.332,2	2.658,7	415,1	449,8	3.655,4	153,1	1.015,5	271,3	359,3	114,3
Jul	7.354,1	2.660,2	424,2	455,7	3.651,6	162,5				

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	0,7	0,0	699,7	284,0	22,3	108,0	281,0	4,3	0,0	2001 Jul
0,1	0,6	0,0	700,3	277,4	20,1	112,6	286,0	4,2	0,0	Ago
0,1	0,5	0,1	708,8	278,6	26,3	111,9	287,7	4,2	0,1	Sep
0,1	0,3	0,2	707,2	284,6	20,2	114,3	284,2	3,7	0,2	Oct
0,1	0,4	0,6	703,0	274,3	23,3	109,4	291,3	4,0	0,6	Nov
0,1	0,5	1,3	665,2	264,1	27,8	99,8	267,5	4,7	1,3	Dic
0,1	0,4	0,2	685,1	276,2	22,6	103,2	279,0	4,0	0,2	2002 Ene
0,1	0,3	0,4	687,2	271,7	22,9	101,6	286,8	3,8	0,4	Feb
0,1	0,2	0,4	722,1	285,2	30,5	103,3	299,2	3,5	0,4	Mar
0,1	0,2	0,5	696,2	274,4	23,0	96,2	298,9	3,2	0,5	Abr
0,1	0,2	0,4	714,6	280,9	22,7	93,0	314,4	3,2	0,4	May
0,2	0,5	0,5	726,4	282,0	31,4	86,3	322,7	3,5	0,5	Jun
										Jul

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	
94,0	46,1	114,7	7.095,2	2.510,3	572,0	414,0	3.322,7	161,5	114,7	2001 Jul
93,8	46,0	113,4	7.115,7	2.511,4	581,9	421,3	3.323,4	164,3	113,4	Ago
92,0	46,0	113,6	7.135,8	2.518,5	586,9	419,2	3.329,1	168,4	113,6	Sep
91,8	51,3	113,0	7.184,4	2.537,1	604,2	418,8	3.332,6	178,7	113,0	Oct
91,5	51,7	115,7	7.236,2	2.543,7	624,0	439,5	3.332,4	180,9	115,7	Nov
92,1	51,7	112,9	7.272,3	2.548,5	652,6	445,8	3.330,4	182,1	112,9	Dic
91,3	56,5	114,4	7.334,0	2.553,5	661,5	454,5	3.360,3	189,8	114,4	2002 Ene
92,0	56,3	112,5	7.374,2	2.578,4	669,0	458,6	3.366,4	189,3	112,5	Feb
92,2	56,3	111,1	7.437,8	2.601,9	685,1	460,7	3.385,2	193,8	111,1	Mar
94,1	61,3	111,0	7.494,6	2.613,7	700,8	466,5	3.399,2	203,5	111,0	Abr
95,1	61,2	115,1	7.570,9	2.631,2	725,0	474,6	3.416,3	208,8	115,1	May
93,2	61,6	114,7	7.621,3	2.648,0	743,1	477,7	3.426,1	211,7	114,7	Jun
										Jul

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	
94,2	46,9	114,8	7.794,9	2.794,2	594,3	522,0	3.603,8	165,8	114,8	2001 Jul
93,9	46,6	113,5	7.816,0	2.788,8	602,0	533,9	3.609,4	168,4	113,5	Ago
92,1	46,5	113,7	7.844,6	2.797,2	613,2	531,1	3.616,8	172,6	113,7	Sep
92,0	51,6	113,2	7.891,6	2.821,7	624,3	533,1	3.616,8	182,4	113,2	Oct
91,6	52,1	116,3	7.939,2	2.818,0	647,3	549,0	3.623,7	184,9	116,3	Nov
92,2	52,2	114,1	7.937,4	2.812,6	680,4	545,6	3.597,9	186,7	114,1	Dic
91,4	56,9	114,6	8.019,1	2.829,6	684,1	557,7	3.639,2	193,8	114,6	2002 Ene
92,2	56,6	112,9	8.061,4	2.850,0	691,9	560,3	3.653,2	193,1	112,9	Feb
92,3	56,5	111,5	8.159,9	2.887,1	715,6	563,9	3.684,4	197,4	111,5	Mar
94,2	61,5	111,5	8.190,7	2.888,1	723,8	562,7	3.698,0	206,7	111,5	Abr
95,2	61,4	115,5	8.285,5	2.912,0	747,7	567,6	3.730,6	212,1	115,5	May
93,4	62,1	115,2	8.347,7	2.929,9	774,5	564,0	3.748,8	215,2	115,2	Jun
										Jul

**Cuadro 3.6 (cont.)**
**Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión, residencia y sector emisor<sup>1)</sup>**
*(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; 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
2001 Jul	370,6	245,1	2,3	75,7	44,9	2,6	6,2	2,8	2,8	0,6
Ago	404,8	287,4	1,6	69,0	45,3	1,5	9,9	4,8	4,1	0,9
Sep	374,1	269,5	2,2	66,4	34,3	1,8	22,0	8,0	11,4	2,2
Oct	480,0	345,9	2,0	85,9	45,1	1,1	8,8	3,0	4,7	0,9
Nov	459,4	347,2	2,3	66,4	42,2	1,3	16,2	6,4	7,9	1,1
Dic	307,7	228,5	1,3	52,6	23,4	1,9	17,1	6,6	8,4	1,3
2002 Ene	464,0	327,5	2,1	71,2	61,3	2,0	11,3	5,0	5,0	1,1
Feb	386,4	268,0	2,6	66,0	47,9	1,9	13,4	5,0	6,5	1,5
Mar	399,7	286,5	2,2	60,1	49,0	1,8	24,3	10,7	10,1	3,3
Abr	376,4	254,9	2,5	63,4	53,8	1,8	9,7	4,4	4,1	0,9
May	376,3	253,2	2,1	62,3	57,0	1,6	13,7	5,2	7,0	1,2
Jun	315,4	206,6	2,5	51,6	52,5	2,2	20,9	6,3	12,3	1,8
Jul	381,1	258,9	1,9	65,6	52,6	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
2001 Jul	125,6	53,3	20,9	6,1	42,6	2,7	15,1	4,8	7,3	2,3
Ago	78,1	29,9	7,7	7,7	29,6	3,1	13,0	3,4	8,6	0,9
Sep	108,9	35,9	7,3	2,3	58,8	4,6	8,4	4,8	3,0	0,2
Oct	123,9	58,7	14,1	4,5	40,8	5,8	20,6	4,4	7,9	2,3
Nov	115,9	48,0	11,9	17,5	35,8	2,7	30,1	6,0	12,8	4,6
Dic	113,1	43,0	35,7	9,1	23,0	2,2	14,2	6,4	4,0	2,2
2002 Ene	156,3	47,5	11,1	6,5	88,0	3,2	19,6	4,1	4,5	3,7
Feb	130,2	54,6	8,8	8,2	57,5	1,1	19,7	8,2	8,2	1,3
Mar	143,0	56,4	9,0	2,8	69,4	5,3	25,4	8,6	12,1	3,3
Abr	115,2	44,1	12,9	8,0	45,2	4,9	22,9	5,1	7,7	1,1
May	132,2	41,0	21,8	7,5	55,3	6,6	26,2	5,7	10,0	3,2
Jun	123,3	48,6	13,5	7,0	51,3	2,9	29,4	9,9	17,2	0,7
Jul	113,9	37,1	13,6	5,7	48,2	9,4				

**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
2001 Jul	496,2	298,3	23,2	81,9	87,5	5,2	21,3	7,6	10,1	2,9
Ago	482,8	317,3	9,3	76,6	74,9	4,6	22,9	8,2	12,7	1,7
Sep	483,0	305,4	9,4	68,7	93,1	6,4	30,4	12,7	14,3	2,4
Oct	604,0	404,6	16,1	90,3	86,0	6,9	29,5	7,5	12,6	3,2
Nov	575,2	395,3	14,2	83,9	78,0	4,0	46,3	12,5	20,7	5,7
Dic	420,7	271,5	37,0	61,7	46,4	4,1	31,3	13,0	12,4	3,6
2002 Ene	620,3	375,0	13,2	77,6	149,3	5,2	30,9	9,1	9,5	4,8
Feb	516,6	322,6	11,3	74,2	105,4	3,0	33,2	13,2	14,7	2,9
Mar	542,7	342,9	11,3	62,9	118,4	7,1	49,8	19,3	22,2	6,6
Abr	491,6	299,0	15,4	71,4	99,0	6,7	32,6	9,5	11,7	2,0
May	508,5	294,2	24,0	69,8	112,3	8,2	39,9	10,9	17,0	4,4
Jun	438,7	255,2	15,9	58,7	103,8	5,2	50,3	16,3	29,5	2,5
Jul	495,0	296,0	15,4	71,2	100,8	11,6				

*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	
0,0	0,0	0,0	376,8	247,8	5,1	76,4	44,9	2,6	0,0	2001 Jul
0,1	0,0	0,0	414,7	292,2	5,7	69,8	45,4	1,5	0,0	Ago
0,1	0,4	0,0	396,1	277,5	13,5	68,6	34,3	2,1	0,0	Sep
0,0	0,0	0,2	488,9	349,0	6,7	86,7	45,1	1,2	0,2	Oct
0,1	0,2	0,4	475,5	353,7	10,2	67,5	42,3	1,5	0,4	Nov
0,0	0,1	0,7	324,8	235,0	9,7	53,9	23,4	2,0	0,7	Dic
0,1	0,0	0,1	475,3	332,5	7,1	72,2	61,5	2,0	0,1	2002 Ene
0,0	0,1	0,2	399,8	273,1	9,1	67,6	47,9	2,0	0,2	Feb
0,0	0,1	0,1	424,0	297,2	12,4	63,4	49,0	1,9	0,1	Mar
0,1	0,0	0,2	386,1	259,3	6,6	64,3	53,9	1,8	0,2	Abr
0,0	0,0	0,1	390,0	258,4	9,1	63,6	57,0	1,6	0,1	May
0,0	0,3	0,1	336,4	213,0	14,8	53,4	52,5	2,6	0,1	Jun
										Jul

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	
0,5	0,1	0,0	140,7	58,1	28,3	8,4	43,2	2,7	0,0	2001 Jul
0,1	0,0	0,0	91,1	33,3	16,3	8,5	29,7	3,2	0,0	Ago
0,1	0,0	0,4	117,3	40,7	10,2	2,5	58,9	4,6	0,4	Sep
0,2	5,4	0,4	144,5	63,1	22,0	6,8	41,1	11,2	0,4	Oct
1,0	0,5	5,1	146,0	54,1	24,7	22,1	36,8	3,2	5,1	Nov
1,3	0,1	0,1	127,2	49,4	39,7	11,3	24,3	2,3	0,1	Dic
0,0	5,1	2,1	175,9	51,6	15,6	10,2	88,0	8,3	2,1	2002 Ene
1,5	0,3	0,3	149,9	62,8	17,0	9,5	59,0	1,4	0,3	Feb
0,8	0,5	0,3	168,4	65,0	21,1	6,1	70,2	5,8	0,3	Mar
3,3	5,1	0,7	138,1	49,2	20,6	9,1	48,5	10,0	0,7	Abr
2,0	0,1	5,3	158,4	46,7	31,9	10,6	57,2	6,7	5,3	May
0,1	0,7	0,7	152,7	58,5	30,6	7,7	51,4	3,7	0,7	Jun
										Jul

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	
0,6	0,1	0,1	517,5	305,9	33,4	84,8	88,1	5,3	0,1	2001 Jul
0,2	0,0	0,1	505,8	325,5	22,0	78,4	75,1	4,7	0,1	Ago
0,2	0,4	0,4	513,4	318,1	23,8	71,1	93,2	6,7	0,4	Sep
0,2	5,4	0,5	633,4	412,1	28,7	93,5	86,2	12,3	0,5	Oct
1,1	0,8	5,6	621,5	407,7	34,9	89,6	79,1	4,7	5,6	Nov
1,3	0,3	0,8	452,1	284,5	49,4	65,3	47,8	4,3	0,8	Dic
0,1	5,1	2,2	651,2	384,1	22,7	82,4	149,5	10,3	2,2	2002 Ene
1,5	0,4	0,5	549,7	335,9	26,1	77,1	106,9	3,3	0,5	Feb
0,8	0,5	0,4	592,4	362,2	33,5	69,5	119,2	7,6	0,4	Mar
3,3	5,1	0,9	524,2	308,5	27,2	73,4	102,3	11,8	0,9	Abr
2,0	0,1	5,5	548,4	305,1	41,0	74,2	114,3	8,3	5,5	May
0,2	1,0	0,9	489,0	271,5	45,4	61,2	103,9	6,2	0,9	Jun
										Jul

### Cuadro 3.6 (cont.)

#### Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión, residencia y sector emisor<sup>1)</sup>

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

#### Emissiones 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
2001 Jul	5,4	-3,7	-0,2	3,7	4,0	1,6	-19,3	-6,7	-7,4	-4,8
Ago	4,6	-5,2	-0,7	5,5	5,0	0,0	-4,8	-2,2	-1,6	-0,9
Sep	-2,1	-3,2	-0,3	-0,4	1,7	0,1	10,0	4,0	6,5	-0,3
Oct	9,3	9,6	-0,4	3,8	-3,5	-0,3	-11,1	-3,8	-5,8	-1,5
Nov	-7,3	-10,7	0,1	-4,1	7,1	0,2	3,3	0,3	3,0	-0,6
Dic	-45,7	-11,4	-0,5	-10,5	-23,8	0,6	6,9	0,2	5,0	1,0
2002 Ene	31,4	15,7	0,2	4,6	11,4	-0,6	-12,9	-5,0	-5,5	-1,3
Feb	-0,8	-6,6	0,2	-2,2	7,8	0,0	1,7	1,1	0,1	0,5
Mar	16,8	5,4	0,4	-1,1	12,4	-0,2	16,4	6,5	7,2	2,8
Abr	-7,6	-2,8	0,2	-4,5	-0,3	-0,3	-18,4	-8,1	-7,7	-2,6
May	18,6	6,8	-0,8	-2,9	15,5	0,0	0,3	0,1	0,5	-0,3
Jun	-2,9	-3,5	0,1	-7,9	8,3	0,0	12,9	3,0	8,6	1,0
Jul	10,1	6,3	0,3	4,0	-0,8	0,3				

##### 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
2001 Jul	40,0	20,6	17,3	2,1	-2,2	2,1	9,3	2,5	5,6	2,0
Ago	14,5	1,2	2,9	6,6	0,9	2,9	7,0	1,1	6,9	0,7
Sep	20,4	6,0	4,2	-1,4	7,5	4,2	-0,6	0,8	0,8	-0,6
Oct	32,4	15,3	10,8	-2,4	3,7	5,1	16,0	3,0	6,5	2,0
Nov	29,3	2,1	8,4	16,9	0,1	1,8	22,8	4,2	11,5	4,4
Dic	36,1	3,4	29,1	5,1	-2,6	1,2	0,8	2,3	-0,4	1,1
2002 Ene	50,8	6,4	5,2	5,4	30,7	2,9	12,7	0,1	3,6	3,4
Feb	33,0	20,1	4,6	3,2	5,4	-0,4	5,9	3,5	2,8	0,9
Mar	50,8	21,8	5,4	0,4	18,7	4,6	13,5	2,4	10,7	1,7
Abr	40,5	8,5	10,2	5,3	12,0	4,6	15,4	2,7	5,5	0,5
May	57,0	12,7	17,3	5,4	16,1	5,5	18,0	3,6	6,9	2,8
Jun	35,5	13,8	4,2	3,4	11,7	2,4	18,8	7,1	13,7	-0,3
Jul	9,8	-5,7	7,8	1,9	-3,0	8,9				

##### 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
2001 Jul	45,4	17,0	17,1	5,8	1,7	3,7	-9,9	-4,2	-1,8	-2,8
Ago	19,1	-4,0	2,3	12,1	5,9	2,8	2,2	-1,1	5,3	-0,2
Sep	18,3	2,8	3,9	-1,8	9,2	4,3	9,4	4,7	7,3	-0,9
Oct	41,6	24,9	10,4	1,4	0,2	4,7	4,9	-0,8	0,7	0,5
Nov	22,0	-8,5	8,5	12,7	7,2	2,0	26,0	4,5	14,5	3,7
Dic	-9,6	-8,1	28,6	-5,4	-26,4	1,7	7,7	2,5	4,5	2,1
2002 Ene	82,2	22,2	5,5	10,0	42,1	2,3	-0,1	-4,9	-1,8	2,2
Feb	32,2	13,5	4,8	1,0	13,2	-0,4	7,5	4,6	2,9	1,3
Mar	67,6	27,2	5,8	-0,8	31,1	4,3	29,9	8,9	17,9	4,5
Abr	32,9	5,6	10,4	0,8	11,7	4,3	-3,0	-5,4	-2,2	-2,1
May	75,6	19,6	16,5	2,5	31,6	5,5	18,3	3,7	7,4	2,5
Jun	32,6	10,3	4,4	-4,5	20,0	2,5	31,7	10,1	22,2	0,7
Jul	20,0	0,6	8,1	5,9	-3,9	9,2				

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	
0,0	-0,1	-0,2	-13,9	-10,4	-7,6	-1,1	3,9	1,5	-0,2	2001 Jul
0,0	-0,1	0,0	-0,3	-7,4	-2,2	4,6	5,0	-0,2	0,0	Ago
0,0	-0,1	0,0	8,0	0,8	6,2	-0,7	1,7	0,0	0,0	Sep
0,0	-0,2	0,1	-1,9	5,8	-6,1	2,3	-3,5	-0,5	0,1	Oct
0,0	0,1	0,4	-4,1	-10,4	3,2	-4,7	7,1	0,4	0,4	Nov
0,0	0,1	0,7	-38,8	-11,2	4,5	-9,5	-23,9	0,6	0,7	Dic
0,0	-0,1	-1,1	18,5	10,7	-5,2	3,3	11,5	-0,7	-1,1	2002 Ene
0,0	-0,2	0,2	0,9	-5,5	0,3	-1,7	7,8	-0,2	0,2	Feb
0,0	0,0	0,0	33,2	11,9	7,6	1,6	12,4	-0,3	0,0	Mar
-0,1	0,0	0,1	-26,1	-10,9	-7,5	-7,1	-0,3	-0,3	0,1	Abr
0,0	0,0	-0,1	18,9	6,9	-0,3	-3,2	15,5	0,0	-0,1	May
0,0	0,3	0,1	10,0	-0,5	8,7	-6,9	8,3	0,3	0,1	Jun
										Jul

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	
-0,5	0,0	-0,4	49,3	23,2	22,9	4,1	-2,7	2,1	-0,4	2001 Jul
-0,2	-0,1	-1,3	21,6	2,3	9,8	7,3	0,6	2,8	-1,3	Ago
-1,8	0,0	0,2	19,8	6,8	5,0	-2,0	5,7	4,2	0,2	Sep
-0,1	5,3	-0,6	48,4	18,3	17,3	-0,4	3,5	10,3	-0,6	Oct
-0,4	0,4	2,7	52,1	6,3	19,9	21,2	-0,3	2,2	2,7	Nov
0,6	0,0	-2,8	36,9	5,7	28,6	6,2	-2,0	1,2	-2,8	Dic
-0,8	4,8	1,5	63,5	6,6	8,8	8,9	29,9	7,8	1,5	2002 Ene
0,7	-0,2	-1,9	38,8	23,6	7,4	4,1	6,1	-0,5	-1,9	Feb
0,1	0,0	-1,4	64,3	24,2	16,1	2,1	18,8	4,5	-1,4	Mar
1,8	5,0	-0,1	55,9	11,1	15,6	5,8	13,8	9,6	-0,1	Abr
0,9	-0,1	4,1	75,0	16,3	24,1	8,1	17,0	5,4	4,1	May
-1,9	0,5	-0,3	54,3	20,9	17,9	3,1	9,8	2,9	-0,3	Jun
										Jul

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	
-0,5	0,0	-0,6	35,4	12,8	15,3	3,0	1,3	3,7	-0,6	2001 Jul
-0,3	-0,2	-1,3	21,3	-5,1	7,6	11,9	5,6	2,6	-1,3	Ago
-1,8	-0,1	0,2	27,7	7,5	11,2	-2,7	7,4	4,2	0,2	Sep
-0,2	5,1	-0,5	46,5	24,1	11,2	1,9	0,0	9,8	-0,5	Oct
-0,3	0,5	3,1	48,0	-4,1	23,1	16,5	6,9	2,6	3,1	Nov
0,6	0,0	-2,2	-1,9	-5,5	33,1	-3,3	-25,9	1,8	-2,2	Dic
-0,8	4,7	0,5	82,0	17,3	3,6	12,2	41,4	7,1	0,5	2002 Ene
0,7	-0,3	-1,7	39,7	18,1	7,7	2,3	14,0	-0,7	-1,7	Feb
0,1	-0,1	-1,4	97,5	36,1	23,7	3,7	31,2	4,3	-1,4	Mar
1,8	5,0	0,0	29,9	0,2	8,2	-1,3	13,5	9,3	0,0	Abr
0,9	-0,1	4,0	93,9	23,2	23,8	5,0	32,5	5,3	4,0	May
-1,8	0,7	-0,3	64,2	20,4	26,6	-3,8	18,2	3,2	-0,3	Jun
										Jul

## 4 IAPC y otros precios en la zona del euro

**Cuadro 4.1**

### Índice Armonizado de Precios de Consumo

(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 (%) <sup>1)</sup>	100,0	100,0	61,1	61,1	38,9	38,9	100,0	100,0	61,1	38,9
	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	105,5	2,7	107,8	1,7	-	-	-	-
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	108,9	2,5	108,1	2,5	110,4	2,5	-	-	-	-
2001 III	109,2	2,4	108,2	2,3	111,2	2,5	109,2	0,3	108,5	110,8
IV	109,5	2,1	108,6	1,7	111,2	2,8	109,6	0,3	108,6	111,6
2002 I	110,4	2,6	109,1	2,2	112,6	3,1	110,4	0,8	109,3	112,6
II	111,5	2,1	110,3	1,4	113,5	3,2	111,1	0,6	109,9	113,6
2001 Oct	109,5	2,3	108,7	2,0	111,1	2,8	109,6	0,1	108,7	111,4
Nov	109,5	2,1	108,5	1,5	111,1	2,7	109,6	0,0	108,5	111,6
Dic	109,6	2,0	108,6	1,6	111,5	2,8	109,7	0,1	108,6	111,9
2002 Ene	110,1	2,7	108,9	2,4	112,2	3,0	110,3	0,5	109,2	112,3
Feb	110,2	2,5	108,8	2,1	112,7	3,0	110,3	0,1	109,2	112,6
Mar	110,8	2,5	109,7	2,0	113,0	3,2	110,7	0,3	109,5	113,0
Abr	111,4	2,4	110,4	2,0	113,2	3,0	111,0	0,3	110,0	113,1
May	111,5	2,0	110,4	1,3	113,6	3,3	111,2	0,2	109,9	113,7
Jun	111,5	1,8	110,2	1,0	113,9	3,2	111,2	0,0	109,7	113,9
Jul	111,3	1,9	109,4	1,2	114,8	3,2	111,3	0,1	109,8	114,1
Ago	111,4	2,1	109,4	1,4	115,0	3,3	111,5	0,2	109,9	114,4
Sep <sup>2)</sup>	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.

#### 2. Desglose de bienes y servicios

	Bienes						Servicios				
	Alimentos <sup>3)</sup>			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunica- ciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados <sup>3)</sup>	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía					
Ponderación sobre el total (%) <sup>1)</sup>	20,4	12,3	8,1	40,7	32,0	8,7	9,7	6,3	2,5	14,3	6,1
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
1998	1,6	1,4	2,0	0,2	0,9	-2,6	2,3	1,7	-1,0	2,2	1,8
1999	0,6	0,9	0,0	1,0	0,7	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
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001	4,5	2,8	7,0	1,5	1,1	2,7	1,9	3,5	-2,8	3,3	2,6
2001 III	5,1	3,3	7,9	1,0	0,9	1,1	1,9	3,7	-2,5	3,2	2,7
IV	4,7	3,5	6,7	0,2	1,6	-4,1	2,0	3,8	-1,8	3,6	2,9
2002 I	4,9	3,5	7,0	0,9	1,8	-2,1	2,3	3,6	-1,2	4,0	3,2
II	2,8	3,1	2,4	0,7	1,7	-2,4	2,4	3,4	-0,8	4,2	3,3
2001 Oct	5,0	3,5	7,5	0,5	1,5	-2,7	2,0	3,8	-1,7	3,6	2,9
Nov	4,5	3,4	6,2	0,0	1,6	-5,0	2,0	3,7	-2,0	3,5	2,9
Dic	4,6	3,5	6,3	0,2	1,6	-4,6	2,0	4,0	-1,7	3,6	2,9
2002 Ene	5,6	3,8	8,4	0,9	1,7	-1,9	2,2	3,6	-1,2	3,9	3,1
Feb	4,8	3,3	7,1	0,7	1,9	-2,9	2,2	3,5	-1,2	4,0	3,2
Mar	4,2	3,3	5,5	1,0	1,8	-1,6	2,3	3,7	-1,0	4,2	3,2
Abr	3,6	3,2	4,1	1,2	1,8	-0,5	2,5	3,2	-0,9	3,8	3,3
May	2,7	3,1	2,1	0,6	1,7	-2,9	2,4	3,5	-0,7	4,4	3,4
Jun	2,3	3,1	1,1	0,3	1,6	-3,6	2,4	3,5	-0,8	4,3	3,3
Jul	2,1	2,9	0,9	0,7	1,5	-1,7	2,5	3,5	-0,8	4,2	3,4
Ago	2,3	2,9	1,3	0,9	1,4	-0,5	2,5	3,9	-0,7	4,3	3,5
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Referido al índice del período 2002.

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

3) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

## Cuadro 4.2

### Otros indicadores de precios

#### 1. Precios industriales y de mercancías

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Precios de producción industrial											Precios en el mercado mundial de materias primas <sup>1)</sup>	Precios del petróleo <sup>2)</sup> (euros por barril)			
	Industria, excluida construcción <sup>3)</sup>										Energía			Construcción <sup>4)</sup>	Manu- facturas	
	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Total, excluida energía							
	Índice, 1995=100		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo										
1	2	3	4	5	Total	Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	100,3	0,3	0,3	-1,8	1,4	1,7	2,0	1,7	0,9	1,4	0,9	6,0	-7,5	16,0		
1997	101,4	1,1	0,6	0,2	0,3	1,1	0,6	1,2	3,2	1,3	0,8	10,7	14,6	17,0		
1998	100,6	-0,8	0,2	-0,4	0,6	0,5	0,8	0,5	-5,2	0,3	-0,6	-21,0	-12,5	12,0		
1999	100,2	-0,4	-0,6	-1,5	0,2	-0,1	0,7	-0,2	0,5	1,2	0,2	15,8	-5,9	17,1		
2000	105,7	5,5	2,6	5,0	0,6	1,5	1,4	1,6	19,0	2,4	5,2	50,8	16,7	31,0		
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001	108,2	2,1	1,8	1,2	1,0	3,0	2,1	3,1	2,6	2,2	1,2	-8,8	-7,6	27,8		
2001 III	108,3	1,4	1,5	0,2	1,2	3,0	2,2	3,1	0,5	2,4	0,6	-11,3	-10,4	29,0		
IV	107,2	-1,0	0,7	-1,2	1,1	2,4	1,9	2,4	-8,2	1,3	-1,5	-28,8	-15,6	22,4		
2002 I	107,4	-0,9	0,3	-1,6	1,2	1,6	1,8	1,6	-5,0	2,0	-0,7	-10,5	-3,6	24,6		
II	108,0	-0,8	0,3	-0,8	1,1	1,0	1,5	1,0	-5,0	1,9	-0,4	-8,7	-5,5	27,8		
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-4,2	-1,7	27,2		
2001 Sep	108,3	0,6	1,2	-0,3	1,2	2,8	2,0	2,9	-2,3	.	-0,2	-20,7	-18,1	28,8		
Oct	107,6	-0,7	0,9	-0,9	1,1	2,6	1,9	2,6	-7,4	.	-1,3	-30,2	-19,3	23,8		
Nov	107,1	-1,3	0,6	-1,3	1,0	2,4	1,9	2,5	-9,6	.	-1,8	-34,1	-15,1	21,7		
Dic	106,9	-1,0	0,5	-1,5	1,1	2,1	2,0	2,2	-7,4	.	-1,5	-20,6	-12,3	21,5		
2002 Ene	107,2	-0,8	0,4	-1,6	1,2	2,1	1,9	2,1	-5,5	.	-0,7	-14,4	-6,5	22,6		
Feb	107,2	-1,0	0,2	-1,7	1,2	1,6	1,7	1,6	-5,7	.	-0,9	-15,2	-4,0	23,5		
Mar	107,7	-0,8	0,2	-1,5	1,2	1,2	1,7	1,2	-4,0	.	-0,5	-1,6	-0,3	27,9		
Abr	108,0	-0,7	0,3	-1,1	1,0	1,2	1,6	1,1	-4,0	.	-0,2	-1,2	-1,4	29,3		
May	108,0	-0,9	0,3	-0,9	1,1	1,0	1,6	0,9	-5,1	.	-0,5	-9,5	-6,8	28,1		
Jun	107,9	-1,0	0,4	-0,5	1,0	0,9	1,4	0,8	-5,9	.	-0,6	-14,9	-8,4	25,8		
Jul	107,9	-0,4	0,6	0,0	0,9	1,1	1,2	1,0	-3,8	.	0,0	-10,2	-7,9	25,9		
Ago	108,0	-0,2	0,7	0,1	0,9	1,0	1,3	0,9	-2,7	.	0,3	-4,3	-1,3	27,0		
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4	4,7	28,9		

#### 2. Deflatores del producto interior bruto<sup>5)</sup>

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

	Total		Demanda interior				Exportaciones <sup>6)</sup>	Importaciones <sup>6)</sup>
	Índice, 1995=100							
				Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
15	16	17	18	19	20	21	22	
1996	102,0	2,0	2,1	2,4	2,2	0,9	0,8	0,8
1997	103,6	1,5	1,7	2,0	1,3	1,0	1,8	2,6
1998	105,3	1,7	1,2	1,4	1,2	0,9	-0,1	-1,5
1999	106,5	1,1	1,2	1,1	2,0	0,8	-0,5	-0,2
2000	107,9	1,3	2,5	2,2	2,6	2,6	4,6	8,2
2000 II	107,7	1,2	2,4	1,9	2,5	2,6	4,5	8,3
III	108,2	1,4	2,5	2,3	2,6	2,6	5,0	8,1
IV	108,4	1,5	2,6	2,5	2,6	3,0	5,3	8,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	110,8	2,4	2,2	2,4	2,3	2,0	1,5	0,8
2001 I	109,9	2,1	2,4	2,4	2,2	2,2	3,3	4,1
II	110,5	2,3	2,4	2,7	2,2	1,9	2,6	2,6
III	111,0	2,2	2,1	2,5	2,1	2,1	0,8	0,3
IV	111,9	2,8	1,7	2,2	2,2	1,5	-0,1	-3,1
2002 I	112,5	2,4	1,8	2,5	2,2	1,8	0,4	-1,4

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 (HWWA, Hamburg Institute of International Economics), columna 14 (Thomson Financial Datastream) y columnas 15 a 22 (BCE: cálculos basados en datos de Eurostat).

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

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

3) Desagregación con arreglo a la definición armonizada de los principales destinos económicos.

4) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

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

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



## 5 Indicadores de la economía real en la zona del euro

**Cuadro 5.1**

### Cuentas nacionales<sup>1)</sup>

#### PIB y componentes del gasto

##### 1. Precios corrientes

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

	PIB									
	Total	Demanda interior					Saldo exterior <sup>3)</sup>			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
1997	5.649,0	5.500,5	3.201,3	1.150,7	1.138,2	10,3	148,6	1.827,2	1.678,7	
1998	5.882,6	5.742,6	3.331,8	1.176,6	1.201,9	32,2	140,0	1.949,1	1.809,1	
1999	6.149,2	6.048,1	3.506,7	1.230,2	1.291,5	19,8	101,1	2.053,1	1.952,1	
2000	6.444,8	6.376,9	3.672,8	1.285,9	1.387,5	30,7	67,9	2.412,5	2.344,6	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	6.819,7	6.707,1	3.919,6	1.358,8	1.432,9	-4,3	112,6	2.544,6	2.432,0	
2001 I	1.689,9	1.666,1	966,1	335,0	359,5	5,5	23,8	644,5	620,7	
II	1.700,4	1.679,9	979,2	338,0	358,5	4,1	20,5	640,2	619,7	
III	1.710,2	1.681,8	985,2	341,2	358,7	-3,2	28,4	634,3	605,9	
IV	1.719,2	1.679,3	989,2	344,6	356,2	-10,7	39,9	625,6	585,7	
2002 I	1.735,3	1.692,4	994,8	348,7	356,2	-7,2	42,9	627,4	584,5	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

##### 2. Precios constantes

(mm de ECU, a precios de 1995, desestacionalizados)

	PIB									
	Total	Demanda interior					Saldo exterior <sup>3)</sup>			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>	
10	11	12	13	14	15	16	17	18		
1997	5.509,1	5.354,1	3.093,4	1.126,1	1.131,9	2,7	155,0	1.806,3	1.651,2	
1998	5.666,9	5.544,3	3.187,5	1.142,4	1.189,7	24,7	122,5	1.939,1	1.816,5	
1999	5.823,6	5.735,0	3.299,3	1.164,6	1.260,2	10,9	88,6	2.041,4	1.952,7	
2000	6.025,4	5.900,0	3.382,0	1.186,7	1.319,6	11,7	125,4	2.293,3	2.167,9	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	6.220,6	6.069,3	3.521,6	1.224,7	1.335,4	-12,5	151,3	2.378,6	2.227,3	
2001 I	1.554,6	1.517,6	876,5	304,5	337,2	-0,7	37,0	603,4	566,4	
II	1.555,2	1.521,2	881,1	305,8	335,1	-0,8	33,9	596,4	562,5	
III	1.557,7	1.517,0	882,1	306,7	333,0	-4,8	40,7	594,5	553,8	
IV	1.553,2	1.513,5	881,9	307,8	330,0	-6,2	39,7	584,4	544,7	
2002 I	1.558,7	1.514,4	880,4	310,2	328,1	-4,2	44,3	585,0	540,8	
II	1.564,0	1.517,5	883,9	311,3	325,4	-3,1	46,5	596,4	549,9	

(tasas de variación interanuales)

1997	2,3	1,7	1,6	1,3	2,3	-	-	10,4	9,0	
1998	2,9	3,6	3,0	1,4	5,1	-	-	7,4	10,0	
1999	2,8	3,4	3,5	1,9	5,9	-	-	5,3	7,5	
2000	3,5	2,9	2,5	1,9	4,7	-	-	12,3	11,0	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	1,5	0,9	1,8	1,9	-0,6	-	-	2,5	1,1	
2001 I	2,4	1,8	2,1	2,1	1,6	-	-	8,2	6,6	
II	1,6	1,3	1,8	2,1	-0,1	-	-	4,4	3,6	
III	1,4	0,7	1,8	2,1	-1,5	-	-	1,3	-0,5	
IV	0,4	-0,1	1,6	1,4	-2,5	-	-	-3,3	-4,9	
2002 I	0,3	-0,2	0,4	1,9	-2,7	-	-	-3,0	-4,5	
II	0,6	-0,2	0,3	1,8	-2,9	-	-	0,0	-2,2	

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 el final de 1998.

2) Incluyendo adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro. Los datos 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), desestacionalizados]

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFIM <sup>1)</sup>	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
1997	5.269,5	138,6	1.227,8	291,7	1.086,1	1.381,4	1.144,0	202,7	582,2
1998	5.469,1	138,8	1.276,7	294,9	1.139,6	1.439,8	1.179,3	201,4	615,0
1999	5.687,4	135,5	1.294,8	310,8	1.192,5	1.524,9	1.229,0	200,9	662,7
2000	5.967,7	136,3	1.348,8	326,0	1.263,5	1.616,4	1.276,7	211,6	688,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.329,9	151,2	1.412,9	346,1	1.357,8	1.713,1	1.348,8	227,4	717,2
2001 I	1.566,5	36,6	355,9	85,4	334,8	421,6	332,3	55,9	179,2
II	1.578,5	37,5	353,6	86,1	339,0	427,0	335,3	56,7	178,6
III	1.588,2	38,6	353,9	86,8	341,4	428,8	338,6	57,3	179,3
IV	1.596,7	38,4	349,4	87,8	342,6	435,6	342,7	57,5	180,0
2002 I	1.608,8	38,6	351,6	89,0	344,4	438,0	347,2	56,6	183,1
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.

### 4. Precios constantes

(mm de ECU, a precios de 1995, desestacionalizados)

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFIM <sup>1)</sup>	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
1997	5.167,0	140,2	1.217,5	290,1	1.071,2	1.338,3	1.109,7	213,8	556,0
1998	5.317,7	142,2	1.256,8	291,2	1.114,9	1.386,2	1.126,4	221,4	570,5
1999	5.458,6	145,4	1.269,6	299,0	1.164,6	1.437,7	1.142,4	230,0	594,9
2000	5.660,9	144,8	1.320,7	305,2	1.221,1	1.504,4	1.164,7	245,5	609,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	5.859,0	152,2	1.347,6	310,4	1.283,4	1.567,2	1.198,2	260,8	622,5
2001 I	1.462,8	37,8	341,3	77,7	319,6	388,4	297,9	64,4	156,2
II	1.464,4	37,8	337,6	77,6	321,0	391,3	299,1	64,9	155,6
III	1.467,8	38,4	337,4	77,5	321,5	393,1	300,0	65,5	155,4
IV	1.463,9	38,2	331,3	77,5	321,3	394,3	301,2	66,0	155,2
2002 I	1.469,7	38,1	334,1	76,9	322,5	395,2	302,8	65,4	154,5
II	1.474,9	38,2	334,7	76,3	323,8	397,4	304,5	65,7	154,8
<i>(tasas de variación interanuales)</i>									
1997	2,4	0,4	3,3	-1,8	3,1	3,3	1,0	3,7	2,4
1998	2,9	1,4	3,2	0,4	4,1	3,6	1,5	3,5	2,6
1999	2,7	2,2	1,0	2,6	4,5	3,7	1,4	3,9	4,3
2000	3,7	-0,4	4,0	2,1	4,9	4,6	1,9	6,7	2,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	1,7	-0,7	0,9	-0,5	2,6	2,7	1,4	4,7	0,1
2001 I	2,7	-0,8	3,5	-0,3	3,8	3,1	1,4	5,6	1,1
II	2,0	-1,0	1,4	-0,4	3,0	3,0	1,2	4,8	-0,4
III	1,6	-0,8	0,7	-0,6	2,4	2,6	1,5	4,3	0,1
IV	0,6	-0,3	-1,9	-0,7	1,2	2,2	1,4	4,0	-0,3
2002 I	0,5	0,9	-2,1	-1,1	0,9	1,7	1,7	1,5	-1,1
II	0,7	0,9	-0,9	-1,7	0,9	1,6	1,8	1,2	-0,5

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 real<sup>1)</sup>

#### 1. Producción industrial

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Total	Industria, excluida construcción <sup>2)</sup>									Construcción	Manufacturas
		Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
		Índice (d) 1995 = 100		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1998	3,7	109,3	4,3	4,8	4,0	7,8	2,7	4,6	2,3	1,2	1,3	4,8
1999	2,1	111,4	2,0	2,1	1,9	2,5	1,6	1,3	1,7	1,4	4,2	2,0
2000	5,0	117,6	5,5	6,0	6,0	9,3	2,2	6,2	1,5	1,8	2,0	5,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001	0,0	117,9	0,2	0,0	-0,9	1,2	0,1	-2,7	0,7	0,9	-0,5	0,1
2001 II	0,5	118,3	0,9	0,8	0,3	1,8	0,5	-1,8	1,0	1,1	-1,0	0,9
III	-0,4	117,9	-0,3	-0,5	-1,4	0,1	0,3	-3,8	1,1	0,7	-0,4	-0,5
IV	-3,2	115,8	-3,8	-4,8	-6,0	-4,9	-2,9	-7,6	-1,9	2,9	0,7	-4,7
2002 I	-2,3	116,7	-2,5	-3,0	-1,9	-6,4	-1,2	-7,0	0,1	1,8	1,5	-3,5
II	-1,2	117,0	-0,8	-1,1	0,1	-3,1	-1,1	-6,4	0,1	2,2	-1,2	-1,2
2001 Oct	-1,9	116,1	-2,6	-2,9	-3,6	-2,7	-2,1	-7,1	-1,0	-1,0	2,2	-2,9
Nov	-3,4	115,4	-4,1	-5,1	-6,1	-5,5	-3,0	-7,5	-2,1	1,7	0,6	-5,0
Dic	-4,4	115,8	-4,6	-6,6	-8,7	-6,5	-3,8	-8,2	-2,9	7,5	-1,1	-6,4
2002 Ene	-2,5	116,3	-2,7	-3,3	-3,3	-6,1	-0,9	-7,1	0,4	2,6	1,0	-3,7
Feb	-2,5	116,4	-2,9	-3,4	-2,3	-7,2	-1,1	-6,4	0,1	1,9	0,8	-3,8
Mar	-1,9	117,4	-2,0	-2,3	-0,3	-5,9	-1,5	-7,5	-0,2	1,0	2,4	-2,9
Abr	-0,8	116,6	-0,9	-1,2	0,0	-2,6	-1,6	-6,4	-0,6	1,8	0,4	-0,8
May	-2,0	116,6	-1,1	-1,3	0,3	-4,8	-0,5	-7,2	1,0	1,5	-3,2	-1,8
Jun	-0,8	117,7	-0,5	-0,8	-0,1	-1,9	-1,1	-5,5	-0,1	3,5	-0,7	-1,0
Jul	-1,3	116,6	-0,5	-0,6	0,1	-0,7	-2,1	-2,4	-2,1	1,3	1,5	-0,3
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

#### 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 <sup>3)</sup> (d)	
	Total		Total		Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios	Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
	Índice 1995 = 100		Índice 1995 = 100								
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
1998	108,0	3,7	104,5	3,0	2,1	3,6	2,1	4,5	923	7,2	
1999	111,6	3,4	107,2	2,6	3,1	2,5	1,3	3,0	973	5,4	
2000	116,3	4,2	109,8	2,4	2,0	2,4	1,8	5,0	952	-2,1	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001	121,4	4,0	111,3	1,4	1,2	1,4	0,9	-0,2	970	-0,6	
2001 II	121,5	4,2	111,5	1,2	0,9	1,3	1,2	-0,3	1.002	1,8	
III	122,4	4,5	111,3	1,2	1,2	1,0	0,7	-0,5	957	-1,4	
IV	122,3	3,3	111,7	1,1	1,2	1,0	-0,2	-0,5	965	2,6	
2002 I	122,6	2,6	112,0	1,0	1,2	-0,1	0,2	-2,3	913	-4,1	
II	123,0	1,2	111,6	0,1	0,3	-0,4	-1,2	-2,5	911	-7,9	
2001 Oct	120,9	3,1	110,6	0,5	1,6	0,7	-3,2	0,4	962	3,3	
Nov	123,8	4,1	113,3	2,2	1,7	1,7	2,8	-0,7	968	3,3	
Dic	122,3	2,7	111,4	0,7	0,4	0,5	-0,2	-1,2	964	0,8	
2002 Ene	121,9	2,0	111,5	0,2	0,3	-0,5	-1,0	-2,1	926	-2,4	
Feb	122,3	3,2	111,8	1,5	1,5	0,2	0,3	-1,5	920	-3,2	
Mar	123,5	2,7	112,6	1,3	1,9	-0,1	1,5	-3,2	892	-6,2	
Abr	122,7	2,2	111,4	0,6	1,0	-0,1	0,7	-2,6	893	-7,9	
May	123,4	1,7	111,9	0,6	1,3	-0,4	-3,8	-1,7	912	-6,8	
Jun	122,9	-0,3	111,4	-1,0	-1,3	-0,7	-0,4	-3,1	926	-9,2	
Jul	123,2	1,9	112,3	1,5	1,6	0,7	2,3	-0,5	898	-6,6	
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	924	-4,5	

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 21 y 22; 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) Desagregación con arreglo a la definición armonizada de los principales destinos económicos.

3) Medias mensuales.

**Cuadro 5.3**

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea**

**1. Indicador de clima económico, encuestas de la industria manufacturera y de los consumidores**

(saldos netos, desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Indicador de clima económico <sup>1) 2)</sup> (índice 1995=100)	Industria manufacturera					Indicador confianza de los consumidores <sup>1)</sup>				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva <sup>3)</sup> (porcentaje)	Total <sup>4)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1998	101,3	-1	-5	9	11	83,0	-5	2	-4	16	-1
1999	101,2	-7	-17	11	7	81,8	-3	3	-4	11	1
2000	103,7	5	3	5	17	83,8	1	4	1	1	2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001	100,8	-8	-14	13	1	83,6	-5	2	-10	14	2
2001 III	100,1	-10	-17	15	1	83,4	-8	1	-13	19	0
IV	98,7	-18	-27	17	-9	82,2	-12	0	-18	30	2
2002 I	99,0	-14	-26	14	-1	81,1	-10	0	-12	28	0
II	99,3	-11	-25	12	4	81,2	-8	-1	-9	22	-3
III	98,9	-12	-28	11	3	81,0	-10	-1	-11	26	-3
2001 Sep	99,9	-12	-19	16	-2	-	-9	1	-14	22	0
Oct	99,0	-17	-25	16	-9	-	-11	1	-18	28	3
Nov	98,4	-19	-28	18	-11	-	-13	0	-19	32	1
Dic	98,7	-17	-28	16	-8	-	-11	0	-16	30	1
2002 Ene	98,9	-15	-28	14	-2	-	-11	0	-14	29	1
Feb	98,9	-14	-26	14	-3	-	-10	0	-11	28	0
Mar	99,2	-12	-25	13	3	-	-9	0	-10	26	0
Abr	99,1	-11	-26	12	4	-	-9	-1	-10	23	-3
May	99,5	-10	-23	11	4	-	-8	-1	-8	22	-2
Jun	99,3	-11	-25	12	4	-	-8	0	-8	22	-3
Jul	99,0	-11	-26	11	4	-	-10	-1	-10	26	-4
Ago	98,7	-12	-30	10	4	-	-11	-1	-12	27	-4
Sep	98,9	-12	-27	12	2	-	-9	-1	-10	24	-2

**2. Construcción, comercio al por menor y encuestas de servicios**

(saldos netos, desestacionalizados)

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios <sup>1)</sup>			
	Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>4)</sup>	Evolución de los negocios actual	Nivel de existencias	Evolución de los negocios futura	Total <sup>4)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
1998	-19	-25	-12	-3	-3	13	8	32	33	31	33
1999	-7	-14	1	-5	-5	15	4	27	25	26	31
2000	1	-6	8	-1	4	16	9	30	36	23	33
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001	-11	-16	-4	-6	-4	16	3	15	16	8	20
2001 III	-12	-16	-8	-6	-5	16	3	14	18	6	18
IV	-15	-20	-8	-9	-11	15	-2	-5	-5	-8	-2
2002 I	-16	-23	-9	-16	-22	19	-6	3	3	-14	21
II	-18	-24	-10	-18	-25	20	-9	5	1	1	14
III	-23	-32	-13	-17	-24	15	-11	-1	-5	-8	11
2001 Sep	-11	-16	-6	-6	-8	15	6	12	17	4	15
Oct	-14	-19	-8	-9	-11	14	-1	-3	-3	-6	1
Nov	-15	-20	-9	-9	-10	14	-3	-7	-7	-8	-6
Dic	-15	-22	-7	-10	-12	17	-1	-6	-5	-11	-1
2002 Ene	-17	-25	-9	-13	-17	15	-6	1	0	-15	17
Feb	-15	-22	-8	-17	-28	19	-5	2	1	-15	20
Mar	-17	-23	-10	-17	-22	23	-7	7	7	-11	26
Abr	-18	-24	-11	-17	-25	21	-6	7	3	1	18
May	-17	-24	-9	-18	-25	21	-8	6	3	1	14
Jun	-18	-25	-11	-18	-24	18	-13	3	-3	1	10
Jul	-21	-31	-10	-17	-24	17	-11	0	-4	-7	10
Ago	-25	-34	-16	-16	-22	14	-12	-2	-4	-12	11
Sep	-22	-30	-14	-17	-25	15	-10	0	-6	-5	12

Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

1) Los datos corresponden al Euro 12 para todos los periodos.

2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40% y cada uno de los otros tres indicadores tiene una ponderación del 20%.

3) 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.

4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

## Cuadro 5.4

### Indicadores del mercado laboral

#### 1. Ocupados y parados en el total de la economía<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanuales, desestacionalizadas, salvo indicación en contrario)

	Ocupados						Parados			
	Total		Por situación profesional		Por sectores		Total		Adultos <sup>2)</sup>	Jóvenes <sup>2)</sup>
	Millones		Asalariados	Autónomos	Industria (excluida construcción)	Servicios	Millones	% de la población activa	% de la población activa	% de la población activa
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997	119,894	0,8	1,0	0,2	-0,2	1,4	13,946	10,9	9,4	21,9
1998	122,001	1,8	1,9	0,8	1,0	2,4	13,269	10,2	8,9	20,0
1999	124,209	1,8	2,2	-0,5	-0,2	2,7	12,253	9,3	8,2	18,0
2000	126,883	2,2	2,4	0,6	0,7	2,9	11,094	8,4	7,3	16,2
2000 II	126,610	2,3	2,6	0,3	0,6	3,1	11,178	8,5	7,4	16,4
III	127,262	2,2	2,5	0,8	0,9	3,0	10,960	8,3	7,2	16,0
IV	127,914	2,2	2,4	1,5	1,2	2,9	10,728	8,1	7,1	15,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	132,566	1,3	1,6	0,2	0,4	1,9	11,046	8,0	7,0	15,7
2001 I	132,183	1,9	2,1	1,0	1,2	2,4	11,039	8,0	7,0	15,7
II	132,468	1,5	1,7	0,6	0,7	1,9	10,976	8,0	7,0	15,6
III	132,658	1,1	1,4	-0,2	0,1	1,7	11,024	8,0	7,0	15,7
IV	132,953	0,8	1,1	-0,6	-0,5	1,5	11,145	8,1	7,0	15,9
2002 I	133,127	0,7	1,0	-0,6	-0,9	1,5	11,285	8,1	7,1	16,1
II	133,219	0,6	0,8	-0,8	-1,0	1,4	11,426	8,2	7,2	16,3
2001 Ago	-	-	-	-	-	-	11,016	8,0	7,0	15,7
Sep	-	-	-	-	-	-	11,046	8,0	7,0	15,7
Oct	-	-	-	-	-	-	11,111	8,0	7,0	15,8
Nov	-	-	-	-	-	-	11,146	8,1	7,0	15,9
Dic	-	-	-	-	-	-	11,178	8,1	7,0	15,9
2002 Ene	-	-	-	-	-	-	11,235	8,1	7,1	16,0
Feb	-	-	-	-	-	-	11,292	8,1	7,1	16,0
Mar	-	-	-	-	-	-	11,329	8,2	7,1	16,1
Abr	-	-	-	-	-	-	11,343	8,2	7,1	16,1
May	-	-	-	-	-	-	11,432	8,2	7,2	16,2
Jun	-	-	-	-	-	-	11,503	8,3	7,2	16,4
Jul	-	-	-	-	-	-	11,518	8,3	7,2	16,3
Ago	-	-	-	-	-	-	11,535	8,3	7,3	16,3

#### 2. Costes laborales y productividad

(tasas de variación interanuales)

	Costes laborales unitarios total economía y sus componentes (d)			Índices de costes laborales <sup>3)</sup>					Ganancias por trabajador en manufacturas	
	Costes laborales unitarios	Remuneración por asalariado	Productividad del trabajo	Total	Por componentes		Por sectores			
					Sueldos y salarios	Cotiz. sociales a cargo de la empresa y otros costes	Industria (excluida construcción)	Servicios		
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	
1997	0,5	1,9	1,5	2,6	2,6	2,7	2,2	2,7	2,3	
1998	0,1	1,2	1,1	1,6	1,9	0,8	1,6	1,4	2,4	
1999	1,0	2,0	0,9	2,3	2,6	1,4	2,4	1,9	2,5	
2000	1,3	2,6	1,3	3,2	3,4	2,5	3,2	2,9	2,7	
2000 III	1,7	2,8	1,0	3,2	3,4	2,5	3,1	2,6	2,5	
IV	2,2	2,7	0,5	3,0	3,2	2,1	2,8	2,9	2,5	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	2,6	2,7	0,1	3,4	3,6	2,6	3,2	3,2	3,2	
2001 I	1,9	2,4	0,5	3,4	3,8	2,3	3,2	3,3	3,4	
II	2,6	2,8	0,1	3,0	3,2	2,3	3,1	2,1	3,1	
III	2,4	2,7	0,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,7	3,3	
IV	3,3	2,9	-0,4	3,3	3,5	2,7	3,0	3,6	2,9	
2002 I	3,4	2,9	-0,4	4,0	4,1	3,4	3,6	4,1	2,5	
II	.	.	.	3,7	3,7	3,5	3,1	3,9	.	

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

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. 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 financieros<sup>1)</sup>

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

#### Saldos vivos

#### 1. Principales activos financieros<sup>2)</sup>

	Efectivo y depósitos									Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro <sup>3)</sup>
	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 <sup>4)</sup>	
			Total	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 II	4.699,1	315,5	4.100,3	1.204,9	1.452,7	1.341,9	100,8	147,4	135,8	239,7
III	4.677,4	311,8	4.074,2	1.184,2	1.451,1	1.341,4	97,4	156,4	135,0	237,6
IV	4.825,9	323,4	4.211,2	1.282,9	1.463,3	1.386,3	78,6	149,8	141,5	215,3
1999 I	4.676,1	318,6	4.075,8	1.239,1	1.464,6	1.306,2	66,0	133,4	148,3	243,9
II	4.702,4	324,8	4.114,2	1.321,8	1.418,3	1.315,7	58,4	125,0	138,4	242,7
III	4.713,7	328,3	4.112,8	1.324,6	1.416,5	1.313,1	58,7	133,3	139,4	238,6
IV	4.859,9	350,8	4.215,1	1.370,9	1.457,7	1.323,5	63,0	142,0	152,0	229,7
2000 I	4.837,9	335,5	4.222,3	1.379,6	1.462,5	1.303,3	76,8	130,2	150,0	260,5
II	4.894,9	342,0	4.256,9	1.409,7	1.485,7	1.282,6	78,9	146,0	150,0	247,1
III	4.915,1	339,8	4.266,5	1.396,9	1.524,0	1.263,7	81,9	159,2	149,6	253,9
IV	5.030,3	348,4	4.361,6	1.464,4	1.542,4	1.269,1	85,6	164,5	155,9	230,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	5.148,0	336,3	4.501,3	1.446,1	1.624,7	1.314,6	115,9	150,3	160,1	259,6
II	5.245,2	333,0	4.585,7	1.526,1	1.620,2	1.321,1	118,3	165,5	161,0	269,7
III	5.232,7	309,6	4.615,1	1.547,9	1.608,7	1.333,7	124,7	147,8	160,2	265,6
IV	5.365,8	239,7	4.819,4	1.690,3	1.615,6	1.396,3	117,2	139,0	167,6	297,6
2002 I	5.368,8	254,3	4.779,3	1.637,6	1.607,2	1.413,0	121,6	157,5	177,7	303,0
II	.	285,7	4.837,9	1.706,4	1.599,1	1.412,8	119,6	153,2	.	.

	Valores distintos de acciones			Acciones <sup>5)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
1998 II	1.555,9	167,6	1.388,3	3.500,8	2.070,8	1.429,9	186,7	2.523,8	2.256,5	267,4
III	1.546,6	156,5	1.390,1	3.138,9	1.698,5	1.440,4	187,9	2.518,6	2.248,5	270,1
IV	1.544,1	155,5	1.388,6	3.495,4	1.974,3	1.521,1	172,7	2.616,0	2.345,9	270,1
1999 I	1.559,8	135,8	1.424,0	3.721,9	2.090,8	1.631,0	194,8	2.679,6	2.402,8	276,9
II	1.483,8	125,5	1.358,2	3.989,6	2.258,8	1.730,9	211,6	2.749,9	2.469,4	280,5
III	1.491,7	115,1	1.376,6	4.027,4	2.288,6	1.738,8	210,8	2.793,4	2.508,8	284,6
IV	1.565,0	171,2	1.393,8	4.619,6	2.783,6	1.836,0	203,9	2.938,0	2.650,4	287,6
2000 I	1.583,4	191,5	1.391,9	4.863,0	2.926,7	1.936,2	218,3	3.054,1	2.758,6	295,5
II	1.618,5	196,5	1.422,0	4.752,6	2.843,3	1.909,3	208,8	3.099,9	2.800,6	299,3
III	1.689,0	215,4	1.473,6	4.864,2	2.940,7	1.923,5	207,3	3.154,0	2.850,5	303,5
IV	1.761,5	232,9	1.528,6	4.885,5	3.010,2	1.875,3	203,4	3.182,0	2.878,0	304,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	1.881,5	321,4	1.560,1	4.594,7	2.755,2	1.839,5	228,4	3.232,4	2.921,6	310,8
II	1.877,9	288,1	1.589,7	4.647,4	2.786,2	1.861,2	235,4	3.290,5	2.977,6	312,9
III	1.903,5	289,6	1.613,9	3.991,4	2.249,3	1.742,1	256,1	3.267,0	2.950,7	316,3
IV	1.900,8	278,8	1.622,0	4.362,6	2.526,3	1.836,3	263,8	3.364,0	3.043,4	320,6
2002 I	1.976,3	318,3	1.658,0	4.449,2	2.580,9	1.868,3	293,9	3.448,1	3.119,2	329,0
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas, otras participaciones 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.

4) Comprende los depósitos 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 financieros<sup>1)</sup>**

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

**Saldos vivos**

**2. Principales pasivos<sup>2)</sup>**

	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 <sup>3)</sup>
	Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>4)</sup>			
	de las IFM de la zona del euro		Total	A corto plazo	A largo plazo <sup>5)</sup>	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998 II	6.006,2	5.453,0	901,1	31,9	869,2	2.505,2	878,9	1.626,2	2.599,9	232,5	2.367,4	151,3
III	6.081,8	5.524,1	903,5	33,3	870,2	2.528,7	866,2	1.662,5	2.649,6	233,8	2.415,9	147,4
IV	6.227,5	5.663,5	911,2	36,0	875,2	2.600,7	902,9	1.697,8	2.715,6	240,8	2.474,8	151,3
1999 I	6.259,4	5.682,7	902,1	36,3	865,8	2.595,9	921,3	1.674,6	2.761,3	251,8	2.509,6	156,8
II	6.423,4	5.817,5	899,5	39,0	860,6	2.688,1	964,2	1.724,0	2.835,7	255,6	2.580,1	183,3
III	6.491,4	5.886,6	884,7	37,9	846,8	2.703,0	943,7	1.759,3	2.903,6	255,4	2.648,3	191,4
IV	6.665,1	6.039,5	900,1	42,1	858,0	2.795,4	979,8	1.815,6	2.969,5	264,1	2.705,4	201,4
2000 I	6.809,9	6.156,4	890,4	41,1	849,3	2.894,2	1.038,0	1.856,2	3.025,2	265,6	2.759,7	221,1
II	6.957,6	6.262,2	884,8	42,0	842,8	2.994,4	1.090,7	1.903,7	3.078,3	274,4	2.804,0	219,7
III	7.102,2	6.379,6	865,0	39,9	825,0	3.102,3	1.152,4	1.949,9	3.134,9	275,9	2.859,0	252,3
IV	7.264,2	6.500,5	880,2	42,0	838,2	3.199,5	1.167,3	2.032,2	3.184,4	281,0	2.903,4	245,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	7.450,5	6.671,4	894,5	41,8	852,7	3.320,4	1.243,9	2.076,4	3.235,7	280,2	2.955,5	257,3
II	7.554,9	6.761,9	877,5	42,1	835,4	3.392,2	1.266,5	2.125,7	3.285,2	286,2	2.999,0	296,2
III	7.626,8	6.804,9	871,0	45,1	826,0	3.432,8	1.244,6	2.188,1	3.323,0	281,8	3.041,2	249,7
IV	7.730,5	6.897,2	891,3	50,6	840,7	3.470,1	1.225,3	2.244,8	3.369,1	284,1	3.085,1	267,9
2002 I	7.804,4	6.960,6	895,8	53,3	842,5	3.506,3	1.223,3	2.283,0	3.402,3	279,4	3.122,9	289,6
II	.	7.022,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	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				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
1998 II	3.836,2	3.514,2	496,6	3.017,6	322,0	53,9	268,1	2.762,9	134,2	221,2		
III	3.927,0	3.595,0	498,6	3.096,4	332,0	55,3	276,7	2.362,0	133,8	224,1		
IV	3.929,5	3.595,9	468,2	3.127,8	333,6	55,1	278,5	2.659,1	140,3	227,0		
1999 I	3.973,6	3.638,9	466,9	3.172,0	334,8	65,7	269,1	2.734,3	146,9	229,7		
II	3.956,6	3.616,0	459,3	3.156,7	340,7	66,4	274,3	2.955,3	136,6	232,6		
III	3.935,6	3.581,7	449,6	3.132,0	353,9	74,8	279,1	2.948,2	137,6	235,5		
IV	3.896,3	3.532,6	421,1	3.111,5	363,8	78,2	285,5	3.959,9	149,8	238,7		
2000 I	3.964,9	3.598,8	425,3	3.173,5	366,1	78,7	287,4	4.422,6	147,6	241,0		
II	3.997,5	3.619,7	425,8	3.193,9	377,8	88,7	289,2	4.174,3	147,6	243,4		
III	4.033,5	3.635,5	421,8	3.213,7	397,9	95,6	302,4	4.053,3	147,2	245,3		
IV	4.077,2	3.663,0	400,8	3.262,2	414,1	100,6	313,6	3.833,4	153,7	247,1		
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	4.251,1	3.797,4	429,3	3.368,1	453,8	112,8	341,0	3.564,0	154,7	249,3		
II	4.310,2	3.830,3	440,7	3.389,7	479,9	123,9	355,9	3.572,4	155,2	251,5		
III	4.386,9	3.891,4	449,9	3.441,5	495,5	138,1	357,4	2.822,5	155,4	253,7		
IV	4.393,3	3.879,3	434,4	3.444,9	514,0	136,5	377,5	3.276,5	165,5	253,1		
2002 I	4.451,4	3.931,9	446,8	3.485,1	519,5	143,6	375,9	3.324,0	174,8	255,6		
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		

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. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas, otras participaciones 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.

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 financieros<sup>1)</sup>

	Efectivo y depósitos									Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro <sup>2)</sup>
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros <sup>3)</sup> 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 <sup>4)</sup>	
			Total	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 II	52,5	3,6	45,2	68,1	-5,7	-0,5	-16,7	8,0	-4,4	-4,9
III	-14,0	-3,7	-18,5	-17,7	2,7	-0,2	-3,3	9,0	-0,7	2,8
IV	148,5	11,6	137,0	98,1	13,0	44,8	-18,9	-6,6	6,5	-24,5
1999 I	-40,3	-5,2	-37,7	-19,4	-15,7	10,1	-12,7	-4,2	6,8	23,4
II	22,0	6,2	34,2	81,3	-48,9	9,4	-7,6	-8,4	-9,9	-4,3
III	12,9	3,5	0,2	3,5	-1,1	-2,6	0,3	8,3	1,0	-2,8
IV	138,7	22,3	95,1	44,2	36,4	10,3	4,2	8,7	12,7	-14,2
2000 I	-28,9	-15,3	0,4	6,1	0,9	-20,4	13,7	-11,9	-2,1	26,1
II	52,6	6,7	30,0	31,9	17,8	-21,8	2,1	15,8	0,1	-12,8
III	6,4	-2,2	-4,2	-17,3	28,8	-18,5	2,9	13,3	-0,5	-1,7
IV	128,4	8,6	108,3	71,4	27,3	5,7	3,8	5,3	6,3	-16,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	-17,4	-19,8	13,8	-34,4	40,8	-6,1	13,4	-15,6	4,2	13,6
II	93,8	-3,3	81,0	77,1	-4,7	6,3	2,3	15,1	0,9	5,8
III	6,1	-23,4	48,0	25,4	3,2	13,0	6,5	-17,7	-0,8	2,5
IV	135,4	-69,9	206,8	142,4	9,4	62,5	-7,5	-8,8	7,4	12,2
2002 I	5,4	14,6	-38,4	-53,3	-4,3	14,9	4,3	19,0	10,1	4,4
II	.	31,4	77,0	74,9	3,8	0,5	-2,2	-4,2	0,7	.

	Valores distintos de acciones			Acciones <sup>5)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participacio- nes en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para sinistros
1998 II	-66,4	-24,9	-41,5	118,5	24,4	94,1	0,0	46,5	44,5	2,0
III	-12,7	-11,2	-1,5	100,2	14,3	85,9	1,0	42,9	40,3	2,6
IV	-13,0	-2,2	-10,8	82,7	63,2	19,5	-16,1	49,5	47,6	2,0
1999 I	20,0	-13,1	33,1	105,3	3,7	101,6	2,9	64,7	58,6	6,0
II	-43,0	-11,9	-31,0	150,1	65,5	84,7	16,8	54,5	50,0	4,5
III	-4,6	-13,0	8,4	95,4	54,7	40,7	-0,4	57,7	52,9	4,8
IV	89,3	50,7	38,6	-7,6	24,8	-32,4	-6,8	70,8	68,7	2,1
2000 I	11,0	26,9	-15,8	-13,2	-60,2	47,0	12,9	76,3	69,9	6,3
II	46,1	4,5	41,6	68,2	49,2	19,0	-9,7	56,7	52,1	4,6
III	80,0	19,6	60,4	150,9	142,6	8,4	-1,8	56,5	51,7	4,8
IV	20,7	7,3	13,4	219,1	181,0	38,1	-4,0	58,4	59,1	-0,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	130,1	92,7	37,5	62,3	25,8	36,6	24,7	59,5	54,2	5,3
II	-1,6	-34,9	33,4	43,2	38,7	4,5	6,4	56,1	53,1	3,0
III	38,6	-1,6	40,2	68,1	43,4	24,8	20,1	52,1	47,5	4,6
IV	-3,9	-14,4	10,4	4,1	-23,4	27,5	7,3	70,0	65,7	4,2
2002 I	100,3	44,2	56,1	54,0	8,2	45,8	29,9	68,9	60,5	8,4
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: BCE.

- 1) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas, otras participaciones 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.
- 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) Comprenden los depósitos 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 financieros<sup>1)</sup>

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

#### Operaciones

#### 2. Principales pasivos<sup>2)</sup>

	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 <sup>3)</sup>
	Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>4)</sup>			
	de las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo <sup>5)</sup>	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo		
											1	
1998 II	118,2	111,3	-5,9	-3,7	-2,2	56,6	22,5	34,1	67,5	9,1	58,4	6,4
III	81,1	82,2	2,8	1,4	1,4	27,6	-15,0	42,6	50,7	1,2	49,4	-0,7
IV	160,2	151,0	8,3	2,8	5,5	75,8	37,3	38,5	76,0	7,1	68,9	3,5
1999 I	89,6	75,6	-7,7	0,3	-8,0	21,1	23,3	-2,2	76,2	9,2	67,0	1,9
II	162,7	133,2	-4,1	2,7	-6,8	89,6	41,2	48,4	77,2	3,9	73,3	23,9
III	70,6	71,5	-14,7	-1,1	-13,6	17,3	-16,7	34,0	67,9	-0,3	68,2	8,4
IV	170,4	146,6	15,1	4,2	10,9	86,4	34,0	52,4	68,8	8,8	60,0	-7,0
2000 I	141,6	108,8	-8,3	-0,9	-7,4	91,9	54,7	37,2	58,0	1,6	56,4	15,1
II	163,4	118,4	-5,9	0,9	-6,8	113,4	62,2	51,3	55,9	9,8	46,1	-0,8
III	132,1	91,6	-16,2	-2,1	-14,1	96,6	53,4	43,2	51,8	0,0	51,8	23,2
IV	185,0	140,1	15,6	2,1	13,5	116,3	19,6	96,7	53,1	5,3	47,7	1,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	95,4	78,2	-3,8	-0,5	-3,3	62,1	38,1	24,0	37,1	-4,2	41,3	9,2
II	104,5	88,0	-17,3	0,3	-17,7	64,7	20,9	43,7	57,2	6,1	51,1	33,6
III	83,6	57,9	-6,0	2,9	-8,9	50,6	-15,8	66,4	38,9	-4,1	43,1	-38,0
IV	103,8	94,3	18,6	5,5	13,1	35,9	-18,0	53,9	49,3	2,2	47,1	4,1
2002 I	73,6	63,2	4,4	2,7	1,6	30,1	-4,0	34,0	39,1	-5,2	44,3	20,5
II	.	87,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Valores distintos de acciones emitidos por								Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras	
	Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras						
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo				A largo plazo
1998 II	53,3	50,6	-1,3	51,9	2,7	-1,8	4,4	36,8	-2,1	2,2		
III	61,3	54,0	2,1	52,0	7,3	1,6	5,7	10,1	-0,4	2,2		
IV	-10,5	-15,4	-31,0	15,6	4,8	0,5	4,4	40,1	6,4	1,9		
1999 I	73,9	60,5	1,1	59,4	13,4	10,4	3,0	10,8	6,6	2,3		
II	37,9	29,3	-7,4	36,7	8,5	0,6	8,0	34,4	-10,3	2,3		
III	55,9	37,8	-10,8	48,6	18,2	8,3	9,8	35,4	1,0	2,3		
IV	-12,1	-19,7	-27,7	8,0	7,6	3,3	4,3	43,0	12,1	2,3		
2000 I	60,8	58,9	10,0	48,9	1,8	0,5	1,4	19,4	-2,2	1,9		
II	37,1	23,0	-1,0	23,9	14,1	10,2	3,9	29,7	0,0	1,9		
III	49,3	25,5	-2,7	28,2	23,8	7,2	16,6	72,2	-0,4	1,9		
IV	-1,0	-17,7	-27,0	9,3	16,7	5,2	11,5	51,6	6,4	1,8		
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	76,0	38,5	32,3	6,1	37,5	11,0	26,5	54,7	1,1	2,2		
II	86,1	60,3	10,7	49,6	25,7	11,0	14,7	46,5	0,4	2,2		
III	49,0	30,0	8,7	21,3	19,0	14,1	4,9	17,6	0,2	2,2		
IV	6,2	-11,1	-22,1	11,0	17,3	-1,6	18,9	7,3	10,1	-0,5		
2002 I	110,8	96,7	21,5	75,2	14,1	6,9	7,2	10,9	9,3	2,4		
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		

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. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas, otras participaciones 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.
- 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.

## Cuadro 6.2

### Ahorro, inversión y financiación<sup>1)</sup>

[mm de euros (mm de ECU hasta 1998), salvo indicación en contrario]

#### 1. Todos los sectores en la zona del euro<sup>2)</sup>

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias <sup>3)</sup>	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	367,5	1.092,4	-751,6	26,6	0,1	1.528,1	0,7	484,6	222,1	420,9	164,6	201,1	34,1
1996	340,2	1.121,8	-783,6	1,7	0,4	1.730,6	-3,0	395,0	398,1	384,4	312,5	193,6	50,0
1997	352,2	1.138,2	-796,9	10,8	0,1	1.913,3	-0,2	393,4	331,9	446,4	482,9	222,1	36,8
1998	412,3	1.202,4	-822,9	32,5	0,2	2.370,8	11,0	430,2	361,7	511,0	815,5	209,7	31,6
1999	450,0	1.291,9	-861,2	19,2	0,1	3.040,6	1,3	552,7	433,9	883,9	899,5	255,2	14,1
2000	489,6	1.388,2	-910,8	28,6	-16,3	2.778,7	1,3	350,4	256,2	802,9	1.110,6	250,5	6,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	458,6	1.434,3	-969,7	-6,4	0,5	2.510,3	-0,5	591,6	473,2	697,4	547,9	248,7	-48,0
	Variaciones del patrimonio neto <sup>6)</sup>				Pasivos netos contraídos								
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro			
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
1995	414,0	1.158,3	-751,6	7,3	1.481,6	477,7	277,7	380,7	139,9	205,6			
1996	413,2	1.188,6	-783,6	8,2	1.657,6	472,4	378,0	335,2	275,8	196,2			
1997	458,8	1.241,3	-796,9	14,4	1.806,7	509,2	319,0	375,6	373,1	229,8			
1998	488,2	1.298,7	-822,9	12,4	2.294,8	645,9	322,5	472,8	634,2	219,4			
1999	504,4	1.354,2	-861,2	11,4	2.986,2	927,1	493,2	750,5	552,8	262,5			
2000	526,7	1.425,9	-910,8	11,6	2.741,7	533,6	411,0	823,9	720,2	253,0			
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	511,9	1.471,3	-969,7	10,4	2.457,1	683,2	477,8	565,2	483,0	248,0			

#### 2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>6)</sup>		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Ahorro bruto	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Total		
												9	10	11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	155,9	570,0	-438,3	219,9	33,4	10,0	39,9	64,5	236,0	530,3	139,9	-87,3	126,0	90,6
1996	137,3	589,8	-454,4	262,0	54,4	-13,8	55,4	85,9	123,6	536,0	275,7	6,8	144,1	117,2
1997	158,5	615,8	-468,9	238,8	24,4	-12,7	46,1	94,0	110,0	543,8	287,4	12,1	154,2	111,5
1998	203,7	661,3	-487,4	418,3	55,0	-9,7	87,8	199,9	146,9	590,3	475,1	25,8	243,6	197,1
1999	221,4	708,2	-508,4	596,7	26,6	58,7	175,0	301,2	108,3	571,8	709,8	47,7	416,8	230,5
2000	322,7	776,7	-542,1	803,3	69,9	69,5	167,3	414,5	95,6	595,3	1.030,5	56,4	544,4	425,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	223,0	802,0	-576,2	531,9	83,1	53,5	135,6	178,3	74,5	605,6	680,4	99,6	309,1	264,8

#### 3. Hogares<sup>7)</sup>

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>6)</sup>		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Ahorro bruto	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro <sup>8)</sup>			
												9	10	11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	160,3	350,5	-192,5	431,1	185,2	82,4	1,2	178,7	454,5	605,6	136,9	135,8	3.445,2	17,6
1996	158,2	360,5	-203,7	439,6	145,6	24,3	93,6	189,0	436,4	620,2	161,3	160,1	3.520,3	17,6
1997	154,2	351,4	-198,7	427,5	69,1	-18,8	194,9	215,8	413,2	588,3	168,5	167,1	3.613,4	16,3
1998	161,8	361,2	-203,1	450,7	95,5	-115,5	290,2	204,4	399,8	567,8	212,7	211,4	3.726,8	15,2
1999	175,2	393,3	-215,2	485,2	115,4	6,7	199,5	242,7	391,7	558,9	268,7	267,2	3.853,9	14,5
2000	181,3	413,3	-224,6	428,2	52,2	83,2	129,0	242,9	387,7	565,6	221,8	220,1	4.004,4	14,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	173,2	420,0	-243,2	421,7	179,6	102,4	73,8	234,4	424,4	617,4	170,5	168,6	4.270,3	14,5

Fuente: BCE.

1) Datos no consolidados.

2) Todos los sectores comprenden las AAPP (S.13), las sociedades no financieras (S.11), las sociedades financieras (S.12) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

3) Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.

4) Excluidos los derivados financieros.

5) Derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago o de cobro y discrepancias estadísticas.

6) Derivadas del ahorro y de las transferencias netas de capital a cobrar, tras la deducción por consumo de capital fijo (-).

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

8) Ahorro bruto en porcentaje de la renta disponible.

# 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 <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos

	Total 1	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup> 14
		Impuestos directos			Impuestos indirectos		Cotizaciones sociales		Ventas		Impuestos sobre el capital			
		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
1992	47,5	46,7	11,9	9,8	2,0	13,0	0,9	17,2	8,7	5,4	2,4	0,7	0,6	42,6
1993	48,1	47,6	12,1	10,0	2,0	13,2	0,8	17,5	8,7	5,5	2,5	0,5	0,3	43,1
1994	47,6	47,2	11,6	9,5	2,0	13,5	0,8	17,5	8,5	5,7	2,5	0,5	0,2	42,8
1995	47,2	46,6	11,6	9,5	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,6	2,5	0,5	0,3	42,6
1996	48,0	47,5	12,0	9,6	2,3	13,4	0,8	17,6	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,3
1997	48,3	47,6	12,2	9,6	2,6	13,6	0,7	17,6	8,8	5,5	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	4,9	2,5	0,5	0,3	43,3
1999	48,2	47,7	12,8	10,1	2,6	14,4	0,6	16,4	8,5	4,9	2,5	0,6	0,3	43,8
2000	47,9	47,4	13,0	10,2	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,4	0,5	0,3	43,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	47,3	46,8	12,7	10,0	2,6	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,3	0,5	0,3	42,9

### 2. Zona del euro - empleos

	Total 1	Empleos corrientes							Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios <sup>4)</sup> 14	
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transferencias corrientes	Pagos sociales <sup>3)</sup>	Subsidios	Pagos por inst. de la UE	Inversión	Transferencias de capital	Pagadas por instituciones de la UE		
		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1992	52,4	47,7	11,4	5,0	5,7	25,6	21,9	2,4	0,5	4,7	3,2	1,5	0,0	46,7
1993	53,8	49,2	11,6	5,1	5,9	26,6	22,9	2,5	0,6	4,6	3,1	1,6	0,0	47,9
1994	52,7	48,4	11,3	5,0	5,5	26,6	22,9	2,4	0,6	4,3	2,9	1,5	0,0	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	52,3	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	50,9	47,1	11,0	4,8	5,1	26,3	23,1	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,8
1998	50,0	46,0	10,7	4,6	4,7	25,9	22,6	2,1	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,2
1999	49,5	45,4	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	48,8	44,8	10,5	4,7	4,0	25,5	22,2	1,9	0,5	4,0	2,5	1,5	0,0	44,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	48,8	44,5	10,5	4,7	3,9	25,3	22,2	1,9	0,5	4,3	2,6	1,6	0,0	44,8

### 3. Zona del euro - déficit/superávit, déficit primario/superávit y consumo público

	Déficit (-) / superávit (+)					Déficit primario (-) / superávit (+) 6	Consumo público <sup>5)</sup>					Consumo público colectivo 13	Consumo público individual 14	
	Total	Estado	Administración regional	Administración local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo			Ventas (menos)
	1	2	3	4	5		7	8	9	10	11	12		
1992	-4,9	-4,3	-0,3	-0,2	0,0	0,8	20,8	11,4	5,0	5,0	1,8	-2,4	8,8	12,0
1993	-5,7	-5,0	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	21,2	11,6	5,1	5,0	1,9	-2,5	8,9	12,3
1994	-5,1	-4,4	-0,5	-0,2	0,0	0,4	20,8	11,3	5,0	5,1	1,9	-2,5	8,6	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	12,1
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	20,4	11,0	4,8	5,1	1,8	-2,5	8,4	12,0
1998	-2,2	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,5	20,0	10,7	4,6	5,1	1,7	-2,5	8,1	11,9
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,0	10,7	4,7	5,1	1,7	-2,5	8,2	11,8
2000	-0,9	-1,3	-0,2	0,1	0,4	3,1	20,0	10,5	4,7	5,1	1,7	-2,4	8,1	11,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-1,5	-1,6	-0,4	0,1	0,4	2,5	20,0	10,5	4,7	5,1	1,7	-2,3	8,1	11,9

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998	-0,7	-2,2	-2,5	-2,7	-2,7	2,4	-2,8	3,1	-0,8	-2,4	-2,6	1,3
1999	-0,5	-1,5	-1,9	-1,1	-1,6	2,2	-1,8	3,6	0,7	-2,3	-2,4	1,9
2000	0,1	1,1	-0,8	-0,6	-1,3	4,4	-0,5	5,6	2,2	-1,5	-2,9	7,0
2001	0,4	-2,8	.	-0,1	-1,4	1,5	-2,2	6,1	0,1	0,2	-4,1	4,9

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

1) Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen dichos ingresos es igual a 0,2). 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.

6) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

## Cuadro 7.2

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

(en porcentaje 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 <sup>2)</sup>				Otros acreedores <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1992	61,0	2,6	16,2	10,1	32,0	50,3	26,4	7,6	16,3	10,7
1993	67,3	2,7	17,0	10,0	37,6	52,5	27,6	8,7	16,2	14,8
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,6	55,8	29,8	9,9	16,0	14,2
1995	74,2	2,9	17,7	9,9	43,8	58,3	30,5	10,9	16,9	15,9
1996	75,4	2,9	17,2	9,9	45,5	58,9	30,3	13,2	15,5	16,5
1997	74,9	2,8	16,3	8,9	46,8	56,9	29,0	14,4	13,4	17,9
1998	73,1	2,8	15,1	7,9	47,3	53,3	27,0	16,2	10,2	19,8
1999	71,9	2,9	14,1	6,9	48,0	49,7	25,3	14,8	9,6	22,3
2000	69,4	2,7	13,0	6,2	47,5	45,9	22,8	13,3	9,8	23,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	69,2	2,6	12,6	6,3	47,7	44,8	22,2	12,2	10,4	24,4

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

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Plazo al vencimiento			Moneda		Otras monedas
		Estado	Admón. regional	Admón. local	Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euros o monedas participantes <sup>5)</sup>	Moneda no nacional	
1992	61,0	49,8	4,7	6,1	0,4	12,3	48,7	6,4	17,8	21,1	22,1	59,7	2,2	1,3
1993	67,3	55,3	5,2	6,3	0,6	12,0	55,3	6,7	18,5	24,4	24,4	65,6	2,9	1,7
1994	70,0	57,9	5,4	6,1	0,5	11,2	58,8	7,4	16,6	26,7	26,7	68,1	3,0	1,9
1995	74,2	61,7	5,7	6,0	0,8	10,6	63,6	6,9	17,6	26,4	30,2	72,3	2,9	1,9
1996	75,4	62,9	6,1	5,9	0,5	10,2	65,2	6,3	19,2	25,4	30,8	73,5	2,7	1,9
1997	74,9	62,4	6,3	5,6	0,6	8,8	66,0	6,0	18,6	25,4	30,8	72,8	2,8	2,0
1998	73,1	61,1	6,3	5,4	0,4	7,7	65,4	5,5	16,4	26,1	30,7	71,4	3,2	1,7
1999	71,9	60,1	6,2	5,3	0,3	6,3	65,6	5,1	14,5	26,8	30,6	70,0	-	1,9
2000	69,4	57,9	6,1	5,1	0,3	5,5	63,9	4,5	14,4	27,4	27,6	67,6	-	1,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	69,2	57,7	6,2	5,0	0,3	5,8	63,4	3,2	.	.	.	67,5	-	1,7

#### 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
1998	119,2	60,9	105,8	64,6	59,5	55,2	116,3	6,3	66,8	63,9	55,0	48,8
1999	114,9	61,2	104,3	63,1	58,5	49,7	114,5	6,0	63,1	64,9	54,4	46,8
2000	109,2	60,2	104,7	60,5	57,3	39,1	110,5	5,6	55,8	63,6	53,3	44,0
2001	107,6	59,5	.	57,1	57,3	36,4	109,8	5,6	52,8	63,2	55,5	43,4

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 deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje 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			
		Necesidades de financiación <sup>2)</sup>	Efecto de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efecto agregación <sup>5)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>6)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>7)</sup>
1992	6,7	5,6	0,4	0,7	0,1	0,1	1,1	1,0	4,5	4,8	3,1	0,6	1,9
1993	8,0	7,5	0,3	0,1	0,1	0,2	1,2	0,1	6,5	3,6	2,0	1,3	4,4
1994	6,0	5,2	0,2	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,9	4,9	5,9	3,6	1,7	0,2
1995	7,8	5,5	0,2	2,2	-0,2	0,2	2,3	0,0	5,2	5,3	2,2	1,5	2,4
1996	3,8	4,2	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,4	3,2	2,6	0,8	2,6	1,2
1997	2,3	2,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	3,1	0,3	-0,1	1,8	2,0
1998	1,6	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	2,6	-1,0	-0,8	2,4	2,7
1999	1,6	1,3	0,3	0,0	0,0	0,2	-0,4	-0,7	2,5	-1,6	-0,7	-0,7	3,2
2000	0,8	0,8	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,7	-1,5	-1,3	-0,9	2,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	1,7	1,7	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,4	1,3	0,4	-0,1	-0,4	1,3

#### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones en la deuda	Déficit(-) / superávit (+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>										Otras variaciones en volumen	Otros <sup>11)</sup>
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP					Efecto de valoración		Efecto tipo de cambio			
				Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>10)</sup>	Préstamos	Acciones y otras participaciones	Privatizaciones	Aportaciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1992	6,7	-4,9	1,8	0,7	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,7	0,0
1993	8,0	-5,7	2,3	1,5	1,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	0,3
1994	6,0	-5,1	0,9	0,0	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	0,7	0,1
1995	7,8	-5,0	2,7	0,6	0,1	-0,1	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	2,2	-0,3
1996	3,8	-4,3	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,6	-0,3	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,8	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,3
1998	1,6	-2,2	-0,6	-0,5	0,2	0,0	0,0	-0,7	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	1,6	-1,3	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,7	-0,9	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2
2000	0,8	0,2	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	-0,1	-0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	1,7	-1,4	0,3	-0,3	-0,5	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,5

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)] ÷ 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 (incluidas las reservas)

**Cuadro 8.1**

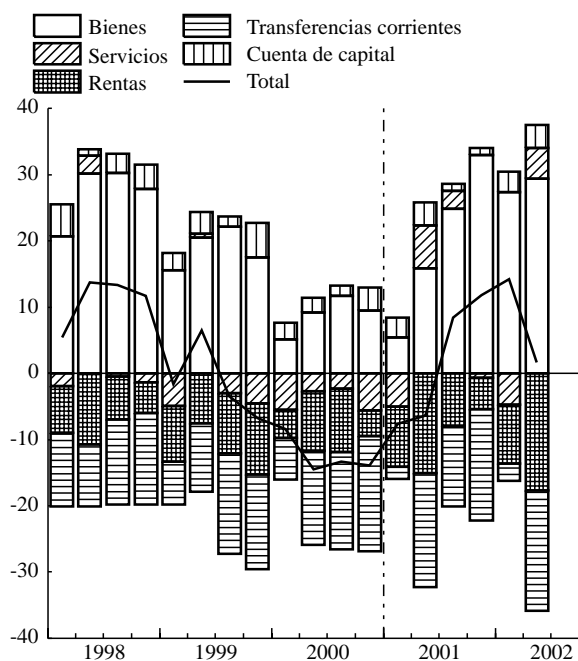
## Resumen de la balanza de pagos<sup>1)2)</sup>

[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	Renta	Transferencias corrientes		Total	Inversión directa	Inversión de cartera	Derivados financieros	Otra inversión	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	62,1	116,4	3,1	-15,2	-42,2	13,0	.	-44,5	-24,3	.	.	.	.
1998	31,9	109,0	-1,1	-28,8	-47,2	12,4	-68,4	-81,3	-110,0	-8,2	123,0	8,2	24,1
1999	-18,3	75,6	-11,9	-35,7	-46,3	12,9	10,9	-118,1	-45,7	4,5	160,1	10,1	-5,5
2000	-59,9	35,6	-16,1	-26,7	-52,6	9,7	93,4	17,6	-111,5	-1,7	171,5	17,6	-43,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	-2,3	79,2	3,5	-36,8	-48,2	8,5	-72,3	-103,3	36,4	-20,6	-2,7	17,8	66,1
2001 II	-9,9	15,9	6,5	-15,1	-17,2	3,5	-12,0	-51,7	25,7	0,7	10,8	2,5	18,4
III	7,4	24,8	2,7	-7,9	-12,2	1,0	-55,2	-22,4	49,6	-12,0	-72,8	2,5	46,7
IV	10,7	33,0	-0,7	-4,7	-16,9	1,1	-35,8	11,5	-0,4	-7,2	-42,9	3,3	24,0
2002 I	11,1	27,4	-4,7	-8,9	-2,6	3,1	-28,3	-16,8	-54,8	0,3	46,1	-3,1	14,1
II	-1,8	29,4	4,6	-17,7	-18,2	3,5	-33,1	-2,7	57,7	-0,9	-94,2	6,9	31,5
2001 May	-2,2	4,4	2,8	-3,9	-5,4	0,5	-9,6	-41,5	15,1	3,6	16,8	-3,6	11,3
Jun	-1,0	8,4	2,1	-4,2	-7,3	0,8	-14,0	-11,0	29,8	-4,6	-27,4	-0,8	14,2
Jul	-0,2	10,9	1,5	-7,1	-5,4	0,4	-20,3	-1,5	3,2	-7,4	-14,5	0,0	20,0
Ago	6,0	7,8	0,9	0,3	-3,0	0,6	-11,3	-7,0	2,4	-3,6	-7,2	4,1	4,7
Sep	1,6	6,1	0,4	-1,1	-3,8	0,1	-23,6	-13,9	44,0	-1,0	-51,1	-1,6	22,0
Oct	4,6	11,9	0,6	-2,4	-5,5	0,3	-23,0	3,8	-0,7	-2,7	-20,7	-2,6	18,2
Nov	3,3	9,9	-1,1	-0,1	-5,4	0,2	-8,4	10,8	16,5	-2,9	-32,8	0,0	4,9
Dic	2,8	11,2	-0,2	-2,2	-6,0	0,6	-4,3	-3,0	-16,2	-1,6	10,7	5,9	0,9
2002 Ene	0,4	3,8	-2,5	-6,6	5,6	2,5	-50,0	-1,6	-41,8	2,5	-3,7	-5,3	47,1
Feb	3,7	10,0	-1,8	-0,6	-3,8	0,2	6,4	-8,4	-14,3	1,4	25,2	2,5	-10,3
Mar	7,1	13,6	-0,4	-1,7	-4,4	0,3	15,3	-6,8	1,3	-3,6	24,6	-0,2	-22,7
Abr	-5,8	8,2	-0,1	-7,9	-6,0	1,3	-1,1	7,7	11,5	2,1	-30,8	8,3	5,6
May	0,1	9,2	2,8	-6,4	-5,5	1,1	4,9	5,1	32,0	-1,9	-32,4	2,1	-6,1
Jun	3,9	12,1	2,0	-3,4	-6,7	1,1	-36,9	-15,5	14,3	-1,1	-31,0	-3,5	31,9
Jul	2,6	14,2	0,9	-9,3	-3,2	0,5	-11,2	-3,6	14,2	-7,0	-12,3	-2,5	8,1

### Cuenta corriente y cuenta de capital

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); flujos netos]



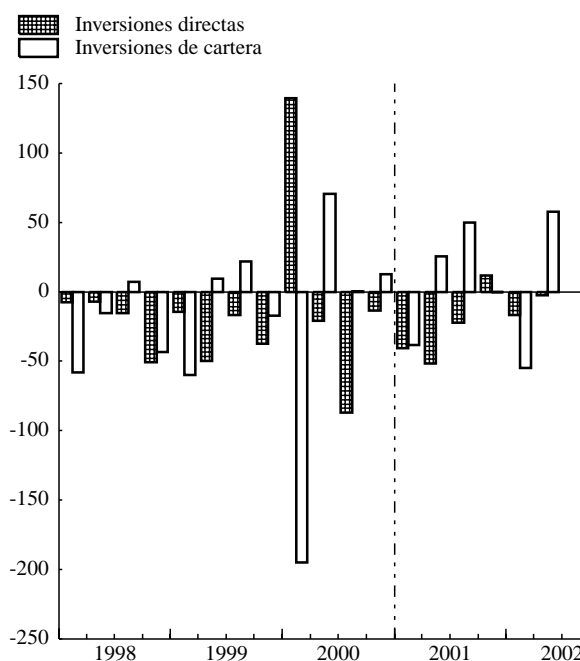
Fuente: BCE.

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.

### Inversiones directas y de cartera

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); flujos netos]



Cuadro 8.2

Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital<sup>1)</sup>

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

## 1. Principales partidas

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos <sup>12</sup>	Pagos <sup>13</sup>
	Ingresos <sup>1</sup>	Pagos <sup>2</sup>	Neto <sup>3</sup>	Ingresos <sup>4</sup>	Pagos <sup>5</sup>	Ingresos <sup>6</sup>	Pagos <sup>7</sup>	Ingresos <sup>8</sup>	Pagos <sup>9</sup>	Ingresos <sup>10</sup>	Pagos <sup>11</sup>		
1997	1.218,5	1.156,3	62,1	754,6	638,3	214,2	211,0	189,5	204,7	60,1	102,3	18,9	5,9
1998	1.277,7	1.245,8	31,9	784,4	675,4	231,9	233,0	198,5	227,3	63,0	110,1	17,7	5,3
1999	1.334,5	1.352,7	-18,3	818,1	742,5	244,5	256,4	207,0	242,7	64,8	111,1	19,1	6,3
2000	1.597,6	1.657,5	-59,9	986,8	951,3	279,5	295,7	264,0	290,7	67,2	119,9	18,3	8,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	1.717,2	1.719,4	-2,3	1.038,3	959,1	318,7	315,2	285,5	322,3	74,8	122,9	16,4	7,9
2001 II	435,1	444,9	-9,9	262,7	246,8	83,0	76,5	74,4	89,5	15,0	32,2	5,3	1,8
III	424,7	417,3	7,4	255,1	230,3	86,0	83,2	69,0	76,9	14,7	26,9	2,7	1,7
IV	434,1	423,4	10,7	266,0	233,0	81,0	81,7	71,5	76,2	15,5	32,4	4,0	3,0
2002 I	413,6	402,5	11,1	253,0	225,6	71,7	76,4	58,2	67,1	30,8	33,4	4,6	1,5
II	418,1	419,9	-1,8	261,0	231,6	80,8	76,1	61,9	79,6	14,3	32,5	5,0	1,6
2001 May	148,3	150,5	-2,2	89,0	84,7	28,3	25,6	26,0	29,9	4,9	10,3	1,4	1,0
Jun	148,1	149,1	-1,0	90,0	81,6	28,4	26,3	25,4	29,6	4,3	11,6	1,3	0,4
Jul	153,2	153,4	-0,2	91,7	80,8	30,8	29,3	25,7	32,8	5,1	10,5	1,0	0,6
Ago	136,8	130,8	6,0	82,1	74,3	29,1	28,2	21,3	21,0	4,4	7,4	1,1	0,5
Sep	134,7	133,1	1,6	81,3	75,2	26,1	25,8	22,0	23,1	5,2	9,0	0,6	0,5
Oct	149,6	145,0	4,6	95,1	83,2	28,0	27,4	21,9	24,3	4,6	10,1	1,0	0,7
Nov	138,8	135,5	3,3	89,3	79,4	24,6	25,7	20,1	20,2	4,7	10,2	0,9	0,6
Dic	145,7	142,9	2,8	81,6	70,4	28,5	28,7	29,5	31,7	6,2	12,1	2,2	1,7
2002 Ene	141,5	141,2	0,4	79,2	75,4	24,1	26,6	20,8	27,5	17,4	11,8	3,0	0,5
Feb	131,5	127,9	3,7	82,5	72,5	22,7	24,5	19,3	19,9	7,1	10,9	0,8	0,6
Mar	140,5	133,4	7,1	91,3	77,7	24,9	25,3	18,1	19,7	6,3	10,7	0,8	0,5
Abr	136,1	141,9	-5,8	86,1	77,9	25,8	25,9	19,6	27,5	4,7	10,7	1,9	0,6
May	140,8	140,7	0,1	86,7	77,6	28,0	25,2	21,0	27,4	5,1	10,5	1,5	0,4
Jun	141,1	137,2	3,9	88,2	76,1	27,0	25,0	21,4	24,7	4,6	11,3	1,6	0,5
Jul	148,6	146,0	2,6	93,0	78,8	29,7	28,8	20,1	29,4	5,8	9,0	1,1	0,6

## 2. Principales partidas de la cuenta corriente (desestacionalizadas)

	Cuenta corriente										
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes	
	Ingresos <sup>1</sup>	Pagos <sup>2</sup>	Neto <sup>3</sup>	Ingresos <sup>4</sup>	Pagos <sup>5</sup>	Ingresos <sup>6</sup>	Pagos <sup>7</sup>	Ingresos <sup>8</sup>	Pagos <sup>9</sup>	Ingresos <sup>10</sup>	Pagos <sup>11</sup>
2000 II	387,3	407,2	-19,8	241,5	231,8	67,3	72,6	60,9	70,0	17,7	32,7
III	410,5	426,4	-16,0	252,9	245,0	71,6	74,2	70,2	79,0	15,8	28,2
IV	431,7	449,5	-17,8	264,8	259,8	75,5	80,9	73,8	76,8	17,5	32,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	428,7	435,8	-7,2	260,8	245,5	76,4	77,0	72,4	83,6	19,0	29,7
II	431,5	438,0	-6,5	263,5	246,3	80,7	78,1	68,9	80,5	18,3	33,1
III	432,5	427,1	5,4	260,0	239,4	80,4	80,1	73,4	79,3	18,8	28,3
IV	423,6	413,9	9,7	254,9	227,0	79,6	78,2	70,7	77,3	18,3	31,4
2002 I	398,1	390,1	8,0	258,9	227,2	77,7	79,5	42,2	52,1	19,3	31,2
II	412,0	413,3	-1,3	258,1	229,8	78,8	77,9	57,6	71,8	17,6	33,9
2001 May	145,7	145,0	0,7	88,4	81,4	27,1	25,8	24,7	27,0	5,5	10,8
Jun	141,5	146,0	-4,5	88,2	82,1	26,4	26,3	21,4	26,1	5,6	11,5
Jul	146,5	148,6	-2,1	86,7	81,5	27,3	27,2	26,3	29,2	6,1	10,7
Ago	146,7	140,7	6,0	89,1	80,0	27,0	27,1	24,5	25,8	6,1	7,8
Sep	139,4	137,8	1,6	84,1	77,9	26,1	25,8	22,6	24,3	6,6	9,8
Oct	141,7	138,0	3,7	85,7	76,7	26,3	25,7	23,3	25,3	6,4	10,4
Nov	138,7	135,8	2,9	84,8	75,5	25,6	26,1	22,4	23,8	6,0	10,4
Dic	143,2	140,1	3,1	84,4	74,9	27,7	26,4	25,1	28,2	6,0	10,6
2002 Ene	133,8	132,6	1,2	83,7	74,4	26,8	26,9	16,2	22,3	7,1	9,0
Feb	130,7	128,1	2,6	85,3	75,5	25,1	26,4	14,6	15,2	5,8	11,0
Mar	133,6	129,4	4,2	89,9	77,4	25,8	26,2	11,4	14,6	6,4	11,2
Abr	134,3	138,3	-4,0	82,8	75,7	26,1	26,7	19,6	24,5	5,8	11,4
May	138,2	136,9	1,3	86,1	75,0	26,7	25,5	19,6	25,0	5,8	11,5
Jun	139,5	138,1	1,4	89,2	79,1	26,0	25,8	18,4	22,2	5,9	11,0
Jul	138,2	138,3	-0,1	85,3	77,1	25,3	25,9	20,6	26,3	7,1	9,1

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	207,0	242,7	12,6	5,0	194,4	237,7	42,7	50,3	64,1	101,5	87,7	85,9
2000	264,0	290,7	13,2	5,4	250,8	285,2	57,4	59,3	74,6	106,9	118,7	119,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001	285,5	322,3	13,5	5,8	272,0	316,4	68,6	67,2	84,1	117,7	119,2	131,6
2001 I	70,6	79,6	3,3	1,1	67,2	78,5	15,6	15,4	17,8	26,3	33,8	36,8
II	74,4	89,5	3,4	1,5	71,0	88,0	18,8	15,4	21,5	39,4	30,7	33,3
III	69,0	76,9	3,3	1,7	65,6	75,2	15,1	15,1	22,4	29,1	28,1	31,0
IV	71,5	76,2	3,4	1,6	68,1	74,7	19,1	21,2	22,3	22,9	26,6	30,6
2002 I	58,2	67,1	3,4	1,2	54,8	65,9	11,2	12,4	19,1	27,6	24,5	25,9

	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	Ingresos 19	Pagos 20
1999	36,2	46,1	6,4	4,2	9,5	34,0	54,6	67,5
2000	47,4	52,2	10,0	7,1	14,2	30,6	60,5	76,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	58,4	58,9	10,2	8,3	16,5	38,8	67,7	78,9
2001 I	13,1	13,0	2,5	2,4	2,4	7,0	15,4	19,4
II	16,2	13,0	2,6	2,4	5,3	17,1	16,2	22,3
III	12,9	13,5	2,2	1,7	3,9	8,6	18,5	20,5
IV	16,1	19,4	3,0	1,8	4,8	6,2	17,5	16,7
2002 I	9,1	11,1	2,1	1,3	4,4	7,2	14,7	20,4

Fuente: BCE.



## Cuadro 8.4

### Balanza de pagos: cuenta de inversiones directas<sup>1)</sup>

[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		
		Total	IFM <sup>2)</sup>	No IFM	Total	IFM <sup>2)</sup>	No IFM		Total	IFM <sup>2)</sup>	No IFM	Total	IFM <sup>2)</sup>	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1997	-93,1	.	.	.	.	.	48,6	.	.	.	.	.	.	
1998	-172,8	.	.	.	.	.	91,5	.	.	.	.	.	.	
1999	-315,6	-234,7	-22,6	-212,1	-81,0	-1,7	-79,3	197,5	144,2	3,6	140,6	53,3	0,2	53,1
2000	-382,4	-283,6	-24,7	-258,9	-98,7	-2,2	-96,5	400,0	296,4	11,7	284,7	103,6	0,2	103,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-225,5	-139,8	-12,3	-127,4	-85,8	-0,7	-85,1	122,3	77,8	7,0	70,8	44,5	0,4	44,0
2001 II	-80,6	-59,2	-5,0	-54,2	-21,4	-0,2	-21,2	28,9	16,4	-0,2	16,6	12,4	-0,1	12,5
III	-46,6	-28,0	-0,9	-27,1	-18,5	-0,4	-18,2	24,1	15,7	-0,9	16,5	8,5	0,0	8,4
IV	-33,0	-26,0	-1,8	-24,3	-7,0	-0,1	-6,9	44,5	17,0	8,6	8,4	27,6	0,1	27,5
2002 I	-42,3	-28,1	-2,2	-25,9	-14,2	0,0	-14,2	25,5	11,8	1,2	10,7	13,6	-0,1	13,7
II	-36,7	-23,1	-5,9	-17,2	-13,6	-0,2	-13,4	34,0	18,9	0,7	18,3	15,1	0,0	15,1
2001 May	-51,8	-41,3	-2,2	-39,1	-10,5	0,0	-10,5	10,3	10,2	0,9	9,3	0,1	0,1	0,0
Jun	-21,9	-8,5	0,4	-8,9	-13,4	-0,1	-13,3	10,9	3,4	0,1	3,3	7,5	-0,1	7,7
Jul	-15,8	-16,3	-0,1	-16,2	0,5	-0,1	0,6	14,2	10,7	0,0	10,6	3,6	0,0	3,6
Ago	-10,7	-5,9	-1,1	-4,8	-4,8	-0,1	-4,7	3,7	-1,9	-0,8	-1,1	5,6	0,0	5,6
Sep	-20,1	-5,8	0,3	-6,1	-14,2	-0,2	-14,1	6,2	6,9	-0,1	7,0	-0,8	0,0	-0,8
Oct	4,8	-10,5	-0,6	-9,8	15,3	0,0	15,3	-1,1	-7,4	0,4	-7,8	6,3	0,0	6,3
Nov	-16,2	-5,9	0,4	-6,3	-10,3	0,0	-10,3	27,0	11,8	1,9	9,8	15,2	0,0	15,2
Dic	-21,6	-9,7	-1,5	-8,1	-11,9	0,0	-11,9	18,6	12,6	6,3	6,3	6,0	0,0	6,0
2002 Ene	-8,1	-8,0	-0,5	-7,5	0,0	0,0	0,0	6,5	1,5	0,2	1,3	5,0	0,0	5,0
Feb	-19,7	-4,9	-0,3	-4,6	-14,9	0,0	-14,9	11,3	3,3	1,1	2,2	8,0	0,0	8,0
Mar	-14,5	-15,2	-1,4	-13,7	0,7	-0,1	0,8	7,6	7,0	-0,1	7,1	0,6	-0,1	0,7
Abr	-6,6	-3,0	-4,1	1,1	-3,6	0,0	-3,6	14,3	6,7	0,3	6,4	7,6	-0,1	7,6
May	-14,6	-9,2	-1,0	-8,2	-5,4	0,0	-5,4	19,7	9,0	0,6	8,4	10,7	0,0	10,7
Jun	-15,6	-11,0	-0,9	-10,1	-4,6	-0,2	-4,4	0,1	3,2	-0,2	3,5	-3,2	0,1	-3,3
Jul	-9,3	-12,2	-3,4	-8,8	2,9	0,0	2,9	5,7	2,2	0,8	1,4	3,5	0,1	3,4

Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-).

2) Excluido el Eurosistema.

## Cuadro 8.5

### Balanza de pagos: cuenta de inversiones de cartera<sup>1)</sup>

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998): flujos netos]

#### 1. Por instrumentos<sup>2)</sup>

	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	-363,3	253,3	-116,2	104,0	-247,1	-238,9	-8,2	149,3	121,6	27,7
1999	-311,4	265,7	-156,3	92,4	-155,1	-154,4	-0,7	173,4	117,4	55,9
2000	-412,8	301,2	-288,5	44,9	-124,3	-102,7	-21,6	256,3	229,6	26,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	-270,1	306,5	-97,0	241,3	-173,1	-153,7	-19,4	65,2	76,2	-11,0
2001 II	-75,5	101,3	-42,5	108,7	-33,0	-46,6	13,6	-7,5	-1,6	-5,9
III	-24,0	73,7	-1,0	53,4	-23,0	-18,2	-4,8	20,2	29,8	-9,5
IV	-87,7	87,2	-24,4	60,5	-63,3	-51,6	-11,6	26,7	23,4	3,3
2002 I	-72,0	17,2	-32,6	31,5	-39,4	-19,6	-19,8	-14,3	0,8	-15,1
II	-42,0	99,7	-14,4	26,4	-27,5	-19,6	-8,0	73,3	48,1	25,2
2001 May	-28,1	43,2	-14,5	58,8	-13,6	-17,0	3,5	-15,7	-12,8	-2,8
Jun	-26,8	56,6	-11,6	38,9	-15,2	-17,8	2,6	17,7	14,3	3,3
Jul	-14,9	18,2	-10,2	15,4	-4,7	-9,1	4,4	2,8	2,4	0,4
Ago	-23,0	25,4	-4,7	13,6	-18,3	-16,9	-1,5	11,8	18,7	-6,9
Sep	13,9	30,1	13,9	24,4	0,1	7,7	-7,6	5,6	8,6	-2,9
Oct	-35,4	34,7	-7,9	23,0	-27,5	-19,4	-8,1	11,7	8,0	3,7
Nov	-41,1	57,6	-10,0	24,8	-31,1	-17,7	-13,4	32,9	35,0	-2,2
Dic	-11,1	-5,1	-6,5	12,7	-4,6	-14,5	9,8	-17,9	-19,6	1,7
2002 Ene	-28,5	-13,3	-14,7	15,1	-13,9	-2,2	-11,6	-28,4	-14,8	-13,6
Feb	-16,3	2,0	-8,6	7,3	-7,8	-4,4	-3,3	-5,2	-0,8	-4,4
Mar	-27,1	28,4	-9,4	9,1	-17,7	-12,9	-4,8	19,4	16,4	3,0
Abr	-8,5	20,0	-3,0	2,3	-5,6	-8,6	3,0	17,8	10,0	7,8
May	-26,2	58,2	-5,8	27,6	-20,4	-12,2	-8,3	30,5	13,9	16,6
Jun	-7,2	21,5	-5,7	-3,5	-1,5	1,2	-2,7	25,0	24,2	0,8
Jul	-15,9	30,1	-7,2	3,0	-8,7	-3,0	-5,7	27,1	17,8	9,3

#### 2. Activos, por instrumentos y sectores tenedores

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Eurosistema	IFM <sup>3)</sup>	No IFM			Eurosistema	IFM <sup>3)</sup>	No IFM			Eurosistema	IFM <sup>3)</sup>	No IFM		
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1999	0,1	-1,5	-155,0	-2,1	-152,8	0,1	-15,4	-139,1	-1,7	-137,4	0,9	-8,1	6,5	-0,1	6,7
2000	0,0	-4,4	-284,1	-2,5	-281,6	-1,7	-72,7	-28,4	-1,2	-27,2	2,2	-11,5	-12,2	-0,7	-11,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001	-0,4	3,3	-100,0	-2,0	-97,9	1,9	-70,5	-85,1	-0,9	-84,2	-2,4	-33,1	16,1	0,1	16,0
2001 II	0,0	6,3	-48,8	-0,7	-48,0	0,7	-22,3	-25,0	0,0	-25,0	-0,7	2,1	12,2	-0,1	12,3
III	-0,1	3,3	-4,3	-0,4	-3,9	1,0	4,2	-23,4	-0,1	-23,3	0,1	-13,4	8,6	-0,5	9,1
IV	-0,1	4,7	-28,9	-0,5	-28,4	-0,7	-36,2	-14,7	-0,3	-14,5	-0,3	-3,8	-7,5	1,9	-9,5
2002 I	0,0	-4,9	-27,8	-1,4	-26,3	0,2	-4,7	-15,1	-0,5	-14,7	0,8	-13,5	-7,0	-1,1	-5,9
II	0,0	-1,8	-12,6	.	.	-0,2	-7,7	-11,6	.	.	.	.	.	.	.
2002 Feb	0,0	1,1	-9,7	.	.	0,2	-3,9	-0,7	.	.	1,4	-5,2	0,5	.	.
Mar	0,0	-3,3	-6,0	.	.	0,1	-3,6	-9,4	.	.	-0,3	-1,5	-3,0	.	.
Abr	0,0	1,8	-4,8	.	.	0,2	2,0	-10,8	.	.	0,5	-0,8	3,3	.	.
May	0,0	-3,9	-1,8	.	.	0,0	-3,9	-8,2	.	.	-1,0	-1,6	-5,7	.	.
Jun	0,0	0,3	-6,0	.	.	-0,3	-5,9	7,4	.	.	.	.	.	.	.
Jul	0,0	0,2	-7,3	.	.	0,5	3,5	-7,0	.	.	.	.	.	.	.

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.

3) Excluido el Eurosistema.

## 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<sup>1) 2)</sup>

	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	-81,9	204,9	-0,7	3,5	-1,0	-6,1	-22,6	192,4	-37,6	40,4	15,0	152,0	-57,6	15,2
1999	-32,5	192,6	-2,0	6,6	3,3	-13,0	18,1	161,1	-47,2	53,8	65,3	107,3	-51,8	37,8
2000	-178,9	350,5	-1,1	0,9	-2,5	1,0	-131,3	289,6	-49,3	53,0	-82,0	236,6	-44,0	58,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-240,8	238,1	0,6	4,4	3,2	-1,2	-221,7	230,4	-43,6	22,0	-178,1	208,4	-22,9	4,5
2001 II	8,1	2,6	-0,8	4,3	-0,3	2,8	12,0	-9,1	-10,2	17,0	22,2	-26,1	-2,7	4,7
III	-55,1	-17,7	1,0	-0,9	-0,1	0,0	-53,0	-30,1	-7,8	11,2	-45,2	-41,3	-3,0	13,3
IV	-57,7	14,8	-0,4	3,7	1,2	4,2	-45,7	7,8	-18,1	-8,1	-27,6	15,9	-12,9	-1,0
2002 I	26,4	19,7	-0,4	1,2	0,2	-8,4	22,0	26,6	0,7	11,8	21,3	14,8	4,7	0,2
II	-85,2	-9,0	-0,6	-3,5	-2,5	1,6	-63,2	-12,1	-7,4	20,6	-55,8	-32,7	-19,0	5,1
2001 May	2,3	14,5	-0,3	1,6	1,2	2,4	4,7	4,9	-7,3	4,2	12,0	0,7	-3,4	5,6
Jun	-1,2	-26,2	-0,3	4,2	-1,3	1,2	-7,2	-30,2	-2,6	7,4	-4,6	-37,6	7,5	-1,4
Jul	46,3	-60,9	0,7	-0,4	-1,6	0,8	46,0	-67,3	-2,0	1,9	48,0	-69,2	1,2	6,0
Ago	-30,7	23,5	0,1	-2,4	1,7	-2,6	-31,6	24,9	-5,9	3,7	-25,7	21,2	-0,9	3,6
Sep	-70,8	19,7	0,1	1,9	-0,1	1,7	-67,4	12,4	0,1	5,6	-67,5	6,7	-3,4	3,8
Oct	-33,0	12,2	-0,5	4,5	-0,6	2,1	-22,5	6,1	-3,7	2,1	-18,8	4,0	-9,4	-0,5
Nov	-59,4	26,6	0,0	2,0	1,8	2,5	-53,0	23,0	-9,8	-13,5	-43,2	36,5	-8,3	-0,9
Dic	34,7	-24,0	0,1	-2,8	0,1	-0,4	29,8	-21,3	-4,7	3,3	34,4	-24,6	4,8	0,4
2002 Ene	3,8	-7,5	-0,7	2,6	-1,1	-8,8	15,7	0,7	-0,4	6,4	16,2	-5,7	-10,2	-2,0
Feb	27,8	-2,6	-0,1	-3,8	1,3	-1,6	6,4	12,6	-5,6	1,4	12,0	11,2	20,3	-9,8
Mar	-5,2	29,8	0,4	2,4	0,1	2,1	-0,2	13,2	6,7	3,9	-6,9	9,3	-5,4	12,1
Abr	-51,4	20,6	-0,4	-4,3	0,5	-0,5	-29,6	21,1	-4,3	7,7	-25,3	13,4	-22,0	4,4
May	-63,6	31,3	-0,1	-0,5	-1,2	-0,6	-56,1	34,5	-5,5	8,4	-50,6	26,1	-6,2	-2,2
Jun	29,8	-60,9	-0,1	1,3	-1,8	2,7	22,5	-67,7	2,4	4,5	20,2	-72,3	9,2	2,9
Jul	-3,5	-8,7	0,4	2,7	-0,4	-1,2	11,1	-3,8	4,6	5,4	6,5	-9,2	-14,6	-6,4

#### 2. Otras inversiones clasificadas por sectores e instrumentos<sup>1)</sup>

##### 2.1. Eurosistema

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos 1	Pasivos 2	Saldo 3	Activos 4	Pasivos 5	Saldo 6
1999	-1,2	6,7	5,5	-0,8	-0,1	-0,9
2000	-1,1	0,9	-0,2	0,0	0,0	0,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>						
2001	0,6	4,5	5,0	0,0	0,0	0,0
2001 I	0,8	-2,7	-1,9	0,0	0,0	0,0
II	-0,8	4,3	3,5	0,0	0,0	0,0
III	1,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
IV	-0,4	3,8	3,4	0,0	0,0	0,0
2002 I	-0,4	1,2	0,7	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 7	Pasivos 8	Saldo 9	Activos 10	Pasivos 11	Saldo 12	Activos 13	Pasivos 14	Saldo 15
1999	0,0	0,0	0,0	4,4	-13,1	-8,7	-1,2	0,2	-1,0
2000	0,1	0,0	0,1	-1,8	1,0	-0,8	-0,8	0,0	-0,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	-0,1	0,0	-0,1	4,6	-1,2	3,4	-1,3	0,0	-1,3
2001 I	0,0	0,0	0,0	2,9	-8,0	-5,1	-0,5	-0,2	-0,7
II	0,0	0,0	0,0	0,1	2,7	2,8	-0,4	0,1	-0,3
III	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	-0,3	0,0	-0,3
IV	0,0	0,0	0,0	1,4	4,1	5,5	-0,2	0,1	-0,1
2002 I	0,0	0,0	0,0	0,5	-8,1	-7,6	-0,3	-0,3	-0,6

## 2.3. IFM (excluido el Eurosistema)

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos 16	Pasivos 17	Saldo 18	Activos 19	Pasivos 20	Saldo 21
1999	17,3	160,4	177,7	0,8	0,7	1,5
2000	-127,3	284,3	157,0	-4,1	5,3	1,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>						
2001	-208,0	220,6	12,6	-13,7	9,8	-3,9
2001 I	-130,5	257,8	127,3	-4,5	3,9	-0,6
II	15,4	-11,9	3,5	-3,4	2,8	-0,6
III	-51,9	-31,9	-83,8	-1,1	1,8	0,7
IV	-41,0	6,5	-34,4	-4,7	1,3	-3,4
2002 I	21,5	21,7	43,3	0,4	4,9	5,3

## 2.4. Otros sectores

	Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos 22	Pasivos 23	Saldo 24	Activos 25	Pasivos 26	Saldo 27	Activos 28	Pasivos 29	Saldo 30
1999	-7,5	4,8	-2,7	-21,3	20,4	-1,0	-23,0	12,7	-10,3
2000	-14,9	10,4	-4,5	-23,8	53,6	29,8	-5,4	-5,0	-10,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	-7,5	3,0	-4,5	-9,2	1,2	-8,0	-6,2	0,3	-5,8
2001 I	-4,8	4,2	-0,6	3,0	-16,3	-13,3	-2,5	-0,4	-3,0
II	-3,7	1,8	-1,9	2,1	3,9	6,0	-1,2	-1,0	-2,1
III	-1,7	-1,5	-3,2	0,3	13,6	13,9	-1,7	1,3	-0,4
IV	2,5	-1,4	1,1	-14,6	0,0	-14,6	-0,8	0,4	-0,4
2002 I	-0,9	-1,2	-2,1	5,9	0,7	6,6	-0,3	0,8	0,4

## 3. Activos de reserva<sup>1)</sup>

	Total 1	Oro monetario 2	Derechos especiales de giro 3	Posición de reservas en el FMI 4	Divisas convertibles							Otros activos 12
					Total 5	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros 11	
						En las autoridades monetarias y el BPI 6	En bancos 7	Acciones y participa- ciones 8	Bonos y obliga- ciones 9	Instrumentos del mercado monetario 10		
1999	10,1	0,3	1,0	2,0	6,9	12,5	-11,3	0,2	3,5	2,0	-0,1	0,0
2000	17,6	1,0	0,3	2,9	13,3	4,3	4,7	0,0	-5,6	10,1	-0,1	0,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2001 I	9,5	0,3	-0,4	0,2	9,5	7,8	-8,2	-1,1	5,2	5,7	0,0	0,0
II	2,5	-0,1	-0,6	-0,7	4,0	0,2	-1,8	0,0	5,5	0,0	0,0	0,0
III	2,5	0,2	0,0	-4,5	6,7	-0,9	3,1	0,0	4,9	-0,4	0,0	0,0
IV	3,3	0,1	-0,1	0,8	2,4	2,7	1,7	0,0	4,8	-6,9	0,0	0,0
2002 I	-3,1	-0,2	0,0	-0,4	-2,4	-1,7	-12,4	0,0	4,2	7,4	0,0	0,0

Fuente: BCE.

1) Aumento (-); disminución (+).

## Cuadro 8.7

### Posición de inversión internacional y activos de reserva

#### 1. Posición neta de inversión internacional<sup>1)</sup>

[mm de euros (mm de ECU en 1997); activos menos pasivos; saldos a fin de período]

	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/ 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	-147,9	152,2	124,2	28,0	-713,5	-462,0	-251,5	-229,0	-22,5	2,3	81,7	100,0	-107,1	88,8	329,4
1999	-75,0	402,4	318,9	83,5	-752,8	-591,3	-161,4	-108,4	-53,0	10,1	-107,3	111,9	-338,2	119,0	372,6
2000	-101,4	466,6	395,0	71,6	-666,8	-366,9	-299,9	-263,1	-36,7	7,0	-286,2	115,7	-530,4	128,5	378,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 Ene 1	-152,1	459,3	388,5	70,8	-721,5	-375,8	-345,7	-308,6	-37,1	7,0	-288,2	114,9	-531,6	128,5	391,2

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 y del Banco Central Europeo<sup>1)</sup>

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

	Activos de reserva													Pro memoria:	
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Activos financieros denominados en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro
		En onzas troy de fino (millones) <sup>2)</sup>	Total			Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros	15			
						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	
<b>Eurosistema<sup>3)</sup></b>															
1998 Dic <sup>4)</sup>	329,4	99,6	404,131	5,2	23,4	201,2	12,6	19,6	169,0	0,0	116,6	52,4	0,0	0,0	7,6
1999 Dic	372,6	116,4	402,762	4,5	24,3	227,5	12,8	23,8	191,1	0,0	134,3	56,7	-0,2	0,0	14,6
2000 Dic	378,0	117,8	399,537	4,3	20,8	235,0	9,2	20,9	204,2	0,0	153,9	50,3	0,7	0,0	15,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 Ene 1	391,2	119,2	404,119	4,3	21,2	246,5	9,2	28,3	208,2	0,0	157,9	50,3	0,7	0,0	16,3
2001 Ene	385,7	115,0	404,119	4,5	22,3	244,0	11,8	20,8	210,7	-	-	-	0,7	0,0	20,9
Feb	383,9	116,5	404,119	4,8	21,3	241,3	10,4	22,3	207,8	-	-	-	0,8	0,0	21,2
Mar	392,9	117,6	403,153	4,9	21,4	249,0	9,7	29,4	209,5	-	-	-	0,5	0,0	20,2
Abr	386,3	119,5	403,153	4,9	21,1	240,8	11,5	24,3	204,6	-	-	-	0,4	0,0	23,4
May	408,5	127,2	403,153	5,6	22,3	253,4	10,6	27,6	215,0	-	-	-	0,2	0,0	22,9
Jun	410,0	128,6	403,089	5,7	22,9	252,8	9,8	31,6	211,2	-	-	-	0,2	0,0	22,7
Jul	397,1	122,3	402,639	5,5	22,7	246,6	8,5	36,5	201,2	-	-	-	0,4	0,0	23,8
Ago	381,8	120,0	402,430	5,5	21,9	234,4	8,3	28,3	197,3	-	-	-	0,5	0,0	23,7
Sep	393,4	129,0	401,904	5,4	25,8	233,2	10,2	25,9	196,7	-	-	-	0,4	0,0	21,9
Oct	393,6	123,9	401,902	5,4	24,9	239,5	8,6	33,3	197,1	-	-	-	0,5	0,0	21,9
Nov	396,5	124,4	401,903	5,4	24,7	241,9	7,9	33,7	199,9	-	-	-	0,4	0,0	22,2
Dic	392,4	126,1	401,876	5,5	25,3	235,6	8,0	25,9	201,2	-	-	-	0,4	0,0	24,9
2002 Ene	407,8	131,4	401,877	5,5	25,7	245,2	8,3	38,2	198,4	-	-	-	0,3	0,0	22,3
Feb	411,4	137,9	401,798	5,6	26,0	242,0	9,0	35,6	197,2	-	-	-	0,2	0,0	22,6
Mar	409,0	138,7	401,527	5,5	25,8	238,9	9,6	39,0	190,1	-	-	-	0,2	0,0	21,8
Abr	394,2	137,0	400,564	5,3	24,2	227,7	10,3	34,2	182,9	-	-	-	0,3	0,0	23,8
May	386,6	139,3	400,324	5,2	23,4	218,7	11,5	33,9	173,0	-	-	-	0,3	0,0	23,0
Jun	367,0	127,8	400,197	4,7	26,3	208,2	11,2	32,1	164,5	-	-	-	0,4	0,0	20,0
Jul	372,0	124,6	400,199	4,8	26,6	216,0	9,9	37,9	167,8	-	-	-	0,4	0,0	20,0
Ago	372,9	127,2	399,953	5,0	26,4	214,2	10,0	34,2	169,7	-	-	-	0,4	0,0	17,4
<b>Banco Central Europeo<sup>5)</sup></b>															
1999 Dic	49,3	7,0	24,030	0,0	0,0	42,3	0,3	7,8	34,3	0,0	27,7	6,5	0,0	0,0	2,6
2000 Dic	44,7	7,0	24,030	0,0	0,0	37,7	0,6	6,8	30,0	0,0	19,8	10,2	0,3	0,0	3,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 Ene	45,6	7,0	24,656	0,0	0,0	38,6	0,7	3,4	34,3	-	-	-	0,3	0,0	3,5
Feb	46,3	7,1	24,656	0,0	0,0	39,2	0,6	4,5	33,9	-	-	-	0,3	0,0	3,0
Mar	46,3	7,2	24,656	0,0	0,0	39,1	0,6	7,3	31,1	-	-	-	0,0	0,0	3,9
Abr	44,8	7,3	24,656	0,0	0,0	37,5	0,8	5,7	31,0	-	-	-	0,0	0,0	3,6
May	49,6	7,8	24,656	0,0	0,0	41,9	0,8	7,1	34,0	-	-	-	0,0	0,0	2,7
Jun	50,7	7,9	24,656	0,1	0,0	42,8	0,9	9,6	32,3	-	-	-	0,0	0,0	3,1
Jul	49,8	7,5	24,656	0,1	0,0	42,3	1,0	11,7	29,6	-	-	-	0,0	0,0	2,9
Ago	45,5	7,3	24,656	0,1	0,0	38,1	1,1	6,1	30,8	-	-	-	0,0	0,0	3,5
Sep	44,5	7,9	24,656	0,1	0,0	36,5	1,4	4,4	30,6	-	-	-	0,0	0,0	3,9
Oct	47,9	7,6	24,656	0,1	0,0	40,2	0,9	7,2	32,1	-	-	-	0,0	0,0	2,8
Nov	48,3	7,6	24,656	0,1	0,0	40,6	0,9	6,1	33,6	-	-	-	0,0	0,0	3,2
Dic	49,0	7,7	24,656	0,1	0,0	41,2	0,8	7,0	33,3	-	-	-	0,0	0,0	3,6
2002 Ene	51,8	8,1	24,656	0,1	0,0	43,6	1,1	9,0	33,5	-	-	-	0,0	0,0	3,5
Feb	51,1	8,5	24,656	0,1	0,0	42,6	1,1	9,5	32,0	-	-	-	0,0	0,0	3,7
Mar	50,9	8,5	24,656	0,1	0,0	42,3	1,2	9,0	32,1	-	-	-	0,0	0,0	3,6
Abr	48,7	8,4	24,656	0,1	0,0	40,2	1,8	7,8	30,6	-	-	-	0,0	0,0	3,7
May	46,8	8,6	24,656	0,1	0,0	38,1	1,4	7,9	28,9	-	-	-	0,0	0,0	4,0
Jun	45,6	7,9	24,656	0,1	0,0	37,7	1,2	9,0	27,5	-	-	-	0,0	0,0	3,7
Jul	46,9	7,7	24,656	0,1	0,0	39,1	1,1	9,9	28,1	-	-	-	0,0	0,0	3,4
Ago	45,9	7,8	24,656	0,2	0,0	37,9	1,4	6,8	29,7	-	-	-	0,0	0,0	2,8

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) 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.
- 3) Los datos no son totalmente comparables con los del cuadro 1.1, por diferencias en cobertura y valoración.
- 4) Saldo a 1 de enero de 1999.
- 5) Parte de las reservas del Eurosistema.

## 9 Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro

**Cuadro 9**

### 1. En términos nominales, en términos reales y valores unitarios por productos<sup>1) 2)</sup>

(sin desestacionalizar, salvo indicación en contrario)

	Exportaciones de bienes (f.o.b.)					Importaciones de bienes (c.i.f.)					Total (d)		
	Total				Pro memoria: manufacturas	Total				Pro memoria:		Exportaciones	Importaciones
	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales [mm de euros (mm de ECU hasta el final de 1998); 2000=100 para las columnas 12 y 13]													
1998	797,1	369,9	179,9	214,0	697,8	711,4	393,5	123,0	175,9	540,3	41,6	79,2	71,1
1999	832,8	386,5	183,2	224,2	725,0	781,2	423,2	143,6	192,1	590,6	61,5	82,5	78,1
2000	1.013,7	482,6	221,7	265,4	883,2	1.008,4	579,8	179,4	218,1	730,2	118,9	100,0	100,0
Ampliación de la zona del euro													
2001	1.057,4	486,5	234,0	283,8	923,5	1.008,6	570,7	176,2	223,8	730,9	107,1	105,8	98,7
2001 II	266,8	124,7	58,7	70,2	232,6	259,6	149,3	45,2	55,8	187,4	28,8	105,9	101,3
2001 III	257,6	118,1	55,7	70,9	225,1	239,1	134,8	38,8	56,3	171,6	27,8	106,5	98,3
2001 IV	271,9	120,9	62,8	74,3	237,1	246,6	135,7	44,4	56,6	179,7	23,1	104,0	93,9
2002 I	256,2	117,9	53,8	71,9	223,8	238,9	134,9	39,4	55,4	174,5	23,6	106,4	94,0
2002 II	270,1	125,5	57,3	73,3	231,9	245,5	140,4	39,5	55,5	172,7	24,9	106,3	94,8
2002 Feb	83,2	38,1	17,2	23,9	72,7	77,7	43,7	12,7	18,2	56,5	8,1	105,7	94,2
2002 Mar	92,3	42,2	20,0	25,6	80,7	81,2	45,7	13,9	18,6	60,0	7,5	107,4	94,7
2002 Abr	89,8	41,4	18,8	25,0	78,0	84,7	48,0	14,0	19,2	60,6	8,5	106,2	95,9
2002 May	90,3	42,6	19,3	24,0	78,5	81,7	46,9	13,2	18,3	58,2	8,5	108,1	95,2
2002 Jun	90,1	41,6	19,2	24,3	75,5	79,1	45,5	12,2	17,9	53,9	7,9	104,5	93,2
2002 Jul	92,0	42,9	20,1	25,2	81,2	79,9	45,0	12,4	18,8	57,4	4,4	102,1	92,4
En términos reales (tasas de variación interanuales; 2000=100 para las columnas 12 y 13) <sup>3)</sup>													
1998	3,6	4,2	6,0	3,8	4,0	11,4	8,2	21,8	7,7	13,4	-4,5	87,6	89,7
1999	2,2	2,8	-0,8	3,3	1,4	6,1	3,5	12,9	7,7	7,1	6,0	89,3	95,2
2000	12,4	12,5	12,7	12,7	13,6	5,9	6,8	11,7	4,5	8,9	4,7	100,0	100,0
Ampliación de la zona del euro													
2001	1,7	-1,1	4,3	3,8	2,0	-1,6	-1,9	-5,7	-2,6	-3,7	-1,3	101,9	98,2
2001 II	2,9	0,7	4,2	5,0	3,2	-1,4	-1,5	-3,9	-2,6	-2,7	-0,5	101,6	98,4
2001 III	0,3	-2,3	2,8	2,8	0,9	-4,4	-4,6	-11,1	-2,3	-6,7	-2,9	102,2	97,7
2001 IV	-2,7	-7,1	-1,1	1,0	-3,3	-2,8	-3,5	-13,0	-2,7	-6,7	-0,3	100,2	96,9
2002 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (tasas de variación interanuales; 2000=100 para las columnas 12 y 13) <sup>3)</sup>													
1998	0,9	-0,7	0,8	2,0	1,5	-5,4	-6,5	-3,6	1,2	-1,1	-30,4	90,5	79,4
1999	2,3	1,7	2,7	1,4	2,4	3,5	3,9	3,4	1,4	2,0	39,4	92,4	82,0
2000	8,3	11,0	7,4	5,1	7,2	21,9	28,3	11,8	8,7	13,5	84,8	100,0	100,0
Ampliación de la zona del euro													
2001	3,7	3,0	3,0	5,2	3,9	0,5	-0,3	3,1	5,0	2,8	-11,5	103,9	100,6
2001 II	5,8	5,1	4,2	7,0	5,7	6,0	6,3	5,3	7,5	6,1	4,3	104,3	103,0
2001 III	3,1	0,8	2,3	6,6	3,0	-0,4	-2,3	2,4	5,3	2,2	-12,7	104,3	100,7
2001 IV	0,2	0,2	0,5	2,0	1,1	-10,5	-12,6	-2,9	-0,2	-5,2	-34,0	103,9	97,0
2002 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cálculos de cifras en términos reales y desestacionalización de los valores unitarios).

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) La desagregación por productos de las columnas 2 a 4 y 7 a 9 se ha realizado de conformidad con la Clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 5 y 10) y el petróleo (columna 11) se detallan conforme a la CUCI Rev.3.

3) Para el 2001, las tasas de variación interanuales se calculan utilizando los índices de valor unitario de la zona del euro, excluida Grecia.

## 2. Desagregación por áreas geográficas<sup>1)</sup>

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); sin desestacionalizar, salvo indicación en contrario]

	Total	Total (d)	Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Países candidatos	Suiza	Estados Unidos	Japón	Asia excl. Japón	África	América Latina	Otros países
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Exportaciones (f.o.b.)</b>													
1998	797,1	-	150,5	31,6	20,6	101,5	51,1	120,3	23,9	114,9	49,7	42,4	90,5
1999	832,8	-	161,4	33,1	21,1	102,9	56,1	135,1	26,8	119,2	48,4	39,1	89,6
2000	1.013,7	-	189,7	38,8	23,2	131,0	63,4	171,4	34,2	151,6	56,1	46,7	107,8
<b>Ampliación de la zona del euro</b>													
2001	1.057,4	-	199,8	36,6	24,0	137,2	66,5	179,5	34,5	165,1	60,2	49,8	104,2
2001 II	266,8	265,4	50,8	9,1	6,0	34,5	16,8	45,4	8,4	41,1	15,5	12,9	26,5
III	257,6	266,9	49,0	8,3	5,9	32,9	16,2	43,9	8,2	40,4	14,5	12,1	26,3
IV	271,9	260,8	50,1	9,5	6,1	36,0	16,3	44,9	8,8	43,2	15,8	12,6	28,5
2002 I	256,2	266,7	51,1	9,1	6,1	33,7	15,8	44,2	7,8	39,0	14,0	10,2	25,3
II	270,1	266,4	50,3	9,1	6,1	37,2	16,6	44,9	7,7	42,3	15,4	11,2	.
2002 Feb	83,2	88,3	16,7	3,0	1,9	11,3	5,3	14,2	2,5	12,4	4,5	3,3	8,1
Mar	92,3	89,8	18,2	3,2	2,1	12,1	5,7	15,8	2,8	14,5	5,1	3,8	9,1
Abr	89,8	88,8	17,1	3,3	2,0	12,1	5,5	15,2	2,6	13,8	5,0	3,7	9,7
May	90,3	90,3	16,8	2,9	2,0	12,7	5,6	15,0	2,5	14,1	5,3	3,6	.
Jun	90,1	87,3	16,4	2,9	2,1	12,4	5,5	14,8	2,6	14,4	5,1	3,8	.
Jul	92,0	85,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
% variación sobre año anterior													
2002 Jul	-0,9	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>													
1998	711,4	-	122,6	30,9	17,4	71,6	40,9	104,8	48,5	132,0	45,8	29,3	67,6
1999	781,2	-	131,0	33,2	18,6	80,4	43,2	113,2	53,9	151,8	49,0	30,4	76,5
2000	1.008,4	-	156,6	38,0	21,8	101,2	49,8	140,7	65,5	211,6	72,2	39,7	111,5
<b>Ampliación de la zona del euro</b>													
2001	1.008,6	-	152,5	33,7	20,9	117,3	53,0	138,2	58,6	207,6	73,7	40,9	112,2
2001 II	259,6	259,1	39,4	8,6	5,0	29,7	13,2	36,2	15,7	52,2	19,0	11,3	29,4
III	239,1	251,4	35,4	7,6	5,1	28,4	12,1	31,3	13,1	51,0	17,9	10,2	27,0
IV	246,6	240,2	38,4	8,5	5,6	30,0	14,0	32,7	13,5	50,2	17,0	9,5	27,2
2002 I	238,9	240,5	35,7	8,2	5,1	29,2	12,7	32,6	12,5	49,0	17,8	9,2	26,9
II	245,5	242,5	36,3	8,7	5,1	30,6	13,3	32,0	13,0	46,8	16,8	10,4	.
2002 Feb	77,7	80,4	11,5	2,6	1,7	9,8	4,5	10,5	3,8	15,5	5,9	2,8	9,3
Mar	81,2	80,8	12,5	2,9	1,7	10,3	4,3	11,2	4,4	16,4	5,7	3,3	8,6
Abr	84,7	81,8	12,4	3,0	1,7	10,3	4,7	11,4	4,6	15,9	5,9	3,7	11,2
May	81,7	81,2	12,3	2,8	1,7	9,9	4,3	10,6	4,3	15,8	5,8	3,3	.
Jun	79,1	79,5	11,5	2,9	1,7	10,4	4,3	10,0	4,1	15,1	5,2	3,4	.
Jul	79,9	78,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
% variación sobre año anterior													
2002 Jul	-4,9	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Saldo</b>													
1998	85,7	-	28,0	0,7	3,2	29,9	10,2	15,5	-24,6	-17,1	3,9	13,1	22,9
1999	51,6	-	30,4	-0,1	2,6	22,5	12,9	21,9	-27,1	-32,6	-0,6	8,7	13,1
2000	5,3	-	33,1	0,8	1,4	29,8	13,6	30,7	-31,3	-60,0	-16,1	7,0	-3,7
<b>Ampliación de la zona del euro</b>													
2001	48,8	-	47,4	2,9	3,1	19,9	13,5	41,3	-24,1	-42,6	-13,5	8,9	-7,9
2001 II	7,2	6,3	11,4	0,5	1,0	4,8	3,6	9,2	-7,3	-11,0	-3,5	1,6	-2,9
III	18,5	15,5	13,5	0,6	0,8	4,5	4,1	12,6	-4,8	-10,6	-3,4	1,9	-0,7
IV	25,3	20,6	11,7	1,0	0,5	5,9	2,3	12,3	-4,7	-7,0	-1,2	3,1	1,2
2002 I	17,3	26,2	15,4	0,9	1,0	4,5	3,1	11,6	-4,7	-10,0	-3,8	1,0	-1,7
II	24,7	23,9	14,0	0,5	1,1	6,5	3,2	12,9	-5,3	-4,5	-1,5	0,8	.
2002 Feb	5,5	7,9	5,3	0,4	0,3	1,5	0,9	3,7	-1,3	-3,1	-1,3	0,5	-1,2
Mar	11,1	9,0	5,7	0,2	0,4	1,8	1,4	4,6	-1,6	-1,9	-0,5	0,5	0,6
Abr	5,1	7,0	4,7	0,3	0,3	1,7	0,8	3,7	-2,0	-2,1	-0,9	0,0	-1,5
May	8,6	9,1	4,5	0,1	0,3	2,8	1,2	4,4	-1,8	-1,7	-0,5	0,3	.
Jun	11,0	7,8	4,9	0,0	0,5	2,0	1,2	4,8	-1,5	-0,7	-0,1	0,5	.
Jul	12,0	6,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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 (cuadros 8.1 y 8.2).



# 10 Tipos de cambio

**Cuadro 10**

**Tipos de cambio**

[medias del período; unidades de moneda nacional por ECU o euro (bilateral); índice: 1999 I = 100 (efectivo)]

	Tipo de cambio efectivo del euro <sup>1)</sup>						Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>2)</sup>			
	Grupo reducido				Grupo amplio		Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Libra esterlina
	Nominal	Deflactado por IPC	Deflactado por IPRI	Deflactado por CLUM	Nominal	Deflactado por IPC				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	99,1	99,4	99,3	100,5	90,4	96,6	1,134	137,1	1,644	0,692
1998	101,5	101,3	101,6	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	87,0	86,9	88,2	86,3	0,924	99,5	1,558	0,609
2000 I	89,0	89,6	89,8	89,3	91,1	89,5	0,986	105,5	1,607	0,614
II	86,0	86,6	87,0	87,4	88,4	86,6	0,933	99,6	1,563	0,610
III	84,7	85,7	86,3	86,3	87,3	85,3	0,905	97,4	1,544	0,612
IV	83,0	84,0	84,9	84,6	85,9	83,6	0,868	95,3	1,516	0,600
2000 Ene	90,2	90,8	90,9	-	92,4	90,7	1,014	106,5	1,610	0,618
Feb	89,2	89,8	90,0	-	91,2	89,6	0,983	107,6	1,607	0,615
Mar	87,7	88,3	88,5	-	89,7	88,1	0,964	102,6	1,604	0,611
Abr	86,1	86,6	87,0	-	88,4	86,7	0,947	99,9	1,574	0,598
May	84,5	85,0	85,7	-	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	86,1	-	87,0	85,1	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	87,1	-	88,1	85,8	0,897	100,6	1,514	0,613
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	87,3	88,9	89,2	88,7	91,0	88,1	0,896	108,7	1,511	0,622
2001 I	88,6	89,8	90,4	89,4	91,4	88,7	0,923	109,1	1,533	0,633
II	86,0	87,7	87,8	87,5	89,5	86,8	0,873	106,9	1,528	0,614
III	87,0	88,7	88,8	88,1	91,2	88,0	0,890	108,3	1,507	0,619
IV	87,5	89,6	89,7	89,7	92,0	88,7	0,896	110,5	1,473	0,621
2002 I	87,1	89,7	89,6	89,3	91,3	88,1	0,877	116,1	1,473	0,615
II	88,8	91,7	91,4	91,6	93,9	90,5	0,919	116,5	1,465	0,629
III	91,3	94,3	94,2	-	97,9	93,9	0,984	117,2	1,464	0,635
2001 Ene	89,2	90,2	90,8	-	91,7	89,0	0,938	109,6	1,529	0,635
Feb	88,3	89,4	90,2	-	91,0	88,3	0,922	107,1	1,536	0,634
Mar	88,4	89,8	90,4	-	91,4	88,9	0,910	110,3	1,535	0,629
Abr	87,6	89,1	89,4	-	91,0	88,4	0,892	110,4	1,529	0,622
May	85,9	87,6	87,6	-	89,3	86,7	0,874	106,5	1,533	0,613
Jun	84,7	86,3	86,3	-	88,1	85,4	0,853	104,3	1,522	0,609
Jul	85,4	87,1	87,1	-	89,1	86,2	0,861	107,2	1,514	0,609
Ago	87,7	89,3	89,4	-	91,8	88,6	0,900	109,3	1,514	0,627
Sep	88,0	89,7	89,8	-	92,6	89,4	0,911	108,2	1,491	0,623
Oct	88,0	90,0	90,0	-	92,8	89,5	0,906	109,9	1,479	0,624
Nov	86,8	88,8	89,0	-	91,3	88,0	0,888	108,7	1,466	0,618
Dic	87,7	89,9	90,0	-	91,9	88,6	0,892	113,4	1,475	0,620
2002 Ene	87,6	90,3	90,2	-	91,6	88,4	0,883	117,1	1,475	0,617
Feb	86,8	89,3	89,3	-	91,1	87,8	0,870	116,2	1,477	0,612
Mar	86,8	89,6	89,3	-	91,2	88,2	0,876	114,7	1,468	0,616
Abr	87,2	90,1	89,8	-	91,7	88,5	0,886	115,8	1,466	0,614
May	88,6	91,5	91,1	-	93,7	90,4	0,917	115,9	1,457	0,628
Jun	90,6	93,5	93,2	-	96,4	92,7	0,955	117,8	1,472	0,644
Jul	91,7	94,7	94,4	-	98,2	94,3	0,992	117,1	1,462	0,639
Ago	91,1	94,0	93,9	-	97,7	93,6	0,978	116,3	1,464	0,636
Sep	91,2	94,1	94,2	-	98,0	93,7	0,981	118,4	1,465	0,631
% var. sobre <sup>4)</sup> mes anterior										
2002 Sep	0,2	0,2	0,3	-	0,3	0,1	0,3	1,8	0,1	-0,9
% var. sobre <sup>4)</sup> año anterior										
2002 Sep	3,7	4,9	4,9	-	5,8	4,9	7,7	9,4	-1,8	1,2

Fuente: BCE.

1) En las notas generales se ofrecen más detalles sobre los cálculos.

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.

Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>2)</sup>								
Corona sueca	Corona danesa	Corona noruega	Dólar canadiense	Dólar australiano	Dólar de Hong Kong <sup>3)</sup>	Won coreano <sup>3)</sup>	Dólar de Singapur <sup>3)</sup>	
11	12	13	14	15	16	17	18	
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
8,50	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
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>								
9,26	7,45	8,05	1,386	1,732	6,99	1.154,8	1,604	2001
9,00	7,46	8,20	1,410	1,741	7,20	1.174,7	1,616	2001 I
9,13	7,46	8,01	1,345	1,701	6,81	1.138,9	1,583	II
9,41	7,44	8,01	1,374	1,734	6,94	1.150,1	1,582	III
9,48	7,44	7,97	1,416	1,751	6,99	1.155,2	1,634	IV
9,16	7,43	7,81	1,398	1,692	6,84	1.155,3	1,607	2002 I
9,16	7,43	7,52	1,428	1,666	7,17	1.157,8	1,657	II
9,23	7,43	7,40	1,536	1,796	7,67	1.172,7	1,729	III
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
9,06	7,46	7,99	1,347	1,681	6,82	1.133,7	1,586	May
9,21	7,45	7,94	1,302	1,647	6,65	1.104,1	1,550	Jun
9,26	7,44	7,97	1,315	1,689	6,71	1.120,3	1,569	Jul
9,31	7,45	8,06	1,386	1,717	7,02	1.154,0	1,586	Ago
9,67	7,44	8,00	1,426	1,804	7,11	1.178,3	1,593	Sep
9,58	7,44	8,00	1,422	1,796	7,07	1.178,6	1,640	Oct
9,42	7,45	7,92	1,415	1,717	6,93	1.137,5	1,625	Nov
9,44	7,44	7,99	1,408	1,735	6,96	1.147,0	1,639	Dic
9,23	7,43	7,92	1,413	1,709	6,89	1.160,8	1,625	2002 Ene
9,18	7,43	7,79	1,388	1,696	6,79	1.147,2	1,594	Feb
9,06	7,43	7,72	1,390	1,669	6,83	1.157,3	1,602	Mar
9,14	7,43	7,62	1,401	1,654	6,91	1.163,2	1,619	Abr
9,22	7,44	7,52	1,421	1,666	7,15	1.150,1	1,651	May
9,11	7,43	7,40	1,463	1,679	7,45	1.160,6	1,703	Jun
9,27	7,43	7,40	1,532	1,792	7,74	1.169,2	1,740	Jul
9,25	7,43	7,43	1,533	1,805	7,63	1.167,1	1,716	Ago
9,17	7,43	7,36	1,543	1,793	7,65	1.182,6	1,732	Sep
-0,9	0,0	-0,9	0,7	-0,7	0,3	1,3	0,9	% var. sobre mes anterior 2002 Sep
-5,2	-0,2	-8,0	8,2	-0,6	7,7	0,4	8,7	% var. sobre año anterior 2002 Sep

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.

# 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. <sup>1)</sup> de la deuda pública a largo plazo en %	Tipo de cambio <sup>2)</sup> en moneda nacional por ECU o euro	Cuentas corriente y de capital (nueva), % del PIB	Costes laborales unitarios <sup>3)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial <sup>4)</sup>	Tasa de desempleo normaliza- da en % sobre la población activa (d)	Agregado monetario amplio <sup>5)</sup>	Tipo de interés <sup>1)</sup> a 3 meses en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Dinamarca												
1998	1,3	1,1	56,2	4,94	7,50	-0,9	3,0	2,5	2,2	4,9	5,4	4,27
1999	2,1	3,1	52,7	4,91	7,44	1,9	2,2	2,3	1,8	4,8	-0,2	3,44
2000	2,7	2,5	46,8	5,64	7,45	1,6	1,5	3,0	6,2	4,4	1,1	5,00
2001	2,3	2,8	44,7	5,08	7,45	2,5	3,7	1,0	1,7	4,3	5,7	4,70
2001 II	2,5	-	-	5,27	7,46	1,6	3,9	0,8	0,9	4,4	3,4	5,06
III	2,3	-	-	5,18	7,44	3,6	4,1	1,1	1,9	4,3	7,9	4,73
IV	2,0	-	-	4,83	7,44	0,2	3,7	0,4	-1,3	4,2	9,6	3,77
2002 I	2,5	-	-	5,21	7,43	2,4	2,6	1,0	-3,2	4,2	2,4	3,63
II	2,1	-	-	5,36	7,43	2,1	0,8	2,2	3,9	4,2	2,8	3,71
III	.	-	-	4,91	7,43	.	.	.	.	.	.	3,57
2002 Abr	2,3	-	-	5,40	7,43	-	-	-	7,3	4,2	3,1	3,67
May	1,9	-	-	5,42	7,44	-	-	-	2,4	4,2	3,2	3,73
Jun	2,2	-	-	5,27	7,43	-	-	-	2,3	4,2	2,1	3,73
Jul	2,2	-	-	5,13	7,43	-	-	-	-1,7	4,3	3,9	3,68
Ago	2,4	-	-	4,87	7,43	-	-	-	-5,8	4,3	.	3,58
Sep	.	-	-	4,74	7,43	-	-	-	.	.	.	3,45
Suecia												
1998	1,0	1,9	70,5	4,99	8,92	3,7	0,9	3,6	3,8	8,3	3,5	4,36
1999	0,6	1,5	65,0	4,98	8,81	2,7	-1,0	4,5	1,9	7,1	6,8	3,32
2000	1,3	3,7	55,3	5,37	8,45	3,5	5,8	3,6	7,9	5,8	6,2	4,07
2001	2,7	4,8	56,6	5,11	9,26	3,4	4,4	1,2	-0,8	4,9	.	4,11
2001 II	3,0	-	-	5,20	9,13	2,2	5,5	1,0	-2,5	4,8	1,1	4,15
III	3,1	-	-	5,28	9,41	4,2	4,9	0,4	-2,5	4,8	2,6	4,34
IV	3,0	-	-	5,12	9,48	3,9	4,5	0,7	-3,3	5,0	.	3,85
2002 I	2,9	-	-	5,42	9,16	4,4	4,8	0,3	-2,3	5,1	.	4,00
II	1,9	-	-	5,64	9,16	4,2	.	2,7	0,1	5,0	.	4,43
III	.	-	-	5,16	9,23	.	.	.	.	.	.	4,41
2002 Abr	2,2	-	-	5,69	9,14	-	-	-	0,2	5,1	.	4,38
May	1,7	-	-	5,69	9,22	-	-	-	1,5	5,0	.	4,46
Jun	1,7	-	-	5,53	9,11	-	-	-	-1,4	4,9	.	4,45
Jul	1,8	-	-	5,37	9,27	-	-	-	.	4,9	.	4,45
Ago	1,7	-	-	5,14	9,25	-	-	-	.	4,8	.	4,41
Sep	.	-	-	4,97	9,17	-	-	-	.	.	.	4,38
Reino Unido												
1998	1,6	0,2	47,7	5,60	0,676	-0,5	2,9	2,9	0,9	6,1	9,6	7,42
1999	1,3	1,1	45,1	5,01	0,659	-2,1	3,0	2,4	0,8	5,8	5,5	5,54
2000	0,8	3,9	42,1	5,33	0,609	-1,8	2,3	3,1	1,6	5,3	6,6	6,19
2001	1,2	0,8	39,1	5,01	0,622	-2,0	3,9	2,0	-2,1	5,0	8,0	5,04
2001 II	1,5	-2,1	39,6	5,18	0,614	-2,9	4,5	2,0	-1,6	4,9	7,5	5,30
III	1,5	1,4	38,8	5,13	0,619	-1,5	3,5	1,8	-2,7	5,0	7,8	5,00
IV	1,0	-2,0	38,8	4,82	0,621	-2,5	3,4	1,6	-5,6	5,1	7,7	4,16
2002 I	1,5	2,7	37,9	5,13	0,615	-1,1	3,0	1,0	-5,6	5,1	6,1	4,08
II	0,9	-3,1	38,3	5,28	0,629	-2,2	.	1,3	-4,3	5,1	5,8	4,17
III	.	.	.	4,71	0,635	.	.	.	.	.	.	4,01
2002 Abr	1,3	0,0	37,7	5,33	0,614	-	-	-	-4,1	5,2	5,7	4,17
May	0,8	-5,8	38,1	5,35	0,628	-	-	-	0,2	5,1	5,7	4,15
Jun	0,6	-3,6	38,3	5,17	0,644	-	-	-	-8,9	5,1	6,1	4,18
Jul	1,1	4,1	37,9	5,02	0,639	-	-	-	-2,0	.	5,7	4,06
Ago	1,0	-2,6	37,3	4,67	0,636	-	-	-	.	.	5,7	3,99
Sep	.	.	.	4,45	0,631	-	-	-	.	.	.	3,99

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 laborales.

5) Media de datos fin de mes; M3; M4 para el Reino Unido.

# I 2 Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE

**Cuadro 12.1**

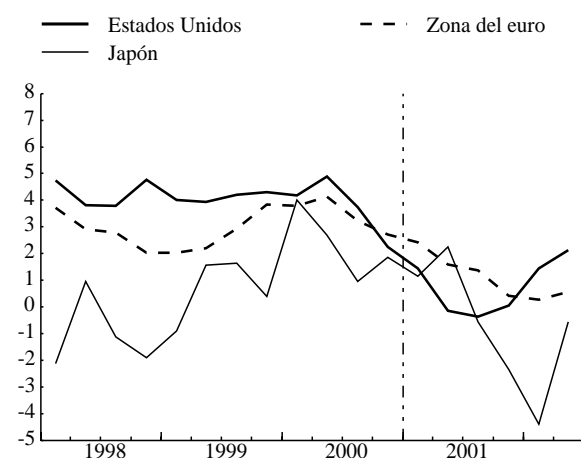
## Evolución económica y financiera

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial <sup>1)</sup>	Tasa de desempleo en % sobre la población activa (d)	M2 <sup>2)</sup>	Tipos <sup>3)</sup> de depósitos interbancarios a 3 meses en %	Rendimiento <sup>3)</sup> de la deuda pública a 10 años en %	Tipo de cambio <sup>4)</sup> en moneda nacional por ECU o euro	Déficit (-) / superávit (+) fiscal <sup>5)</sup> en % del PIB	Deuda pública bruta <sup>6)</sup> en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Estados Unidos</b>											
1998	1,6	0,4	4,3	5,9	4,5	7,3	5,57	5,33	1,121	0,3	53,4
1999	2,2	-1,1	4,1	4,2	4,2	7,6	5,42	5,64	1,066	0,7	50,4
2000	3,4	3,2	3,8	4,7	4,0	6,1	6,53	6,03	0,924	1,4	45,2
2001	2,8	0,6	0,3	-4,2	4,8	8,7	3,78	5,01	0,896	-0,5	44,8
2001 II	3,4	2,4	-0,1	-4,2	4,5	8,1	4,19	5,25	0,873	0,2	43,7
III	2,7	0,1	-0,4	-5,6	4,8	9,4	3,46	4,98	0,890	-1,7	44,1
IV	1,9	0,9	0,1	-6,1	5,6	10,3	2,15	4,74	0,896	-1,0	44,8
2002 I	1,3	-0,6	1,4	-3,7	5,6	9,2	1,90	5,06	0,877	-3,0	45,2
II	1,3	-1,6	2,1	-1,2	5,9	7,6	1,92	5,08	0,919	-3,2	45,2
III	.	.	.	.	5,7	.	1,81	4,25	0,984	.	.
2002 Abr	1,6	-	-	-2,2	6,0	7,3	1,97	5,21	0,886	-	-
May	1,2	-	-	-1,5	5,8	8,0	1,91	5,15	0,917	-	-
Jun	1,1	-	-	0,1	5,9	7,7	1,88	4,90	0,955	-	-
Jul	1,5	-	-	0,0	5,9	7,9	1,85	4,62	0,992	-	-
Ago	1,8	-	-	.	5,7	8,0	1,78	4,24	0,978	-	-
Sep	.	-	-	.	5,6	.	1,80	3,88	0,981	-	-
<b>Japón</b>											
1998	0,7	6,3	-1,1	-7,1	4,1	4,4	0,66	1,30	146,4	-10,7	.
1999	-0,3	-2,4	0,7	0,8	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-7,1	.
2000	-0,7	-6,3	2,4	5,9	4,7	2,1	0,28	1,76	99,5	-7,4	120,0
2001	-0,7	5,8	0,1	-7,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,7	.	127,0
2001 II	-0,7	3,6	2,3	-5,6	4,9	2,7	0,08	1,28	106,9	.	.
III	-0,8	9,2	-0,6	-10,8	5,1	3,1	0,07	1,36	108,3	.	.
IV	-1,0	11,1	-2,3	-13,5	5,4	3,2	0,08	1,35	110,5	.	.
2002 I	-1,4	6,6	-4,4	-10,9	5,3	3,6	0,10	1,46	116,1	.	.
II	-0,9	-1,7	-0,6	-3,6	5,3	3,5	0,08	1,37	116,5	.	.
III	.	.	.	.	.	.	0,07	1,24	117,2	.	.
2002 Abr	-1,1	1,1	-	-6,1	5,2	3,6	0,08	1,39	115,8	-	-
May	-0,9	-3,2	-	-2,1	5,4	3,5	0,08	1,38	115,9	-	-
Jun	-0,7	-2,9	-	-2,5	5,4	3,4	0,07	1,36	117,8	-	-
Jul	-0,8	.	-	3,8	5,4	3,3	0,07	1,30	117,1	-	-
Ago	-0,9	.	-	1,9	.	3,5	0,07	1,26	116,3	-	-
Sep	.	.	-	.	.	.	0,07	1,16	118,4	-	-

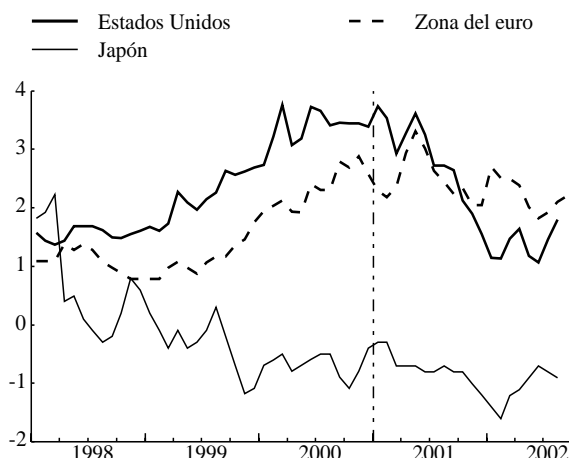
### Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanuales; trimestrales)



### Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanuales; mensuales)



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 periodo; 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 periodo).

## Cuadro 12.2

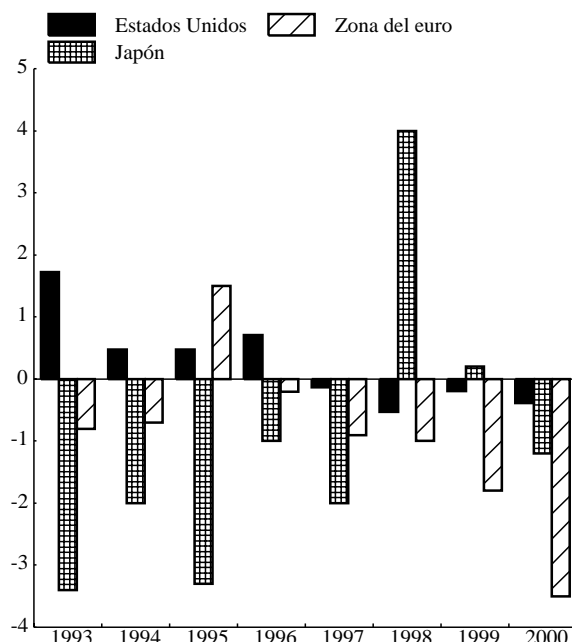
### Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las empresas no financieras					Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>				
	Ahorro bruto	Forma- ción bruta de capital	Capaci- dad de financia- ción	Forma- ción bruta de capital	Forma- ción bruta de capital fijo	Adquisi- ones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Gasto de capital	Adquisi- ones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
1998	18,8	20,7	-2,3	9,4	8,6	6,5	8,2	7,0	1,4	12,3	6,9	12,8	5,5
1999	18,4	20,9	-3,0	9,5	8,9	10,5	8,2	10,6	2,8	12,4	4,9	11,2	6,2
2000	18,4	21,1	-4,0	9,7	9,1	7,7	7,5	8,1	2,5	12,5	3,4	11,5	5,7
2001	16,5	19,1	-3,7	7,9	8,5	2,9	7,7	2,8	1,7	13,0	5,3	11,6	5,7
2000 III	18,5	21,1	-4,2	9,9	9,3	7,6	7,5	8,1	1,6	12,5	4,1	11,6	6,1
IV	17,8	20,9	-4,3	9,5	9,0	5,2	7,3	5,5	0,2	12,3	0,1	11,4	3,8
2001 I	16,9	20,0	-4,1	8,6	8,9	3,3	7,1	4,4	1,8	12,9	4,2	11,4	3,5
II	16,6	19,3	-3,8	8,1	8,6	1,9	7,4	2,3	2,3	12,9	6,1	11,2	6,5
III	16,5	18,8	-3,5	7,7	8,3	3,3	7,8	2,9	0,6	12,9	8,9	12,8	9,0
IV	15,9	18,2	-3,6	7,1	8,0	2,9	8,5	1,9	2,1	13,4	2,0	10,9	3,9
2002 I	15,6	18,6	-4,1	7,5	7,8	2,2	7,9	2,3	0,1	12,8	6,8	12,3	6,7
II	15,5	18,7	-4,8	7,7	7,6	2,0	7,7	2,4	1,4	12,7	6,4	12,7	5,9
Japón													
1998	29,1	26,9	2,6	15,6	15,6	-5,9	13,3	-8,3	-0,4	5,3	6,3	11,7	-0,9
1999	27,6	25,8	2,2	14,4	14,8	2,4	13,5	-3,5	1,7	5,2	5,1	11,1	0,2
2000	27,7	25,9	2,3	15,2	15,5	2,4	13,8	0,3	1,2	5,2	4,1	10,9	0,0
2001	.	27,5	.	.	.	-2,4	.	-5,8	1,7	.	3,0	.	-0,1
2000 III	27,9	26,1	2,6	.	.	11,1	.	-1,0	-0,3	.	-0,4	.	1,2
IV	27,2	26,9	1,8	.	.	7,0	.	12,7	2,7	.	7,4	.	0,5
2001 I	33,2	27,1	2,3	.	.	8,8	.	-2,4	2,2	.	-4,0	.	3,2
II	.	23,5	.	.	.	-28,0	.	-16,0	4,2	.	12,3	.	-4,7
III	.	26,1	.	.	.	6,4	.	-8,9	-1,1	.	-5,2	.	2,6
IV	.	25,1	.	.	.	2,3	.	3,2	1,5	.	8,9	.	-1,5
2002 I	.	27,3	.	.	.	9,8	.	-6,5	-2,4	.	-6,3	.	2,4
II	.	22,7	.	.	.	-26,3	.	-21,2	1,6	.	7,3	.	-8,7

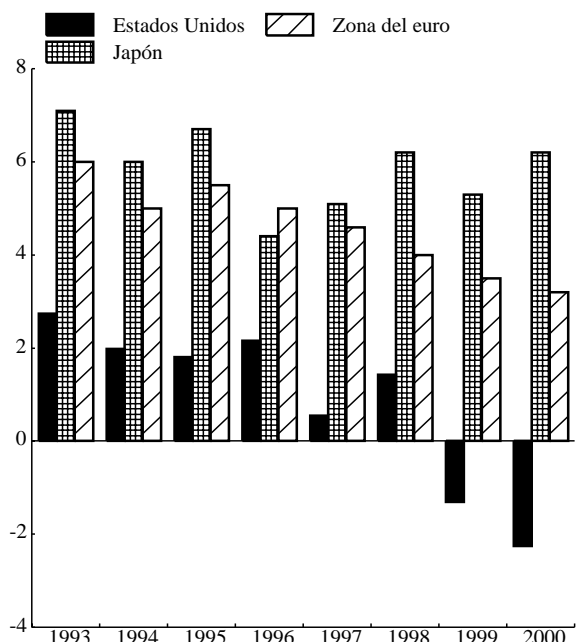
### Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(en porcentaje del PIB)



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

(en porcentaje del PIB)



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

1) Hogares, incluyendo instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

## Notas técnicas

### Relativas al cuadro 2.4<sup>1</sup>

#### 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)<sup>2</sup>. 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. 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 los flujos, o del índice de los saldos ajustados.

Si  $F_t^M$  representa el flujo en el mes  $t$ ,  $L_t$  el saldo a final del mes  $t$ ,  $X_t^M$  la tasa de variación en el mes  $t$  (más uno) definida como

$$(a) \quad X_t^M = \left( \frac{F_t^M}{L_{t-1}} + 1 \right)$$

y  $I_t$  el índice de los saldos ajustados en el mes  $t$ , definido como

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

en la que se utiliza la base  $I_{\text{DIC}1998} = 100$ , la tasa interanual de variación  $a_t$  del mes  $t$  —la variación en los últimos doce meses que finalizan en el mes  $t$ — puede calcularse de la manera siguiente:

$$(b) \quad a_t = \left( \prod_{i=0}^{11} X_{t-i}^M - 1 \right) \times 100$$

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

Del mismo modo, la variación mensual, como figura en el cuadro 2.4.4, se podría calcular como  $(I_t/I_{t-1} - 1) \times 100$ . Por último, la media móvil de tres meses de M3 se obtiene como  $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$ .

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](http://www.ecb.int)), en la página *Euro area statistics-download* (fichero con formato CSV), pudiendo calcularse exactamente a partir del mismo 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 se han armonizado y son 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, aunque sí son suficientemente comparables para efectuar un análisis estructural. Los cuadros 2.5 a 2.7 pueden utilizarse para realizar un análisis detallado de las tasas de crecimiento, dado que recogen los flujos trimestrales.

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., Bell, W., Otto, M. y Chen, B. C. (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, 127-152, o 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.*

Finalmente, 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.

### Cálculo de las tasas de crecimiento

Las tasas de crecimiento pueden calcularse a partir de los flujos o del índice de saldos ajustados.

Si  $F_t^Q$  representa el flujo en el trimestre que finaliza en el mes  $t$ ,  $X_t^Q$  la tasa de variación (más uno) en el trimestre que finaliza en el mes  $t$ , definida como

$$(d) X_t^Q = \left( \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} + 1 \right)$$

y  $I_t$  y  $L_t$  se definen tal como se indica anteriormente, la tasa de variación interanual  $a_t$  referida al trimestre que finaliza en el mes  $t$  puede calcularse de la manera siguiente:

$$(e) a_t = \left( \prod_{i=0}^3 X_{t-3i}^Q - 1 \right) \times 100$$

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

Del mismo modo, la variación trimestral puede calcularse como  $(I_t/I_{t-3} - 1) \times 100$ .

Los redondeos pueden hacer que aparezcan diferencias con las tasas de variación interanuales incluidas en los cuadros 2.5 a 2.7. 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](http://www.ecb.int)), en la página *Euro area statistics - download* (fichero en formato CSV), pudiendo calcularse exactamente a partir del mismo la tasa de variación que aparece en los cuadros 2.5 a 2.7.

### Relativas al cuadro 4.1

#### Desestacionalización del IAPC<sup>1</sup>

El método utilizado se basa en la desagregación multiplicativa según X-12-ARIMA (versión 0.2.2) (véase nota 2 en la página anterior). 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 sin ajuste, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Se revisan los factores estacionales con periodicidad anual o según proceda.

### Relativas al cuadro 8.2

#### Ajuste estacional de la balanza por cuenta corriente de la balanza de pagos

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa mediante X-12 ARIMA (versión 0.2.2) (véase nota 2 en la página anterior). La desestacionalización de la balanza de bienes incluye un ajuste por el número de días laborables y otro por Semana Santa, mientras que la desestacionalización de la balanza de servicios solo incluye un ajuste por el número de días laborables. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se lleva a cabo mediante la agregación de las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Se revisan los factores estacionales con periodicidad anual o según proceda.

<sup>1</sup> Véase la nota 1 de la página anterior.

# 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<sup>1</sup>.

Estas estadísticas comprenden la zona del euro en su conjunto. Los nuevos datos aparecerán en el *Boletín Mensual del BCE* cuando vayan estando disponibles. En la sección «Statistics» que figura en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) están disponibles series de datos más largas y detalladas. Los servicios disponibles en «Statistics on-line» permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated value*).

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 9 de octubre de 2002.

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. Los datos de M3 que figuran en el cuadro 2.4 excluyen las tenencias en poder de no residentes de la zona del euro de: i) participaciones en fondos del mercado monetario radicados en la zona, y ii) instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Por consiguiente, estas participaciones se incluyen en la partida pasivos exteriores que aparece en el cuadro 2.3 y, como

<sup>1</sup> 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).



resultado, afectan a la partida activos exteriores netos, del cuadro 2.4. 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 recoge un análisis trimestral por monedas de algunos de los epígrafes del balance de las IFM. Los cuadros 2.5 a 2.7 recogen los flujos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones, y las tasas de variación interanuales. 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), sustituido a partir de enero del 2003 por el Reglamento BCE/2001/13.

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)<sup>2</sup>. 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

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), que 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, que incluye otros intermediarios financieros (S123), auxiliares financieros (S124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S125); sociedades no financieras (S11); Administración Central (S1311); y otras AAPP, que comprende la Administración Regional (S1312), la Administración Local (S1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S1314).

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 de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP) utilizada para el IAPC. El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

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. El detalle por uso final de los productos del cuadro 4.2.1 y 5.2.1 representa la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (secciones CENAE C a E), en los principales destinos económicos definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001.

Los datos de encuestas de opinión (cuadro 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. Cuando la información para la zona del euro sea incompleta, el BCE estimará algunos datos a partir de la información disponible. Las tasas de desempleo se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT). Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas a la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en el cuadro 5.4.

### **Estadísticas de cuentas financieras**

En el cuadro 6.1 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros 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 las IFM de la zona del euro, en las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas bancarias internacionales del BPI. Si bien todos los países de la zona del euro contribuyen a las estadísticas de la zona, hasta la fecha Irlanda y Luxemburgo no proporcionan datos trimestrales sobre las cuentas financieras nacionales.

El cuadro 6.2 ha sido modificado tras la recepción de los datos sobre las cuentas financieras y

de capital para el período comprendido entre 1995 y 2001 en el marco del Reglamento SEC 95 (Reglamento (CE) n.º 2223/96 del Consejo, de 25 de junio de 1996). En el nuevo cuadro se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación para el conjunto de la zona del euro y para las sociedades no financieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales del cuadro 6.1, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

### **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, 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 PII de la zona del euro (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 presen-

tan, 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 Eurosystema.

El cuadro 9 recoge datos del comercio exterior de bienes de la zona del euro. La principal fuente de estos datos es Eurostat. El BCE calcula los índices de volumen a partir de los índices de valor y de valor unitario facilitados por Eurostat. En los datos del BCE, los índices de valor unitario son desestacionalizados, mientras que, en los de Eurostat, los índices de valor son desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables.

El desglose por productos corresponde a la Clasificación por destino económico de los bienes (basada en la definición de la CUCI Rev.3) de los bienes intermedios, de equipo y de consumo, y a la CUCI Rev. 3 para los bienes manufacturados y el petróleo. El desglose geográfico presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los trece países candidatos a la UE son Bulgaria, Chipre, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, la República Checa, Eslovaquia, Rumanía y Turquía. 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). Parte de las diferencias 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 (estimaciones del BCE).

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 Grecia. 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 (IPRI) 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.



# Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema<sup>1</sup>

## 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.

<sup>1</sup> 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 a 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 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, 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.

Tras su anuncio el 29 de diciembre de 2000, se ejecuta con éxito la primera operación principal de financiación del año 2001, en la que participan por vez primera las entidades de contrapartida griegas del Eurosistema. En el volumen adjudicado, 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 la 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 este importe se tienen 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 modificar dicho importe 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 las operaciones principales 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.

## **23 de mayo, 7 de junio, 21 de junio, 5 de julio, 19 de julio y 2 de agosto 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 4,5%, 5,5% y 3,5%, respectivamente.

### **30 de agosto de 2001**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 5 de septiembre 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 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 31 de agosto de 2001.

### **13 de septiembre 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 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

### **17 de septiembre de 2001**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 19 de septiembre de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 18 de septiembre de 2001.

### **27 de septiembre, 11 de octubre y 25 de octubre 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 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

### **8 de noviembre de 2001**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de noviembre de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 9 de noviembre de 2001.

### **6 de diciembre 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 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

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

### **3 de enero de 2002**

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

Decide, también, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2002. Al establecer este importe

se tienen en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el 2002 y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

**7 de febrero, 7 de marzo, 4 de abril,  
2 de mayo, 6 de junio, 4 de julio, 1 de agosto,  
12 de septiembre y 10 de octubre de 2002**

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

# 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 e Información 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 Anual 2001», abril 2002.

---

## Informe de Convergencia

«Informe de Convergencia 2000», mayo 2000.

«Informe de Convergencia 2002», mayo 2002.

---

## 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.

«Nuevas tecnologías y productividad en la zona del euro», julio 2001.

«Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro», julio 2001.

«Política fiscal y crecimiento económico», agosto 2001.

«Reformas de los mercados de productos en la zona del euro», agosto 2001.

«La consolidación de las entidades de contrapartida central en la zona del euro», agosto 2001.

«Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria», octubre 2001.

«Características de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las operaciones regulares de mercado abierto del Eurosistema», octubre 2001.

«El canje del efectivo en euros en los mercados fuera de la zona del euro», octubre 2001.

«El contenido informativo de los indicadores sintéticos del ciclo económico de la zona del euro», noviembre 2001.

«El marco de política económica de la UEM», noviembre 2001.

«Los fundamentos económicos y el tipo de cambio del euro», enero 2002.

«Preparativos de los billetes en euros: desde la puesta en circulación hasta el período posterior a su emisión», enero 2002.

«El mercado de valores y la política monetaria», febrero 2002.

«Evolución reciente de la cooperación internacional», febrero 2002.

«Funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro», abril 2002.

«El papel del Eurosistema en los sistemas de pago y de compensación», abril 2002.

- «Cambios en las estadísticas de los balances y de los tipos de interés de las IFM», abril 2002.
- «La gestión de la liquidez del BCE», mayo 2002.
- «Cooperación internacional en materia de supervisión», mayo 2002.
- «Incidencia del cambio de moneda sobre la evolución de los billetes y monedas en circulación», mayo 2002.
- «Características del ciclo económico de la zona del euro en los años noventa», julio 2002.
- «El diálogo del Eurosistema con los países candidatos a la adhesión a la UE», julio 2002.
- «Evolución de los flujos de inversión directa y de cartera de la zona del euro», julio 2002.
- «Convergencia de los niveles de precios y competencia en la zona del euro», agosto 2002.
- «Evolución reciente y riesgos del sector bancario de la zona del euro», agosto 2002.
- «Ahorro, financiación e inversión en la zona del euro», agosto 2002.
- «Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro», octubre 2002.
- «Principales características del mercado de repos de la zona del euro», octubre 2002.

---

### **Occasional Papers**

- 1 «The impact of the euro on money and bond markets», por Javier Santillán, Marck Bayle y Christian Thygesen, julio 2000.
- 2 «The effective exchange rates of the euro», por Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann, febrero 2002.
- 3 «Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth», por Claus Brand, Dieter Gerdesmeier y Barbara Roffia, mayo 2002.
- 4 «Labour force developments in the euro area since the 1980's», por V. Genre y R. Gómez-Salvador, julio 2002.
- 5 «The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: a comparison», por Daniela Russo, Terry L. Hart y Andreas Schönenberger, septiembre 2002.

---

### **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.

- 63 «Does money lead inflation in the euro area?», por S. Nicoletti Altimari, mayo 2001.
- 64 «Exchange rate volatility and euro area imports», por R. Anderton y F. Skudelny, mayo 2001.
- 65 «A system approach for measuring the euro area NAIRU», por S. Fabiani y R. Mestre, mayo 2001.
- 66 «Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?», por V. Brousseau y F. Scacciavillani, junio 2001.
- 67 «The daily market for funds in Europe: Has something changed with the EMU?», por G. Pérez-Quirós y H. Rodríguez Mendizábal, junio 2001.
- 68 «The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty», por A. Levin, V. Wieland y J.C. Williams, julio 2001.
- 69 «The ECB monetary policy strategy and the money market», por V. Gaspar, G. Pérez-Quirós y J. Sicilia, julio 2001.
- 70 «Central bank forecasts of liquidity factors: Quality, publication and the control of the overnight rate», por U. Bindseil, julio 2001.
- 71 «Asset market linkages in crisis periods», por P. Hartmann, S. Straetmans y C.G. de Vries, julio 2001.
- 72 «Bank concentration and retail interest rates», por S. Corvoisier y R. Gropp, julio 2001.
- 73 «Interbank lending and monetary policy transmission - evidence for Germany», por M. Ehrmann y A. Worms, julio 2001.
- 74 «Interbank market integration under asymmetric information», por X. Freixas y C. Holthausen, agosto 2001.
- 75 «Value at risk models in finance», por S. Manganelli y R. F. Engle, agosto 2001.
- 76 «Rating agency actions end the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness?», por R. Gropp y A. J. Richards, agosto 2001.
- 77 «Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach», por C. Bouthévilain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano y M. Tujula, septiembre 2001.
- 78 «Investment and the monetary policy in the euro area», por B. Mojon, F. Smets y P. Vermeulen, septiembre 2001.
- 79 «Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisia monetary aggregate in the euro area», por L. Stracca, octubre 2001.
- 80 «The microstructure of the euro money market», por P. Hartmann, M. Manna y A. Manzanares, octubre 2001.
- 81 «What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?», por J. Morgan y A. Mourougane, octubre 2001.

- 82 «Economic forecasting: some lessons from recent research», por D. Hendry y M. P. Clements, octubre 2001.
- 83 «Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England's fan charts», por K. F. Wallis, noviembre 2001.
- 84 «Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy», por G. Coenen, A. Levin y V. Wieland, noviembre 2001.
- 85 «Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach», por F. Maeso-Fernández, C. Osbat y B. Schnatz, noviembre 2001.
- 86 «Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations», por M. Beeby, S. G. Hall y S. B. Henry, noviembre 2001.
- 87 «Credit rationing, output gap and business cycles», por F. Boissay, noviembre 2001.
- 88 «Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchanges rates?», por L. Kilian y M. P. Taylor, noviembre 2001.
- 89 «Monetary policy and fears of financial instability», por V. Brousseau y C. Detken, noviembre 2001.
- 90 «Public pensions and growth», por S. Lambrecht, P. Michel y J.-P. Vidal, noviembre 2001.
- 91 «The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis», por G. Peersman y F. Smest, diciembre 2001.
- 92 «A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area», por B. Mojon y G. Peersman, diciembre 2001.
- 93 «The monetary transmission mechanism at the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models», por P. McAdam y J. Morgan, diciembre 2001.
- 94 «Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?», por P. van Els, A. Locarno, J. Morgan y J.-P. Villetelle, diciembre 2001.
- 95 «Some stylised facts on the euro area business cycle», por A.-M. Agresti y B. Mojon, diciembre 2001.
- 96 «The reaction of the bank lending to monetary policy measures in Germany», por A. Worms, diciembre 2001.
- 97 «Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990's», por S. Kaufmann, diciembre 2001.
- 98 «The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets», por L. De Haan, diciembre 2001.
- 99 «Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?», por I. Hernando y J. Martínez-Pagés, diciembre 2001.
- 100 «Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans», por J. Topi y J. Vilmunen, diciembre 2001.

- I01 «Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?», por C. Loupias, F. Savignac y P. Sevestre, diciembre 2001.
- I02 «The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data», por L. Farinha y C. Robalo Marques, diciembre 2001.
- I03 «Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy», por L. Gambacorta, diciembre 2001.
- I04 «Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data», por S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou y G. T. Simigiannis, diciembre 2001.
- I05 «Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area», por M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre, y A. Worms, diciembre 2001.
- I06 «Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation», por J.-B. Chatelain y A. Tiomo, diciembre 2001.
- I07 «The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data», por P. Butzen, C. Fuss y P. Vermeulen, diciembre 2001.
- I08 «Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro-econometric approach», por M. Valderrama, diciembre 2001.
- I09 «Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending», por U. von Kalckreuth, diciembre 2001.
- I10 «Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms», por E. Gaiotti y A. Generale, diciembre 2001.
- I11 «Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data», por P. Lünnemann y Thomas Mathä, diciembre 2001.
- I12 «Firm investment and monetary transmission in the euro area», por J.-B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth y P. Vermeulen, diciembre 2001.
- I13 «Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications», por C. Bean, J. Larsen y K. Nikolov, enero 2002.
- I14 «Monetary transmission in the euro area: where do we stand?», por I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon y D. Terlizzese, enero 2002.
- I15 «Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches», por A. Orphanides, diciembre 2001.
- I16 «Rent indices for housing in west Germany 1985 to 1998», por J. Hoffmann y C. Kurz, enero 2002.
- I17 «Hedonic house prices without characteristic: the case of new multiunit housing», por O. Bover y P. Velilla, enero 2002.
- I18 «Durable good, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-1998», por G. M. Tomat, enero 2002.

- I 19 «Monetary policy and the stock market in the euro area»,  
por N. Cassola y C. Morana, enero 2002.
- I 20 «Learning stability in economics with heterogenous agents»,  
por S. Honkapohja y K. Mitra, enero 2002.
- I 21 «Natural rate doubts», por A. Beyer y R. E. A. Farmer, febrero 2002.
- I 22 «New technologies and productivity growth in the euro area»,  
por F. Vijselaar y R. Albers, febrero 2002.
- I 23 «Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions», por E. Tabakis  
y A. Vinci, febrero 2002.
- I 24 «Monetary policy, expectations and commitment», por G. W. Evans y S. Honkapohja, febrero 2002.
- I 25 «Duration, volume and volatility impact of trades», por S. Manganelli, febrero 2002.
- I 26 «Optimal contracts in dynamic costly state verification model», por C. Monnet  
y E. Quintin, febrero 2002.
- I 27 «Performance of monetary policy with internal central bank forecasting», por S. Honkapohja  
y K. Mitra, febrero 2002.
- I 28 «Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy», por F. Smets  
y R. Wouters, marzo 2002.
- I 29 «Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence»,  
por A. al-Nowaihi y L. Stracca, marzo 2002.
- I 30 «Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations», por E. Diewert, marzo 2002.
- I 31 «Measurement bias in the HIPC: what do we know, and what do we need to know?»,  
por M. A. Wynne y D. Rodríguez-Palenzuela, marzo 2002.
- I 32 «Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a 'new Keynesian' perspective»,  
por O. Arratibel, D. Rodríguez-Palenzuela y C. Thimann, marzo 2002.
- I 33 «Can confidence indicators be useful to predict short term real GDP growth»,  
por A. Mourougane y M. Roma, marzo 2002.
- I 34 «The cost of private transportation in the Netherlands, 1992 – 1999»,  
por B. Bode y J. Van Dalen, marzo 2002.
- I 35 «The optimal mix of taxes on money, consumption and income», por F. De Fiore y P. Teles, abril 2002.
- I 36 «Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level»,  
por G. de Bondt, abril 2002.
- I 37 «Equilibrium bidding in the Eurosystem's open market operations», por U. Bindseil, abril 2002.

- I38 «'New' views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?», por F. P. Mongelli, abril 2002.
- I39 «On currency crises and contagion», por M. Fratzscher, abril 2002.
- I40 «Price setting and the steady-state effects of inflation», por M. Casares, mayo 2002.
- I41 «Asset prices and fiscal balances», por F. Eschenbach y L. Schuknecht, mayo 2002.
- I42 «Modelling the daily banknotes in circulation in the context of the liquidity management of the European Central Bank», por A. Cabrero, G. Camba-Mendez, A. Hirsch y F. Nieto, mayo 2002.
- I43 «A nonparametric method for valuing new goods», por L. Blow y I. Crawford, mayo 2002.
- I44 «A failure in the measurement of inflation: results from a hedonic and matched experiment using scanner data», por M. Silver y S. Heravi, mayo 2002.
- I45 «Towards a new early warning system of financial crises», por M. Bussiere y M. Fratzscher, mayo 2002.
- I46 «Competition and stability: what's special about banking?», por E. Carletti y P. Hartmann, mayo 2002.
- I47 «Time-to-build approach in a sticky price, sticky wage optimizing monetary model», por M. Casares, mayo 2002.
- I48 «The functional form of yield curves», por V. Brousseau, mayo 2002.
- I49 «The Spanish block of the ESCB-multi-country model», por A. Willman y Á. Estrada, mayo 2002.
- I50 «Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility», por R. Gropp, J. Vesala y G. Vulpes, junio 2002.
- I51 «G-7 inflation forecasts», por F. Canova, junio 2002.
- I52 «Short-term monitoring of fiscal policy discipline», por G. Camba-Méndez y A. Lamo, junio 2002.
- I53 «Euro area production function and potential output: a supply side system approach», por A. Willman, junio 2002.
- I54 «The euro bloc, the dollar bloc and the yen bloc: how much monetary policy independence can exchange rate flexibility buy in an interdependent world?», por M. Fratzscher, junio 2002.
- I55 «Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and macroeconomic shocks», por J. F. Jimeno y D. Rodríguez-Palenzuela, junio 2002.
- I56 «Identifying endogenous fiscal policy rules for macroeconomic models», por J. J. Pérez y P. Hiebert, julio 2002.
- I57 «Bidding and performance in repo auctions: evidence from ECB open market operations», por K. G. Nyborg, U. Bindseil e I. A. Strebulaev, julio 2002.
- I58 «Quantifying embodied technological change», por P. Sakellaris y D. J. Wilson, julio 2002.

- I59 «Optimal public money», por C. Monnet, julio 2002.
- I60 «Model uncertainty and the equilibrium value of the real effective euro exchange rate», por C. Detken, A. Dieppe, J. Henry, C. Marin y F. Smets, julio 2002.
- I61 «The optimal allocation of risks under prospect theory», por L. Stracca, julio 2002.
- I62 «Public debt asymmetries: the effect on taxes and spending in the European Union», por S. Krogstrup, agosto 2002.
- I63 «The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area», por M. Forsells y G. Kenny, agosto 2002.
- I64 «Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence», por G. de Bondt, agosto 2002.
- I65 «The industry effects of monetary policy in the euro area», por G. Peersman y F. Smets, agosto 2002.
- I66 «Monetary and fiscal policy interactions in a micro-founded model of a monetary union», por R. M.W.J. Beetsma y H. Jensen, agosto 2002.
- I67 «Identifying the effects of monetary policy shocks on exchange rates using high frequency data», por J. Faust, J. H. Rogers, E. Swanson y J. H. Wright, agosto 2002.
- I68 «Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries», por R. Perotti, agosto 2002.
- I69 «Modeling model uncertainty», por A. Onatski y N. Williams, agosto 2002.
- I70 «What measure of inflation should a central bank target?», por G. Mankiw y R. Reis, agosto 2002.
- I71 «An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area», por F. Smets y R. Wouters, agosto 2002.
- I72 «Constructing quality-adjusted price indices: a comparison of hedonic and discrete choice models», por N. Jonker, septiembre 2002.
- I73 «Openness and equilibrium determinacy under interest rate rules», por F. de Fiore y Z. Liu, septiembre 2002.
- I74 «International monetary policy coordination and financial market integration», por A. Sutherland, septiembre 2002.
- I75 «Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union», por S. Gilchrist, J. O. Hairault y H. Kempf, septiembre 2002.
- I76 «Macroeconomics of international price discrimination», por G. Corsetti y L. Dedola, septiembre 2002.
- I77 «A theory of the currency denomination of international trade», por P. Bacchetta y E. van Wincoop, septiembre 2002.
- I78 «Inflation persistence and optimal monetary policy in the euro area», por P. Benigno y J. D. López-Salido, septiembre 2002.



- 179 «Optimal monetary policy with durable and non-durable goods», por C. J. Erceg y A. T. Levin, septiembre 2002.
- 180 «Regional inflation in a currency union: fiscal policy vs. fundamentals», por M. Duarte y A. L. Wolman, septiembre 2002.
- 181 «Inflation dynamics and international linkages: a model of the United States, the euro area and Japan», por G. Coenen y V. Wieland, septiembre 2002.
- 182 «The information content of real-time output gap estimates, an application to the euro area», por G. Rünstler, septiembre 2002.
- 183 «Monetary policy in a world with different financial systems», por E. Faia, octubre 2002.
- 184 «Efficient pricing of large value interbank payment systems», por C. Holthausen y J.-C. Rochet, octubre 2002.
- 185 «European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America», por E. Dorrucci, S. Firpo, M. Fratzscher y F. P. Mongelli, octubre 2002.

---

#### **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.

«El papel de los bancos centrales en la supervisión prudencial», marzo 2001.

«Money and banking statistics in the accession countries: Methodological manual», abril 2001.

«TARGET: Annual report», mayo 2001.

«A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises», junio 2001.

«Payment and securities settlement systems in the European Union», junio 2001.

«Why price stability?», junio 2001.

«The euro bond market», julio 2001.

«The euro money market», julio 2001.

«The euro equity markets», agosto 2001.

«La política monetaria del BCE», agosto 2001.

«Monetary analysis: tools and applications», agosto 2001.

«Review of the international role of the euro», septiembre 2001.

«The Eurosystem´s policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing», septiembre 2001.

«Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)», octubre 2001.

«TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001», noviembre 2001.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2001.

«Fair value accounting in the banking sector», noviembre 2001.

«Towards and integrated infrastructure for credit transfers in euro», noviembre 2001.

«Accession countries: Balance of payments / International investment position statistical methods», febrero 2002.

«List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2002.

«Labour market mismatches in euro area countries», marzo 2002.

«Compendium: Collection of legal instruments, June 1998 - December 2001», marzo 2002.

«Evaluation of the 2002 cash changeover», abril 2002.

«TARGET Annual Report 2001», abril 2002.

«La política monetaria única en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», abril 2002.

«Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, covering the period from January 2001 to January 2002», mayo 2002.

«Developments in banks' liquidity profile and management», mayo 2002.

«Criterios de referencia del Eurosistema para la utilización de máquinas recicladoras de efectivo por parte de entidades de crédito y otras entidades establecidas en la zona del euro que participan a título profesional en la selección y distribución y entrega de billetes al público», mayo 2002.

«Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries», junio 2002.

«TARGET minimum common performance features of RTGS systems within TARGET as at November 2001», junio 2002.

«TARGET Interlinking data dictionary as at November 2001», junio 2002.

«TARGET Interlinking specification as at November 2001», junio 2002.

«TARGET Interlinking user requirement as at November 2001», junio 2002.

«Task force on portfolio investment collection systems, Final Report», junio 2002.

«Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP», julio 2002.

«Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures», julio 2002.

«Financial sectors in EU accession countries», agosto 2002.

«Payment and securities settlement systems in accession countries», agosto 2002.

---

### **Folletos Informativos**

«TARGET: facts, figures, future», septiembre 1999.

«The ECB payment mechanism», agosto 2000.

«The euro: integrating financial services», agosto 2000.

«TARGET», agosto 2000.

«El Banco Central Europeo», abril 2001.

«Los billetes y las monedas en euro», mayo 2001.

«TARGET - update 2001», julio 2001.

«The euro and the integration of financial services», septiembre 2001.

«The euro banknotes and coins», agosto 2002.

