



BANCO CENTRAL EUROPEO

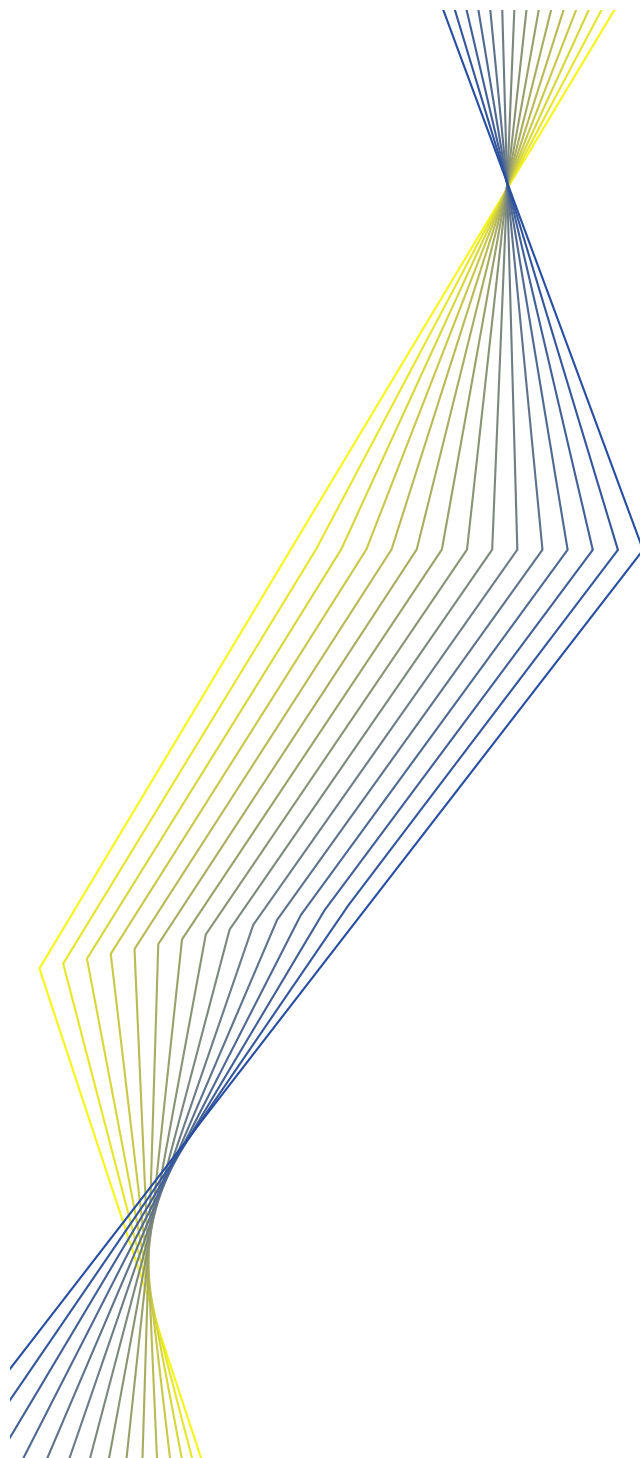
ECB EZB EKT BCE EKP

**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

Agosto 2003



**BANCO CENTRAL EUROPEO**



**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

**Agosto 2003**

*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, 2003

© De la traducción: Banco de España, Madrid 2003

<b>Dirección</b>	<b>Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Alemania</b>
<b>Apartado de correos</b>	<b>Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main 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 30 de julio de 2003.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

# Índice

Editorial	5
Evolución económica y monetaria de la zona del euro	7
Evolución monetaria y financiera	7
Evolución de los precios	21
Producto, demanda y mercado de trabajo	28
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	33
Recuadros:	
1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2003	10
2 Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que finalizó el 23 de julio de 2003	17
3 Expectativas del sector privado respecto a la inflación y la actividad económica de la zona del euro: resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al tercer trimestre del 2003 y otros indicadores disponibles	25
4 Evolución reciente de los precios y cifras en términos reales de comercio exterior de la zona del euro.	37
Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema	43
Evolución reciente del sector bancario de la zona del euro	57
Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes	69
Estadísticas de la zona del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	95*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	99*

## 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
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
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 31 de julio de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en el 2%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3% y el 1%, respectivamente.

Los últimos datos económicos y monetarios confirmaron la valoración de que la actual orientación de la política monetaria resulta apropiada, dado que las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo siguen siendo favorables. El Consejo de Gobierno continuará efectuando un atento seguimiento de todos los factores que pudieran influir sobre esta valoración.

Por lo que se refiere al análisis económico en el que se basa esta valoración, la actividad económica de la zona del euro se mantuvo moderada en el primer semestre del 2003, lo que resulta, en líneas generales, acorde con las expectativas anteriores. Al mismo tiempo, cada vez hay más motivos para esperar que la actividad económica se recupere gradualmente en el segundo semestre del presente año y se intensifique adicionalmente en el 2004. En la zona del euro existen indicios de que se está produciendo una estabilización del nivel de confianza. El incremento de la renta real disponible, debido a la pasada mejora experimentada por la relación de intercambio de la zona del euro, debería favorecer el crecimiento del consumo, mientras que el reducido nivel de los tipos de interés y, en términos más generales, las favorables condiciones de financiación, deberían estimular la inversión. Asimismo, se observan indicios crecientes de que la demanda externa contribuirá a la recuperación de la zona del euro, ya que los datos económicos recientes de varias regiones del mundo tienden a confirmar las anteriores expectativas de una intensificación de la actividad económica, la cual debería contribuir a compensar los efectos negativos de la apreciación del tipo de cambio del euro sobre la demanda externa. La evolución de los mercados financieros resulta también acorde con las expectativas de recuperación gradual del crecimiento económico, tanto de la zona del euro como de otros países.

No obstante, en el escenario descrito siguen existiendo diversos riesgos a la baja, si bien reciente-

mente podrían haber experimentado una ligera disminución. En particular, la necesidad de una mayor corrección de los desequilibrios macroeconómicos fuera de la zona del euro podría todavía obstaculizar una recuperación sostenible de la economía mundial. En la zona del euro, existe incertidumbre en cuanto al alcance del ajuste que el sector empresarial necesita aún para aumentar la productividad y la rentabilidad, aunque el prolongado período de tipos de interés reducidos puede haber facilitado en gran medida este proceso y, por lo tanto, puede constituir una protección frente a los riesgos a la baja para el crecimiento económico.

En cuanto a las perspectivas sobre los precios, el comportamiento de los precios tanto de los alimentos -reflejo en parte de las condiciones meteorológicas- como del petróleo podría aportar cierta volatilidad transitoria y limitada a las tasas de inflación. Sin embargo, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC debería oscilar en torno al 2% durante lo que queda de año. A medio plazo, las perspectivas continúan siendo favorables. Se espera que la tasa de inflación interanual disminuya en el 2004 y se mantenga por debajo del 2%. Es previsible que además de los efectos de base, se produzcan efectos adicionales derivados de la transmisión de la pasada apreciación del tipo de cambio del euro que atenúen la inflación. La recuperación gradual de la economía debería verse acompañada de una evolución moderada de los precios y los salarios, por lo que no se espera que contribuya a ejercer presiones sobre los precios. Este panorama se refleja en las previsiones y proyecciones disponibles, así como en la información implícita que proporciona el rendimiento de los bonos, que coinciden en indicar que las expectativas de inflación de la zona del euro se encuentran firmemente ancladas en un nivel inferior pero cercano al 2% a medio plazo.

Por lo que respecta al análisis monetario, ha continuado la acumulación de liquidez en la zona del euro y, por tanto, sigue siendo amplia, significativamente superior a la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista. El reducido nivel de los tipos de interés de la zona del euro a todos los plazos ha contribuido a la elevada demanda de activos líquidos. El actual nivel de los tipos de interés ayuda a contrarrestar los efectos negativos sobre la demanda de crédito atribuibles a la

débil actividad económica de la zona del euro. De hecho, en el curso del presente año, el crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado parece haberse estabilizado en unos niveles que no son muy bajos en términos históricos. En conjunto, pese a que gran parte del exceso de liquidez en la zona del euro se debe a desplazamientos de cartera, el amplio grado de liquidez ha de ser objeto de un atento seguimiento.

En resumen, el análisis económico confirma la expectativa de que la inflación se situará en un nivel inferior pero cercano al 2% a medio plazo. Este escenario resulta coherente con las expectativas de una recuperación gradual de la actividad económica en el 2003 y de una intensificación posterior, y toma en consideración los efectos de la pasada revalorización del euro. Al mismo tiempo, a la luz de la actual situación económica, no debería considerarse que la fuerte expansión de M3 esté afectando por el momento negativamente a estas perspectivas. En consecuencia, el contraste de la información proporcionada por los dos pilares apunta a unas perspectivas favorables para la estabilidad de precios a medio plazo, que es el horizonte temporal relevante para la política monetaria.

En la presente coyuntura, resulta importante que los responsables de la política económica de la zona del euro contribuyan a crear un clima propicio para la recuperación de la confianza por parte de los agentes económicos. En materia de política fiscal, y cuando los planes presupuestarios para el

2004 están siendo finalizados, la corrección de graves desequilibrios de las finanzas públicas debe ser una prioridad para algunos países. A fin de respetar plenamente las normas establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de cumplir de forma estricta las recomendaciones formuladas por el Consejo ECOFIN, los Gobiernos deben atenerse a estrategias de saneamiento creíbles a medio plazo. Estas estrategias deberían estar encaminadas al restablecimiento en el sector privado de los incentivos al trabajo y a la inversión, impulsando así el crecimiento potencial de la economía de la zona del euro. Asimismo, deberían incluir una reducción anticipada y sostenida del gasto público primario. Dichos esfuerzos en el ámbito presupuestario deberían ir acompañados de medidas decididas en materia de reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos, que condujesen a una distribución más eficiente de los recursos, eliminando las rigideces que restringen el crecimiento potencial de la zona del euro.

La presente edición del *Boletín Mensual* contiene tres artículos. El primero de ellos revisa y explica los motivos por los que se ha modificado el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema, que entrará en vigor a partir de marzo del 2004. El segundo proporciona una visión general de la evolución reciente del sector bancario de la zona del euro. En el tercero se analiza la evolución de la competitividad internacional en materia de precios y costes de las empresas de la zona del euro.

# Evolución económica y monetaria 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 31 de julio de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin cambios, en el 2%, 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 tampoco se modificaron, y permanecieron en el 3% y en el 1%, respectivamente (véase gráfico 1).

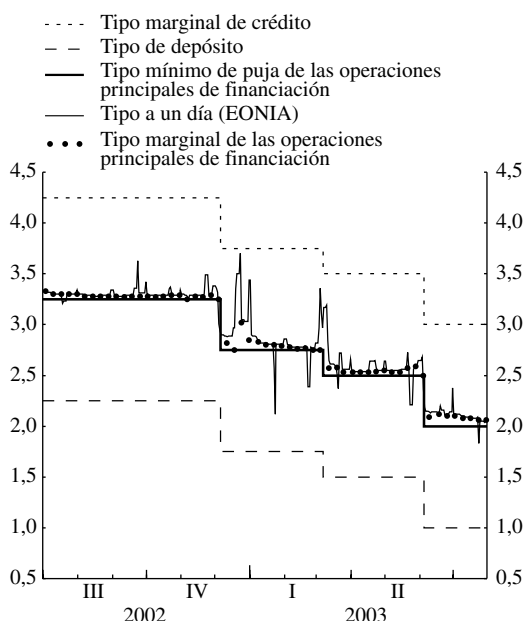
### La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo elevada en junio

En junio del 2003, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 descendió hasta el 8,3%, desde el 8,5% registrado en el mes anterior (véase gráfico 2). La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales de M3 se situó en el 8,5% en el período comprendido entre abril y junio del 2003, en comparación

#### Gráfico 1

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

(en porcentaje; datos diarios)

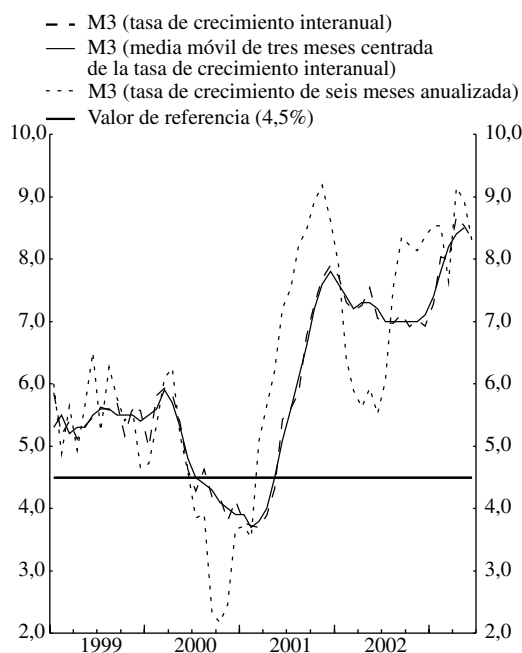


Fuentes: BCE y Reuters.

#### Gráfico 2

### Crecimiento de M3 y valor de referencia

(ajustado de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

con el 8,4% alcanzado en el período de marzo a mayo del 2003.

La evolución monetaria hasta junio indica que no se produjo un cambio de sentido significativo en los desplazamientos de cartera efectuados anteriormente por inversores distintos de IFM, a pesar de la disminución de la incertidumbre geopolítica y de la volatilidad de los mercados de valores de los meses precedentes. Es probable que la persistencia del intenso crecimiento monetario esté relacionada, principalmente, con el bajo nivel de los tipos de interés en todos los plazos, lo que se ha traducido en un coste de oportunidad relativamente reducido de mantener efectivo y ha restado atractivo a otras alternativas de inversión. Aparte del bajo rendimiento de la deuda pública que predominó hasta junio, puede que la elevada volatilidad de los mercados de renta fija en el período citado haya favorecido la preferencia de los inversores por activos líquidos a corto plazo. El fuerte crecimiento monetario puede también considerarse una indicación de que persisten las reticencias de los inversores a invertir en valores de renta variable, dadas las cuantiosas pérdidas



registradas en las inversiones en los mercados bursátiles en los últimos años. Finalmente, la incertidumbre acerca del crecimiento económico y de las perspectivas de los mercados de trabajo pueden haber seguido fomentando el ahorro por motivos de precaución.

A consecuencia del prolongado período de elevado crecimiento de M3, en la zona del euro se ha acumulado un sustancial exceso de liquidez que, posiblemente, no entrañe riesgos para la estabilidad de precios en la actual situación económica de la zona del euro. No obstante, si el citado exceso de liquidez persistiera en momentos de considerable fortalecimiento de la actividad económica, podría provocar presiones inflacionistas a medio plazo. Por consiguiente, la magnitud de los cambios de sentido que, en el futuro, se produzcan en los desplazamientos de cartera observados anteriormente, así como la del riesgo de que se utilicen en el gasto agregado en momentos de crecimiento económico más intenso, deben ser objeto de atento seguimiento.

En cuanto a los principales componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 no se modificó en junio, mes en el que se situó en el 11,5% (véase cuadro 1). De los componentes de este último agregado, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación descendió hasta el 31,9% en junio, des-

de el 34,3% en el mes anterior. La dinámica a corto plazo del efectivo en circulación se mantuvo relativamente vigorosa, aunque el proceso de reposición a niveles previos de las tenencias de efectivo se ralentizó a medida que estas tenencias se aproximan a valores cercanos a los niveles tendenciales observados con anterioridad a la introducción del euro. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista volvió a aumentar, hasta el 8,6%, frente al 8,3% alcanzado en mayo. Es probable que la intensa evolución de este tipo de depósitos esté relacionada, fundamentalmente, con los reducidos niveles de su coste de oportunidad.

Por lo que respecta a los demás componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista descendió hasta el 5,6% en junio, desde el 5,9% en mayo, como consecuencia de la disminución de la tasa de variación interanual de los depósitos hasta dos años, hasta el -1%, desde el 0,8% observado en mayo. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses volvió a incrementarse en junio, hasta el 10,5%, frente al 9,9% alcanzado en el mes anterior. Es probable que esta evolución divergente refleje un estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a este tipo de depósitos en los últimos meses (véase gráfico 5), que ha reducido

## Cuadro 1

### Cuadro resumen de variables monetarias de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; medias trimestrales)

	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 Mar	2003 Abr	2003 May	2003 Jun
<i>Ajustados de efectos calendario y estacionales</i>							
<b>M1</b>	8,8	10,3	11,5	11,8	11,2	11,5	11,5
<i>Del cual:</i> Efectivo en circulación	12,9	39,1	35,8	39,9	37,5	34,3	31,9
<i>Del cual:</i> Depósitos a la vista	8,1	6,6	8,1	8,1	7,7	8,3	8,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	4,9	4,3	5,4	4,7	5,2	5,9	5,6
<b>M2</b>	6,7	7,1	8,2	8,0	8,0	8,5	8,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	8,6	10,5	9,7	8,0	12,5	8,6	8,2
<b>M3</b>	7,0	7,6	8,5	8,0	8,7	8,5	8,3
<i>Sin ajustar de efectos calendario y estacionales</i>							
<b>Pasivos finan. a más largo plazo (excl. capital y reservas)</b>	5,2	5,0	5,2	5,0	5,2	5,2	5,3
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>	4,1	4,2	4,7	4,1	4,7	5,0	4,8
Crédito a las Administraciones Públicas	1,9	2,0	3,5	1,8	3,5	4,4	3,7
<i>Del cual:</i> Préstamos a las Administraciones Públicas	-1,2	-1,1	-0,4	-1,8	-0,1	-0,2	-0,3
Crédito a otros residentes en la zona del euro	4,7	4,8	5,1	4,7	5,1	5,2	5,1
<i>Del cual:</i> Préstamos al sector privado	4,8	4,9	4,6	4,7	4,7	4,6	4,5

Fuente: BCE.

el atractivo de los depósitos a plazo en favor de los depósitos de ahorro.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 cayó hasta el 8,2% en junio, desde el 8,6% registrado en mayo. Esta evolución obedeció a una reducción de las tasas de variación interanuales de las cesiones temporales (hasta el -2,1%, desde el 2,8% en mayo), y de los valores distintos de acciones hasta dos años (hasta el -15,3%, desde el -12,3% en el mes precedente). Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario se incrementó hasta el 19,2%, desde el 17,5% alcanzado en el mes anterior, y como estos instrumentos son especialmente idóneos para aparcar efectivo en épocas de incertidumbre, esta evolución confirma la hipótesis de que persiste una fuerte demanda de activos monetarios por motivos de precaución.

En cuanto a las contrapartidas de M3 en el balance de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se elevó ligeramente, hasta el 5,3%, desde el 5,2% en mayo.

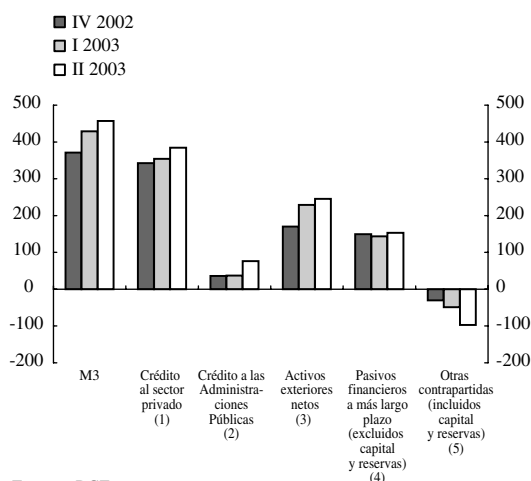
### El crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo estable en junio

Por lo que se refiere al activo del balance consolidado del sector de las IFM, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido a residentes en la zona del euro descendió hasta el 4,8%, desde el 5% en mayo. Esta evolución fue resultado de la reducción de las tasas de crecimiento interanuales del crédito concedido a las Administraciones Públicas (hasta el 3,7% en junio, frente al 4,4% en el mes anterior), y del crédito otorgado al sector privado (hasta el 5,1%, desde el 5,2% en mayo). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se situó en el 4,5% en junio, en comparación con el 4,6% registrado en el mes anterior. Dicha tasa ha estado fluctuando entre el 4,5% y el 5% en los últimos meses, lo que indica que la tendencia a la baja del crecimiento de los préstamos observada desde finales del año 2000 terminó a finales del 2002. Al

## 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.

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

mismo tiempo, no hay señales claras de que se esté produciendo una recuperación del crecimiento de los préstamos. No obstante, considerando el entorno económico, el nivel actual de crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado no es, en términos reales, bajo desde una perspectiva a más largo plazo.

También se observa una tendencia a la estabilización de las condiciones de concesión de los créditos en los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios realizada por el Eurosistema en julio del 2003 (véase recuadro 1). Aunque, por lo general, las entidades de crédito han seguido indicando que se han endurecido los criterios de aprobación de los préstamos o de líneas de crédito a empresas en los últimos tres meses, los porcentajes han disminuido considerablemente con respecto a los de la encuesta de abril. En la encuesta de julio, la mayor parte de las entidades de crédito han señalado que no se habían modificado los criterios en relación con los préstamos a hogares. Sin embargo, por ahora, los resultados de la encuesta deben interpretarse con gran cautela, ya que todavía se sabe poco sobre la relación entre las respuestas y la evolución efectiva de la economía y del crédito.

En junio del 2003, la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro se incrementó en 56 mm de euros, en cifras

## Recuadro I

### Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2003

Tal y como se indicaba en el artículo titulado «Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», publicado en el *Boletín Mensual* de abril del 2003, el Eurosistema ha elaborado una encuesta trimestral sobre préstamos bancarios al objeto de ampliar el conocimiento de las políticas de concesión de préstamos bancarios en la zona del euro. La encuesta se ha diseñado para complementar las estadísticas existentes sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela y sobre el crédito, con información sobre las condiciones de la oferta y la demanda en los mercados de crédito de la zona del euro. La primera encuesta sobre préstamos bancarios se realizó en el mes de enero del 2003, y la segunda, en abril. En el *Boletín Mensual* de mayo del 2003 se presentaron los principales resultados de las dos primeras encuestas. En este recuadro se recogen los resultados más relevantes de la tercera encuesta y se comparan con los obtenidos en encuestas anteriores. Un informe más amplio al respecto puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios realizada en julio del 2003, basadas en las respuestas de las 86 entidades participantes, indican que, si bien las entidades han continuado, en general, endureciendo los criterios de aprobación de los préstamos o líneas de crédito a empresas en los tres últimos meses, el porcentaje neto de entidades que ha señalado que se ha producido un endurecimiento de los citados criterios ha disminuido considerablemente con respecto a la encuesta del mes de abril. En cuanto a los préstamos concedidos a hogares, la mayoría de las entidades de crédito informantes manifestó el mantenimiento de sus criterios de aprobación en la encuesta de julio.

Por lo que hace a los préstamos a empresas, la encuesta de julio del 2003 señaló que el porcentaje neto de entidades que manifiesta un endurecimiento neto de los criterios de aprobación fue del 27% en el período comprendido entre abril y junio (véase el panel superior del cuadro A). Esta cifra se situó por debajo de la esperada por las entidades de créditos en abril referida al citado período (39%) y también de la observada durante el período comprendido entre enero y marzo (46%) (véase la primera sección del gráfico A). En

#### Cuadro A: Variaciones en los criterios de aprobación de los préstamos a empresas

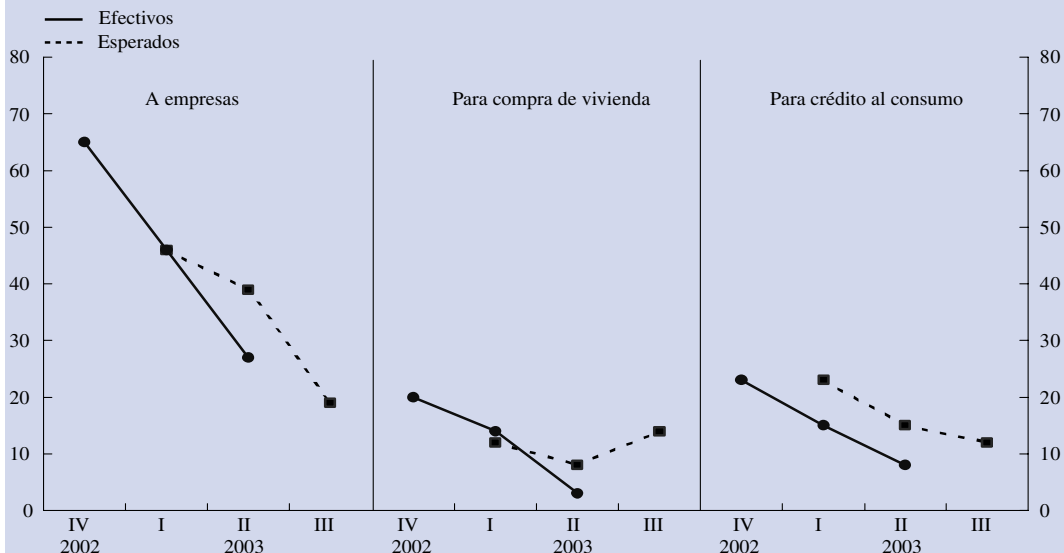
(en porcentaje)

	Total		Préstamos a pequeñas y medianas empresas		Préstamos a grandes empresas		Préstamos a corto plazo		Préstamos a largo plazo	
	julio	abril	julio	abril	julio	abril	julio	abril	julio	abril
<b>a) Durante los tres últimos meses</b>										
Se endurecerán considerablemente	0	1	0	0	0	8	0	0	2	8
Se endurecerán en cierta medida	27	45	32	34	25	43	19	32	28	35
Prácticamente no variarán	73	54	65	64	75	49	82	68	68	57
Se relajarán en cierta medida	0	0	3	3	0	0	0	0	2	0
Se relajarán considerablemente	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Porcentaje neto<sup>1)</sup></b>	<b>27</b>	<b>46</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>25</b>	<b>51</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>43</b>
Número de entidades participantes	83	83	81	80	80	80	82	83	83	83
<b>b) Durante los próximos tres meses</b>										
Se endurecerán considerablemente	0	2	0	2	2	4	0	3	2	4
Se endurecerán en cierta medida	23	36	23	35	24	33	11	26	22	37
Prácticamente no variarán	72	61	68	61	73	61	82	71	74	58
Se relajarán en cierta medida	4	0	9	3	1	2	7	0	1	2
Se relajarán considerablemente	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0
<b>Porcentaje neto<sup>1)</sup></b>	<b>19</b>	<b>39</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>24</b>	<b>36</b>	<b>5</b>	<b>29</b>	<b>21</b>	<b>39</b>
Número de entidades participantes	83	83	81	81	80	80	81	83	82	83

1) Se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente».

## CrITERIOS de aprobación de préstamos y líneas de crédito

(porcentajes netos de entidades que manifiestan un endurecimiento de los criterios)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los valores «efectivos» están referidos al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre de 2003 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril.

comparación con los resultados de la encuesta de abril, se produjo un significativo descenso del porcentaje de entidades que manifestó un endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a grandes empresas, mientras que el porcentaje de entidades que indicó un endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a pequeñas y medianas empresas se mantuvo básicamente sin cambios. Por lo que se refiere al plazo inicial de los préstamos, el endurecimiento neto manifestado en la encuesta de julio fue más acusado para los préstamos a largo plazo que para los préstamos a corto plazo, si bien ambos porcentajes disminuyeron en comparación con las cifras de la encuesta de abril.

Al igual que en la encuesta de abril, el factor mencionado como principal impulsor del endurecimiento neto que se ha producido en los criterios de aprobación del conjunto de préstamos otorgado durante el período comprendido entre abril y junio del 2003 ha sido una mayor percepción del riesgo, sobre todo del relacionado con las perspectivas económicas concretas del sector o de la empresa, seguido muy de cerca por el relativo a las

## Cuadro B: Variaciones en la demanda de préstamos o líneas de crédito a empresas durante los tres últimos meses

(en porcentaje)

	Total		Préstamos a pequeñas y medianas empresas		Préstamos a grandes empresas		Préstamos a corto plazo		Préstamos a largo plazo	
	julio	abril	julio	abril	julio	abril	julio	abril	julio	abril
Se han endurecido considerablemente	2	0	2	2	4	7	2	0	3	1
Se han endurecido en cierta medida	33	41	30	34	25	34	20	18	38	41
Prácticamente no han variado	54	48	52	47	57	45	61	67	47	29
Se han relajado en cierta medida	10	10	16	16	12	15	16	14	10	28
Se han relajado considerablemente	0	0	0	0	2	0	0	0	2	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Porcentaje neto <sup>1)</sup></b>	<b>-25</b>	<b>-31</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>-26</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-30</b>	<b>-14</b>
Número de entidades participantes	83	82	81	81	80	80	81	83	82	83

1) Los porcentajes netos de las preguntas sobre la demanda de préstamos se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han incrementado considerablemente» y «se han incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han reducido en cierta medida» y «se han reducido considerablemente».

perspectivas económicas generales. El endurecimiento tuvo lugar, en particular, a través de una ampliación de los márgenes, aunque las condiciones no relacionadas con el precio también pasaron a ser más restrictivas.

Con respecto a las expectativas relacionadas con los criterios de aprobación de los préstamos durante el tercer trimestre del 2003, el porcentaje neto de entidades de crédito que espera un endurecimiento disminuyó hasta el 19% en la encuesta de julio, desde el 39% recogido en la encuesta de abril (véase el panel inferior del cuadro A). En particular, las entidades de crédito esperan un menor grado de endurecimiento en los préstamos a las pequeñas y medianas empresas.

Por lo que hace a la demanda de préstamos por parte de las empresas, las entidades de crédito han seguido informando de una reducción neta generalizada, con independencia del tamaño de la empresa. Del total de entidades participantes en la encuesta de julio, el 25% (en términos netos) indicó que había experimentado una menor demanda de préstamos o de líneas de crédito en los tres meses precedentes, frente al 31% registrado en la encuesta del mes de abril (véase cuadro B). El porcentaje neto indicativo de una reducción de la demanda de préstamos o líneas de crédito disminuyó de una forma particularmente acusada en el caso de las grandes empresas.

En cuanto a los préstamos a hogares, el porcentaje neto indicativo de un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda sólo fue de un 3% en la encuesta de julio, frente al 14% registrado en la de abril (véase el panel superior del cuadro C), siendo también aquél inferior a las expectativas previas, de un 8%, existentes para el segundo trimestre del 2003 (véase la segunda sección del gráfico). Por lo que se refiere a los créditos al consumo y otros préstamos a hogares, el porcentaje neto de entidades que ha informado de un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos cayó hasta un 8% en la encuesta de julio, desde el 15% manifestado en la encuesta de abril, situándose también aquél por debajo de las expectativas previas, de un 14%, existentes para el segundo trimestre del año (véase la tercera sección del gráfico).

Desde el punto de vista de las entidades de crédito que han continuado manifestando un endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares durante los tres últimos meses, el principal factor contribuyente a dicho endurecimiento ha sido la debilidad de las expectativas sobre la actividad económica general, seguido —en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda— de un empeoramiento de las perspectivas del mercado de la vivienda y —con respecto a los préstamos al consumo y otros préstamos a hogares— de un deterioro de la calidad crediticia de los consumidores. Al mismo tiempo, el factor impulsor de una relajación de las condiciones crediticias más citado por las entidades de crédito ha sido el aumento de la competencia por parte de otras entidades bancarias e intermediarios financieros.

Por lo que se refiere a las expectativas para el tercer trimestre del 2003, los resultados de la encuesta de julio señalan que, en general, las entidades de crédito esperan un endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares (véase el panel inferior del cuadro C).

Al mismo tiempo, por el lado de la demanda, de la encuesta de julio del 2003 se desprende que el porcentaje neto de entidades que registró un incremento de la demanda de préstamos para la adquisición de vivienda

### Cuadro C: Variaciones en los criterios de aprobación de los préstamos a hogares

(en porcentaje)

	Préstamos para la adquisición de vivienda		Créditos al consumo y otros préstamos	
	julio	abril	julio	abril
<b>a) Durante los tres últimos meses</b>				
Se han endurecido considerablemente	1	0	0	0
Se han endurecido en cierta medida	12	19	13	17
Prácticamente no han variado	77	77	82	81
Se han relajado en cierta medida	8	5	5	2
Se han relajado considerablemente	2	0	0	0
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Porcentaje neto <sup>1)</sup></b>	<b>3</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>15</b>
Número de entidades participantes	80	80	78	77
<b>b) Durante los próximos tres meses</b>				
Se han endurecido considerablemente	0	2	0	1
Se han endurecido en cierta medida	14	16	16	20
Prácticamente no han variado	85	71	80	73
Se han relajado en cierta medida	1	10	4	7
Se han relajado considerablemente	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Porcentaje neto <sup>1)</sup></b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
Número de entidades participantes	80	80	78	78

1) Véase nota del cuadro A.

ascendió al 29%, desde el 19% observado en la encuesta de abril (véase cuadro D). Además, por vez primera, las entidades observaron un ligero incremento, en términos netos, de la demanda de crédito al consumo y de otros préstamos a los hogares durante el mismo período.

Aunque, en su conjunto, estos resultados apuntan a cierta estabilización de las condiciones de concesión de los créditos, considerando la novedad que constituye la encuesta, los resultados deben interpretarse con gran cautela. Pasará algún tiempo y será necesario adquirir una mayor experiencia antes de que sea posible llevar a cabo una interpretación precisa de los resultados de la encuesta y establecer la relación entre tales resultados y la evolución económica y financiera.

#### Cuadro D: Variaciones en la demanda de préstamos a hogares durante los tres últimos meses

(en porcentaje)

	Préstamos para la adquisición de vivienda		Créditos al consumo y otros préstamos	
	julio	abril	julio	abril
Se han endurecido considerablemente	0	5	1	3
Se han endurecido en cierta medida	14	18	18	24
Prácticamente no han variado	44	35	58	47
Se han relajado en cierta medida	30	33	21	20
Se han relajado considerablemente	12	9	2	5
Total	100	100	100	100
<b>Porcentaje neto <sup>1)</sup></b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>5</b>	<b>-2</b>
Número de entidades participantes	80	80	78	78

1) Véase nota del cuadro B.

absolutas y sin desestacionalizar. En los doce meses transcurridos hasta junio, los activos exteriores netos de este sector aumentaron en 245 mm de euros, frente a un ascenso de 230 mm de euros registrado en el período de doce meses que finalizó en mayo. Las cifras de la balanza de pagos de la zona del euro para el período transcurrido hasta mayo indican que el fuerte crecimiento de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona en los doce meses transcurridos hasta ese mes estuvo relacionado con elevados flujos de entrada en la zona del euro, vinculados a las adquisiciones de valores distintos de acciones de la zona del euro por parte de no residentes en la zona y, en menor medida, al superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona.

#### Estabilidad en la emisión de valores distintos de acciones en mayo

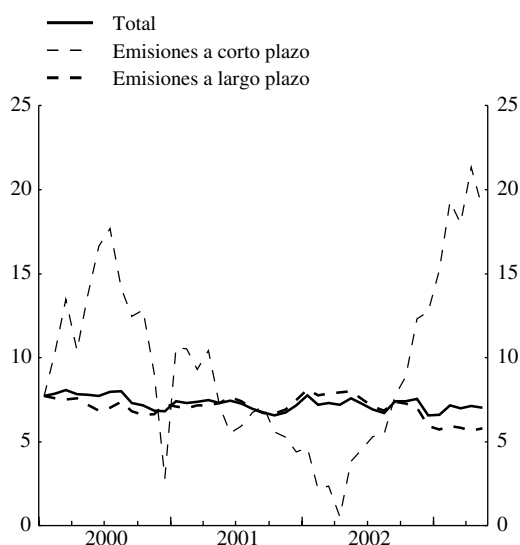
La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro fue del 7% en mayo del 2003, sin variaciones con respecto al mes anterior (véase gráfico 4), como consecuencia de un incremento de 0,2 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo, que se situó en el 5,8%, y de una reducción de 2,4 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a corto plazo, hasta el 18,9%.

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 mantuvo sin variaciones en mayo, en el 6,7%, con respecto al mes precedente. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones no denominados en euros emi-

#### Gráfico 4

#### Crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

tidos por residentes en la zona disminuyó del 11,9% registrado en abril al 10,9% en mayo.

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 fue del 4% en mayo, esto es, 0,3 puntos porcentuales menos que el mes anterior, como consecuencia de un descenso de la tasa de crecimiento interanual (hasta el 20,9% en mayo, desde el 26,1% en abril) del saldo vivo de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos.

En el sector de las instituciones distintas de IFM, que incluye las instituciones financieras no monetarias y las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros aumentó en mayo, por cuarto mes consecutivo, hasta el 20,7%, desde el 20,2% alcanzado en abril. Dentro de este sector, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por sociedades no financieras ascendió hasta el 13,1% en mayo, frente al 10,5% de abril, la tasa más elevada registrada en un año. Este incremento fue resultado de la elevación de las tasas de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto y a largo plazo. Si bien la recuperación del crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo puede ser indicativa de una mayor necesidad de capital circulante por parte de las empresas, la de los valores distintos de acciones a más largo plazo puede apuntar a mayores necesidades de inversión en capital fijo. Por otra parte, es posible que los emisores hayan decidido aprovechar los menores costes de financiación de los mercados de renta fija privada, resultantes del considerable descenso de los diferenciales de este tipo de valores con respecto a los rendimientos de la deuda pública en los últimos meses. Al mismo tiempo, en un entorno de muy bajo rendimiento de la deuda pública, los inversores financieros que buscan activos de mayor rentabilidad, y que parecen estar menos preocupados por el riesgo de crédito, pueden haberse sentido atraídos por el rendimiento adicional que ofrecen los valores de renta fija privada.

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

en euros emitidos por las instituciones financieras no monetarias disminuyó ligeramente, desde el 31,4% registrado en abril al 29,2% en mayo. A pesar de este ligero descenso, el crecimiento del saldo de este tipo de valores emitidos por el citado sector ha sido bastante intenso desde junio de 1999. Las emisiones de este sector han tendido a concentrarse en unos pocos países en los que las ventajas fiscales han animado a las empresas a utilizar entidades de propósito especial y otro tipo de entidades financieras para captar capital a un coste menor a través del mercado de renta fija privada.

Por lo que se refiere al sector público, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por las Administraciones Centrales se elevó ligeramente, hasta el 4,5% en mayo, desde el 4,3% en abril. Por el contrario, las otras Administraciones Públicas, formadas principalmente por las Administraciones Regionales y las Administraciones Locales, redujeron el ritmo de emisión de valores distintos de acciones denominados en euros, y, en consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de este tipo de valores cayó hasta el 26,2% en mayo, desde el 29% alcanzado en el mes precedente.

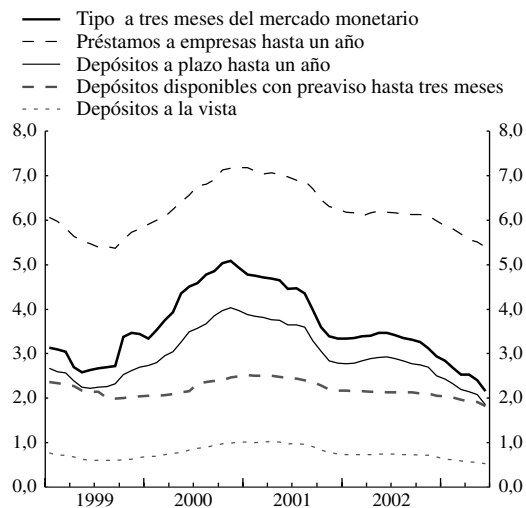
### **Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela cayeron a niveles muy reducidos en junio**

Tras la reducción de los tipos de interés del BCE a principios de junio, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela disminuyeron considerablemente, y por importes considerables, en junio del 2003, retornando muchos de ellos a los niveles más bajos observados desde enero de 1999. En junio del 2003, el tipo de interés medio aplicado por las entidades de crédito a los depósitos hasta un año disminuyó 23 puntos básicos con respecto al mes anterior, y en torno a 110 puntos básicos en relación con el tipo vigente en junio del 2002, mes en que alcanzó un máximo histórico por última vez. Esto es comparable con un descenso de aproximadamente 130 puntos básicos del tipo de interés a tres meses del mercado monetario en el mismo período. Al mismo tiempo, el tipo de interés medio aplicado por las entidades de crédito en los préstamos a empresas hasta un año se re-

## 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 y Reuters.  
Nota: A partir del 1 de enero de 2001, los datos incluyen Grecia.

dujo 80 puntos básicos, aproximadamente, retornando a los niveles más bajos registrados en el tercer trimestre de 1999 (véase gráfico 5). En cambio, el tipo de interés medio de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses solo descendió 30 puntos básicos entre junio del 2002 y junio del 2003, en concordancia con el ajuste de estos tipos a la evolución del mercado, que suele ser más lento.

Como resultado de la disminución a niveles muy reducidos del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en los primeros meses del año 2003, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela continuaron con la tendencia general a la baja iniciada en junio del 2002 y que alcanzó niveles muy bajos en junio de este año (véase gráfico 6). En el período comprendido entre mayo del 2002 y junio del 2003, el tipo de interés medio aplicado por las entidades de crédito a los depósitos a más de dos años descendió aproximadamente 140 puntos básicos. En ese mismo período, los tipos de interés de los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda y los de los créditos a largo plazo a empresas cayeron en torno a 150 y 110 puntos básicos, respectivamente. Estos descensos son comparables con la disminución del rendimiento me-

dio de la deuda pública a cinco años, de aproximadamente 190 puntos básicos, entre mayo del 2002 y junio del 2003. Las variaciones de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito reflejaron el desfase habitual que se produce en cuanto a la repercusión de los tipos de interés de mercado a más largo plazo.

### La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se tornó algo más plana en julio

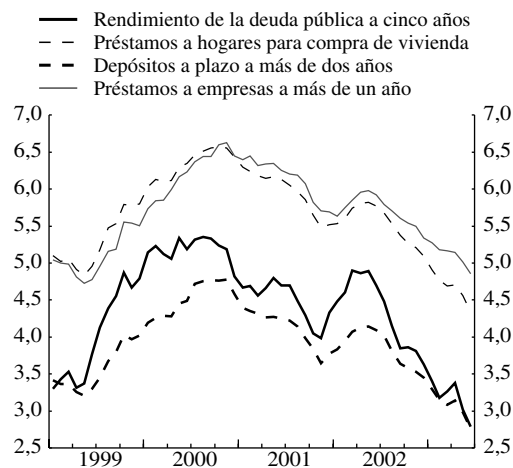
En julio, los tipos de interés del mercado monetario descendieron levemente a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario, pero aumentaron ligeramente a los plazos más largos (véase gráfico 7). En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, que era negativa a finales de junio, pasó a ser plana el 30 de julio.

En julio, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA, fue disminuyendo gradualmente hasta aproximarse al nivel del tipo mínimo de puja (el 2%) de las operaciones principales de financia-

## 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)



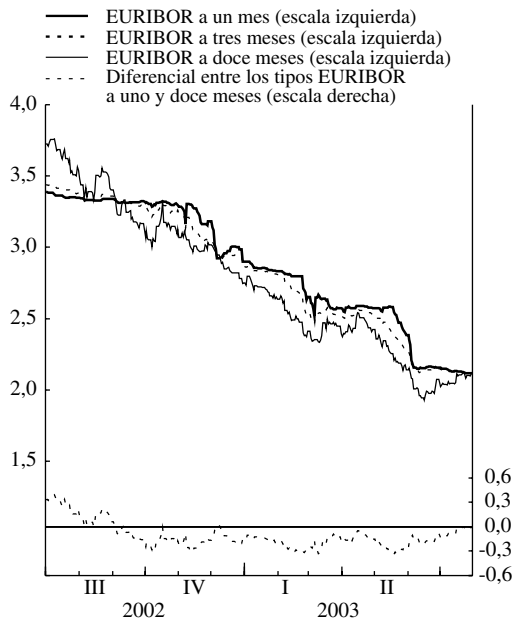
Fuentes: BCE, datos agregados de los distintos países y Reuters.  
Nota: A partir del 1 de enero de 2001, los datos incluyen Grecia.



## Gráfico 7

### Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro y pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario

(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

ción del BCE, y se situó en el 2,07% el 30 de julio, con una sola fluctuación relevante a la baja, hasta el 1,83%, el 23 de julio, último día del período de mantenimiento (véase recuadro 2). Entre finales de junio y el 30 de julio, el tipo *swap* a dos semanas del EONIA descendió del 2,11% al 2,07%. Los tipos marginal y medio de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema ejecutadas entre finales de junio y el 30 de julio también se redujeron gradualmente en el mes de julio, situándose en el 2,06% y en el 2,07%, respectivamente, en la operación liquidada el 30 de julio.

Los tipos EURIBOR a uno y tres meses también descendieron ligeramente, 4 y 3 puntos básicos, respectivamente, en el período comprendido entre finales de junio y el 30 de julio, fecha en la que ambos se situaron en el 2,12%.

En cambio, los tipos EURIBOR a seis y doce meses aumentaron 2 y 7 puntos básicos entre finales de junio y el 30 de julio, fecha en la que alcanzaron el 2,11% y el 2,13%, respectivamente. La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, que se situó

en -10 puntos básicos a finales de junio, era plana el 30 de julio.

La evolución esperada del tipo EURIBOR a tres meses, implícita en el precio de los futuros con fechas de entrega en el segundo semestre del año 2003 y el primero del 2004, se desplazaron levemente al alza en julio, y entre finales de junio y el 30 de julio, los tipos implícitos en el precio de los futuros con fechas de entrega en septiembre y diciembre del 2003 y en marzo y junio del 2004 aumentaron entre 11 y 19 puntos básicos, hasta situarse, el día 30 de julio, en el 2,07%, el 2%, el 2,09% y el 2,29%, respectivamente.

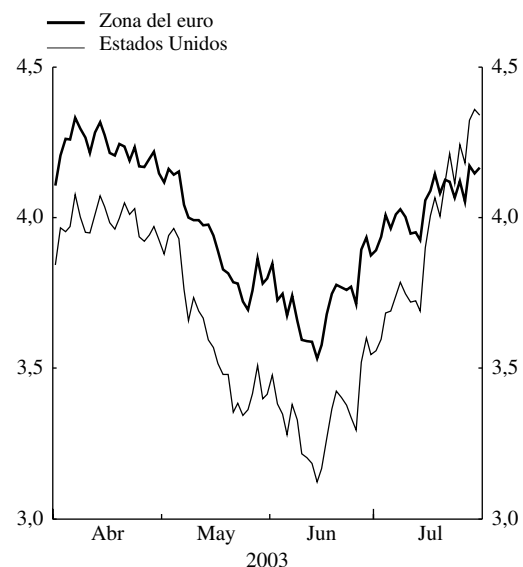
### El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en julio

El repunte que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo empezó a experimentar a mediados de junio del 2003 en todos los principales mercados de renta fija continuó en julio. En la zona del euro y en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó 30 y 80 puntos básicos, respectivamente, entre finales de junio y el 30 de julio, fecha en la que alcanzó el 4,2% y el 4,3%, respectivamente (véase gráfico 8). En con-

## 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.

## Recuadro 2

### Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que finalizó el 23 de julio de 2003

En el período de mantenimiento de reservas considerado, el Eurosistema realizó seis operaciones principales de financiación (OPF) y una operación de financiación a plazo más largo (OFPML).

#### Operaciones de mercado abierto

(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	Tipo fijo
OPF	25/06/2003	09/07/2003	166,40	150,00	1,11	297	2,00	2,10	2,12	-
OPF	02/07/2003	16/07/2003	111,70	56,00	1,99	227	2,00	2,10	2,11	-
OPF	09/07/2003	16/07/2003	67,96	43,00	1,58	122	2,00	2,09	2,10	-
OPF	09/07/2003	23/07/2003	130,69	101,00	1,29	287	2,00	2,08	2,10	-
OPF	16/07/2003	30/07/2003	147,62	98,00	1,88	262	2,00	2,08	2,09	-
OPF	23/07/2003	06/08/2003	141,57	134,00	1,06	292	2,00	2,06	2,08	-
OFPML	26/06/2003	25/09/2003	28,69	15,0	1,91	124	-	2,11	2,12	-

Fuente: BCE.

El 9 de julio se ejecutó una operación desdoblada formada por dos OPF simultáneas con vencimiento a una y dos semanas, respectivamente, con el fin de reajustar los importes de las dos OPF vivas que se habían desequilibrado tras un episodio de insuficiencia de pujas registrado a principios de junio. Si bien la ratio de cobertura de las pujas en las OPF del período de mantenimiento de reservas considerado se mantuvo en torno al 1,5, en promedio, fue relativamente reducida en la primera y en la última operación, aunque en ninguna se observó una disminución del número de participantes.

Al iniciarse el período de mantenimiento de reservas, el EONIA se mantuvo estable, en torno al 2,12%, con la excepción del 30 de junio, lunes, fecha en la que aumentó hasta el 2,38% debido al efecto de fin de semestre. Posteriormente, el EONIA descendió gradualmente, desde el 2,12%, el 4 de julio, hasta el 2,08% el 21 de julio. La OPF liquidada el último día del período de mantenimiento proporcionó reservas suficientes para finalizar

#### Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de junio y el 23 de julio de 2003

	Inyección de liquidez	Drenaje de liquidez	Contribución neta
<b>(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema</b>	<b>250,1</b>	<b>0,3</b>	<b>+ 249,9</b>
Operaciones principales de financiación	204,7	-	+ 204,7
Operaciones de financiación a plazo más largo	45,0	-	+ 45,0
Facilidades permanentes	0,4	0,3	+0,1
Otras operaciones	-	-	-
<b>(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario<sup>1)</sup></b>	<b>320,4</b>	<b>438,1</b>	<b>- 117,7</b>
Billetes en circulación	-	382,7	- 382,7
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	52,4	- 52,4
Activos exteriores netos (incluido el oro)	320,4	-	+ 320,4
Otros factores (netos)	-	2,9	- 2,9
<b>(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)</b>			<b>132,2</b>
<b>(d) Reservas mínimas exigidas</b>			<b>131,6</b>

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

1) Las estimaciones publicadas de las necesidades medias de liquidez imputables a los factores autónomos se situaron entre los 111,6 mm de euros y los 125,6 mm de euros. La desviación más importante entre la estimación publicada y la cifra efectivamente registrada se produjo en el período comprendido del 14 al 22 de julio, y ascendió a 2,5 mm de euros.

con holgura el período. En consecuencia, el 23 de julio, el EONIA disminuyó hasta el 1,83%, y el período de mantenimiento de reservas finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 5,2 mm de euros.

La diferencia media entre los saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema y las exigencias de reservas mínimas fue de 0,6 mm de euros.

secuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro se tornó positivo por primera vez desde comienzos de abril del 2002, situándose en aproximadamente 10 puntos básicos el 30 de julio.

En Estados Unidos, el marcado aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo pareció reflejar, principalmente, la revisión al alza de las expectativas de crecimiento y de inflación de los participantes en el mercado. El incremento de 50 puntos básicos del rendimiento real de los bonos a diez años indiciados con la inflación registrado entre finales de junio y el 30 de julio era señal de un mayor optimismo de los inversores acerca de las perspectivas de la actividad económica en Estados Unidos. Este optimismo parece haber estado propiciado por la publicación de datos macroeconómicos, en general, más favorables de lo previsto, y por la revisión al alza de las proyecciones de crecimiento del PIB real. Al tiempo que percibían mejores perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense, los participantes en el mercado parecieron considerar poco probable que la inflación cayera sensiblemente por debajo de su ya reducido nivel, circunstancia que había generado fuertes presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en los meses anteriores. Así pues, parecieron aumentar las expectativas de inflación media a largo plazo de los inversores, tal y como indicó el repunte de unos 30 puntos básicos de la tasa de inflación implícita a diez años, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indiciados con la inflación, ambos a diez años, observado entre finales de junio y el 30 de julio.

Con la acusada corrección al alza del rendimiento de la deuda pública a largo plazo que se produjo en julio, pareció acrecentarse, en cierta medida, la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura del rendimiento

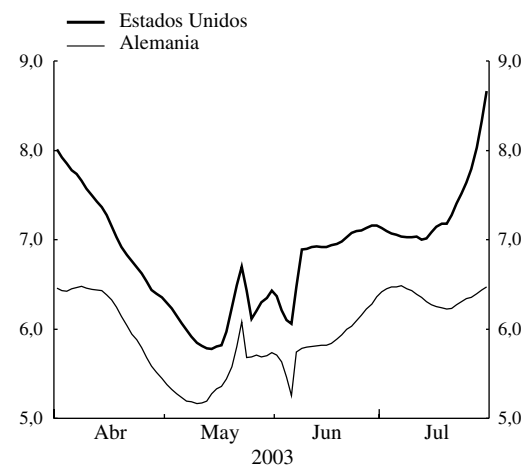
de los bonos en el mercado estadounidense. En efecto, la media móvil de diez días de la volatilidad implícita de los futuros a diez años del Tesoro estadounidense se elevó en torno a 1,5 puntos porcentuales entre finales de junio y el 30 de julio, fecha en la que se situó en el 8,7%, alrededor de 1 punto porcentual por encima de su media de los dos últimos años.

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo siguió creciendo en julio, aunque de forma menos pronunciada que en el mes precedente. El rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó unos 10 puntos básicos entre finales de junio y el 30 de julio, fecha en la que se situó en el 1%. A este aumento contribuyeron los continuos desplazamientos de cartera desde el mercado de renta fija al de renta variable, así como una valoración más optimista de la activi-

### Gráfico 9

#### Volatilidad implícita de los contratos de futuros sobre bonos alemanes a diez años y bonos del Tesoro estadounidense a diez años

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



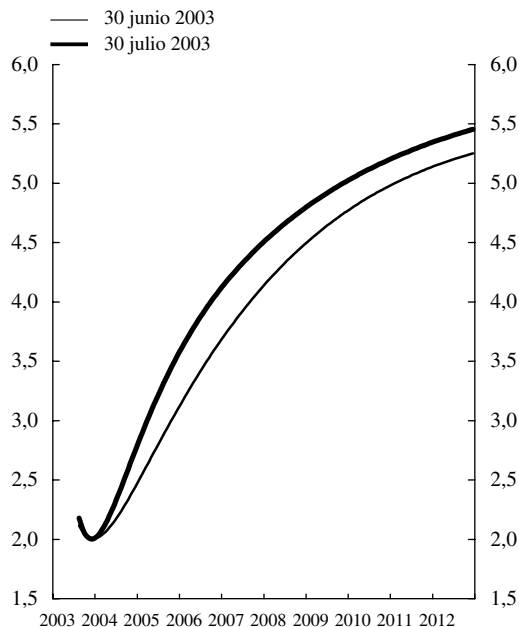
Fuente: Bloomberg.

Nota: Las series de volatilidad implícita representan la volatilidad implícita del contrato de futuros genérico con vencimiento más próximo, renovado 20 días antes de su vencimiento, según la definición de Bloomberg. Esto significa que 20 días antes de su vencimiento se sustituye el contrato de futuros más próximo por el correspondiente al siguiente período de vencimiento.

## Gráfico 10

### 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*.

dad económica futura en Japón por parte de los participantes en el mercado. En julio, éstos siguieron mostrando un grado relativamente alto de incertidumbre, medida por la volatilidad implícita del mercado de renta fija, cuya media móvil de diez días se situó, el 30 de julio, en el 4,8%, frente a la media del 3,1% registrada en los dos últimos años.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública creció en el mes de julio en todos los plazos, especialmente en los más largos, lo que se reflejó en un leve aumento de la pendiente de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día (véase gráfico 10). En cierta medida, el incremento del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro pareció haber sido consecuencia del contagio del repunte del rendimiento de la deuda pública estadounidense. Por otro lado, la elevación del rendimiento pareció haber sido también resultado de las ligeras revisiones al alza de las expectativas de crecimiento y de inflación a

medio y largo plazo de la zona del euro por parte de los participantes en el mercado, aunque los datos económicos publicados para la zona del euro parecen haberse percibido como más contradictorios que los de Estados Unidos.

Por lo que se refiere a las expectativas de crecimiento a largo plazo de los inversores, el rendimiento de los bonos a diez años indiciados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, aumentó en torno a 10 puntos básicos entre finales de junio y el 30 de julio. Al mismo tiempo, también parecieron haber crecido las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado. Así, la tasa de inflación implícita, medida por la diferencia entre el rendimiento nominal y el rendimiento real de los bonos a diez años, se incrementó unos 20 puntos básicos durante el mismo período, hasta situarse en el 1,9% el 30 de julio.

El grado de incertidumbre del mercado de renta fija de la zona del euro, medido por la volatilidad implícita de las opciones sobre futuros de bonos alemanes a largo plazo, no experimentó prácticamente variaciones entre finales de junio y el 30 de julio (véase gráfico 9), fecha en la que la media móvil de diez días de la volatilidad implícita del mercado de renta fija se situó en el 6,5%, cerca de 1 punto porcentual por encima de su media de los dos últimos años.

### Las cotizaciones bursátiles consolidaron sus ganancias en un contexto de volatilidad decreciente en julio

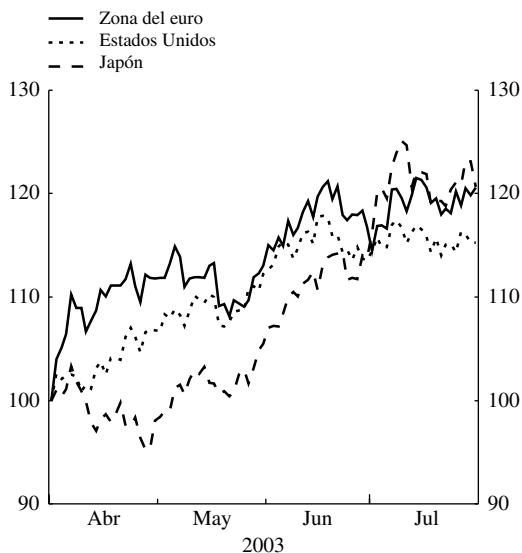
En un contexto caracterizado por mejores expectativas de crecimiento económico mundial, las cotizaciones bursátiles siguieron subiendo en julio, aunque sólo ligeramente, consolidando así la recuperación de los mercados de valores internacionales iniciada a mediados de marzo del 2003. Entre finales de junio y el 30 de julio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, ganaron un 3% (véase gráfico 11), las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, un 1%, y el índice Nikkei 225 de Japón, un 3%.

En Estados Unidos, la reducida subida generalizada de las cotizaciones bursátiles registrada en julio (que

## Gráfico 11

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

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



Fuente: Reuters.

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

situó, el día 30 de ese mes, el índice Standard & Poor's 500 un 12% por encima del nivel observado a finales de diciembre del 2002) pareció haber sido determinada, principalmente, por el creciente optimismo de los participantes en el mercado ante las perspectivas de mejora de la actividad económica y de los resultados empresariales, tras la publicación de una serie de datos económicos más favorables de lo previsto. Por otro lado, el mercado se benefició del menor grado de incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de las cotizaciones bursátiles, lo que se reflejó en el descenso, de casi un 1 punto porcentual, de la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, entre finales de junio y el 30 de julio, fecha en la que esta medida de la incertidumbre del mercado de valores se situó unos 7 puntos porcentuales por debajo de su media de los dos últimos años (véase gráfico 12). La subida de las cotizaciones bursátiles estadounidenses registrada en julio fue particularmente acusada en el sector tecnológico, traduciéndose en un alza del 6%, entre finales de junio y el 30 de julio, del índice Nasdaq compuesto, que se situó un 29% por encima del nivel observado a finales de diciembre del 2002.

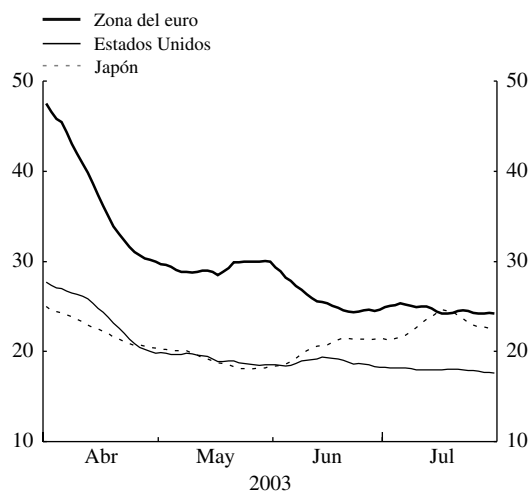
En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, ganaron un 3% entre finales de junio y el 30 de julio. Al mismo tiempo, sin embargo, el grado de incertidumbre del mercado de valores japonés, medido por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre el índice Nikkei 225, creció en torno a 1 punto porcentual entre finales de junio y el 30 de julio, aunque siguió manteniéndose ligeramente por debajo de la media de los dos últimos años. El alza de las cotizaciones bursátiles pareció ser reflejo de la percepción, por parte de los participantes en el mercado, de unas perspectivas de mejora de la economía japonesa, favorecida también por sustanciales inversiones exteriores en valores de renta variable japoneses.

En la zona del euro, el alza de las cotizaciones bursátiles del mes de julio pareció traducir, fundamentalmente, unas expectativas de recuperación de la economía mundial y de mejora de los resultados empresariales. Así, el 30 de julio, las cotizaciones bursátiles habían ganado un 6% en relación con finales de diciembre del 2002. La fortaleza del mercado de valores se debió, asimismo, a otros

## Gráfico 12

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

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



Fuente: Bloomberg.

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

factores, entre los que pueden citarse la continua reducción de las primas de riesgo para los valores de renta variable exigida por los inversores, que se materializó en un nuevo descenso, de 1 punto porcentual, de la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, entre

finales de junio y el 30 de julio, fecha en la que esta medida de la incertidumbre del mercado de valores se situó en torno a 10 puntos porcentuales por debajo de su media de dos años. El sector industrial fue el que registró la mayor subida, con un alza del 8% entre finales de junio y el 30 de julio.

## 2 Evolución de los precios

### Las primeras estimaciones sitúan la inflación medida por el IAPC en el 1,9% en julio del 2003

Según el avance de Eurostat, se espera que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se sitúe en el 1,9% en julio del 2003, en comparación con el 2% registrado en junio (véase cuadro 2). No se dispone todavía de información detallada

para el mes de julio y la estimación presenta, como es habitual, cierto grado de incertidumbre.

En junio del 2003, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó al 2%, frente al 1,9% observado en mayo, como resultado del incremento de las tasas de variación interanuales de los precios de los alimentos no elaborados y de la energía (véase gráfico 13). La tasa de variación

### Cuadro 2

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

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2000	2001	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
				III	IV	I	II	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul
<b>Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes</b>													
Índice general <sup>1)</sup>	2,1	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	2,0	2,4	2,4	2,1	1,9	2,0	1,9
<i>Del cual:</i>													
Bienes	2,5	2,3	1,7	1,3	1,8	2,0	1,5	2,1	2,2	1,5	1,4	1,7	.
Alimentos	1,4	4,5	3,1	2,3	2,3	2,0	2,6	2,1	2,3	2,4	2,5	3,0	.
Alimentos elaborados	1,2	2,9	3,1	2,9	2,7	3,2	3,4	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	.
Alimentos no elaborados	1,8	7,0	3,1	1,4	1,7	0,2	1,6	0,3	0,8	1,0	1,2	2,6	.
Bienes industriales	3,0	1,2	1,0	0,8	1,6	2,0	1,0	2,2	2,2	1,1	0,9	1,0	.
Bienes indust. no energéticos	0,5	0,9	1,5	1,3	1,2	0,7	0,9	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	.
Energía	13,0	2,2	-0,6	-0,7	2,9	7,0	1,5	7,7	7,5	2,2	0,6	1,6	.
Servicios	1,5	2,5	3,1	3,3	3,1	2,7	2,6	2,7	2,6	2,9	2,5	2,5	.
<b>Otros indicadores de precios y costes</b>													
Precios industriales	5,3	2,2	0,0	0,0	1,3	2,4	.	2,6	2,4	1,7	1,3	.	.
Costes laborales unitarios	1,3	2,7	2,1	1,8	1,4	1,7	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo	1,3	0,1	0,4	0,6	1,0	0,8	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado	2,6	2,8	2,5	2,5	2,4	2,5	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales totales por hora	2,8	3,3	3,7	3,5	3,7	2,7	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (euro/barril)	31,0	27,8	26,5	27,2	26,5	28,4	22,7	29,8	27,2	22,9	21,9	23,3	24,9
Precios de las materias primas (euros)	16,7	-7,6	-1,7	-1,6	4,4	-4,2	-8,0	-3,7	-7,2	-6,7	-8,7	-8,6	-5,6

Fuentes: Eurostat, datos nacionales, Thomson Financial Datastream, HWWA (Hamburg Institute of International Economic) y cálculos del BCE.

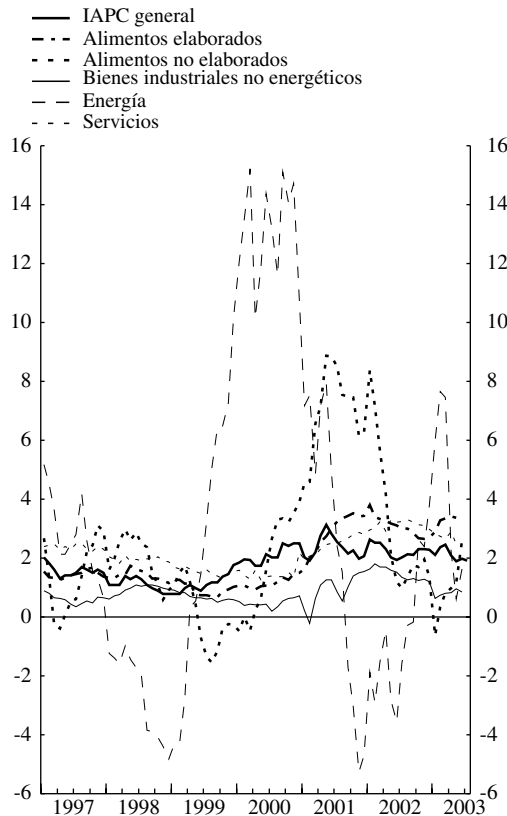
Nota: Para los períodos anteriores al 2001, los datos del IAPC no incluyen Grecia. Los demás indicadores de precios y costes incluyen Grecia en los períodos anteriores al 2001. Para más detalles acerca de los datos, véase la sección «estadísticas de la zona del euro».

1) La inflación medida por el IAPC de julio del 2003 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

### Gráfico 13

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

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

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

interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, permaneció sin cambios, en el 2%.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó considerablemente, hasta situarse en el 2,6% en junio del 2003, frente al 1,2% registrado en mayo. Aunque este aumento puede atribuirse, en parte, a un efecto de base, es también reflejo de las variaciones experimentadas recientemente por los precios de las frutas y hortalizas, como consecuencia, probablemente, de las malas cosechas provocadas por unas heladas tardías y por la falta de lluvias, que han afectado a muchos países de la zona del euro. Con ello, la contribución de los precios de los alimentos no elaborados a la inflación medida por el IAPC general se incrementó 0,1 puntos porcentuales. La tasa de variación interanual de los

precios energéticos ascendió al 1,6% en junio, desde el 0,6% observado en mayo, debido, en gran parte, a un efecto de base relacionado con el acusado descenso intermensual de los precios energéticos registrado en junio del año pasado, reflejo, a su vez, de la fuerte caída de los precios del petróleo que se produjo durante el mismo período.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los componentes más volátiles, es decir, los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo en el 2% en junio, mientras que la inflación en los precios de los servicios permaneció en el 2,5%. Por su parte, las tasas de variación interanuales de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos disminuyeron ambas 0,1 puntos porcentuales. La reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados hasta el 3,3% en junio fue resultado, fundamentalmente, de los efectos de base de los precios del alcohol y del tabaco, mientras que la disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos hasta el 0,8% se debió, básicamente, a un descenso estacional de los precios de los artículos de vestir durante las rebajas de verano del 2003.

#### Presiones moderadas sobre los precios industriales

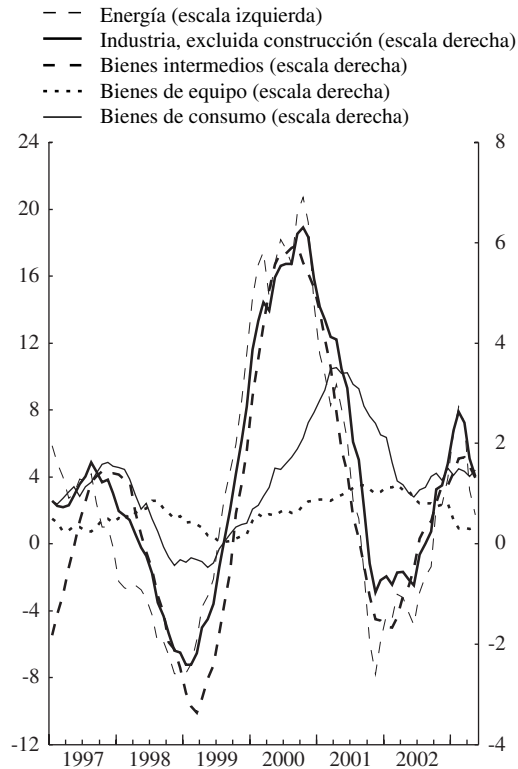
Como se indicó en el anterior *Boletín Mensual*, la tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona del euro, excluida la construcción, se situó en el 1,3% en mayo del 2003 (véase gráfico 14). Esta tasa ha venido bajando durante la mayor parte del presente año, como consecuencia, principalmente, de la menor contribución de los precios energéticos. No obstante, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la energía, que se situó en el 1% en mayo, también ha experimentado cierta desaceleración desde comienzos del 2003, reflejo, entre otros factores, de los efectos retardados a la baja de la apreciación generalizada del euro y de la debilidad de la actividad interna.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios industriales desde mayo del 2003, el índice de

## Gráfico 14

### 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).

precios de la zona del euro (IPE) para el sector manufacturero, derivado de la encuesta a los directores de compras, cayó en junio (véase gráfico 15), señalando un nuevo descenso de los precios de los consumos intermedios de dicho sector. Si bien la subida de los precios del petróleo observada en los mercados internacionales desde mediados de mayo podría reflejar algunas presiones al alza, la evolución del índice general de precios industriales debería permanecer moderada, lo que representaría un indicio favorable para la evolución futura de los precios de consumo.

### Crecimiento de los salarios prácticamente estable en el primer trimestre del 2003

La segunda estimación de Eurostat muestra una disminución de 1 punto porcentual, hasta el 2,7%, de la tasa de variación interanual de los costes laborales totales por hora en el sector de empre-

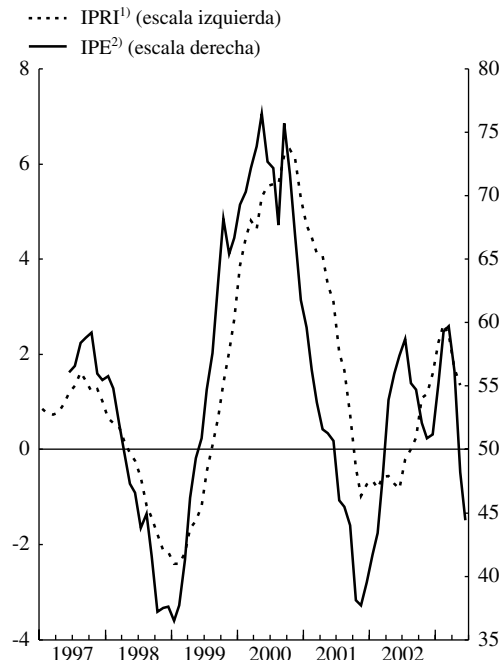
sas no agrarias, entre el último trimestre del 2002 y el primer trimestre del 2003. Sin embargo, cabe interpretar con cautela el pronunciado descenso del crecimiento de los costes laborales por hora, dado que fue determinado, en gran medida, por factores específicos, como pueden ser los efectos de base y de días laborables.

La remuneración por asalariado aumentó un 2,5%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2003, situándose 0,1 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en el último trimestre del 2002, como consecuencia, probablemente, del incremento de las cotizaciones sociales y de una elevación del crecimiento de los salarios negociados de 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,7%. Sin embargo, el ascenso de ambos indicadores de costes laborales debe valorarse teniendo en cuen-

## Gráfico 15

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

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y Reuters.

1) Índice de precios industriales; tasas de variación interanuales; excluida la construcción.

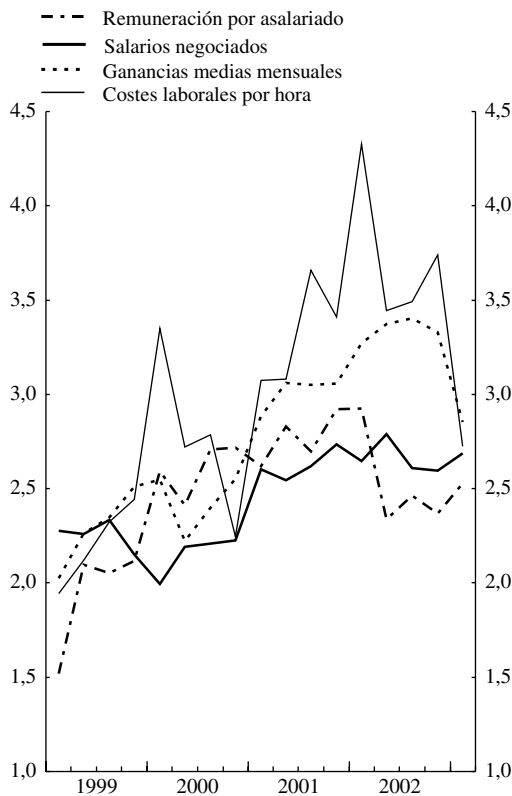
2) Índice de precios de la zona del euro, precios de los consumos intermedios del sector manufacturero, obtenidos a partir de la encuesta de directores de compras. Todo valor del índice por encima de 50 representa un incremento del precio de dichos consumos intermedios, mientras que los valores inferiores a 50 suponen una disminución. Los datos del IPE no incluyen Grecia para períodos anteriores al 2001.



## Gráfico 16

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

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

ta su habitual volatilidad. En efecto, tras las revisiones efectuadas en algunos datos, se observa que la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado ha estado fluctuando en torno al 2,4% desde el segundo trimestre del 2002 (véase gráfico 16), lo que confirma la valoración anterior de que el crecimiento de los costes laborales se ha ido estabilizando a lo largo del 2002.

La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo disminuyó 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 0,8%, en el primer trimestre del 2003, reflejo de la persistente debilidad de la actividad económica. Tras experimentar una notable reducción en el transcurso del 2002, el crecimiento de los costes laborales uni-

tarios aumentó 0,3 puntos porcentuales en el primer trimestre del 2003, situándose en el 1,7%, como resultado de un ligero incremento de la remuneración por asalariado y del descenso cíclico del crecimiento de la productividad del trabajo. No obstante, la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios mantuvo una senda moderada, en comparación con el máximo del 3,2% alcanzado en el primer trimestre del 2002.

### Se espera que la inflación medida por el IAPC siga fluctuando en torno al 2% durante el resto del año

A corto plazo, la inflación medida por el IAPC podría mostrar cierta volatilidad como consecuencia de las recientes variaciones de los precios del petróleo y de la subida de los precios de los alimentos originada por la persistente sequía que ha afectado a varios países de la zona del euro. En las circunstancias actuales, es difícil determinar qué importancia tendrán estos efectos y cuando remitirán, pero es razonable suponer que se trate de efectos de carácter transitorio y de alcance limitado. En conjunto, si bien no puede descartarse cierto aumento de la volatilidad, se espera que la inflación medida por el IAPC se mantenga en torno al 2% en lo que queda de año, y que descienda por debajo del 2% a comienzos del 2004. A un plazo más largo, dada la apreciación generalizada del euro observada el año pasado, y en un contexto de recuperación económica gradual, las perspectivas de inflación siguen siendo favorables. Partiendo del supuesto de que los precios del petróleo, los tipos de cambio y el crecimiento de los salarios permanezcan, en general, estables, se espera que las tasas de inflación sean compatibles con la estabilidad de precios en el medio plazo. Esta valoración coincide con la de los participantes en la encuesta realizada por el BCE a los expertos en previsión económica en el tercer trimestre del 2003, y también se refleja en otros indicadores disponibles de expectativas de inflación del sector privado (véase recuadro 3).

### Recuadro 3

#### Expectativas del sector privado respecto a la inflación y la actividad económica de la zona del euro: resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al tercer trimestre del 2003 y otros indicadores disponibles

El BCE realizó la vigésima encuesta a expertos en previsión económica (EPE) entre el 16 y el 23 de julio del 2003. En esa encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, la actividad económica y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dado que no se proporciona a los encuestados supuestos comunes en los que basar sus previsiones, los resultados agregados de la encuesta EPE reflejan un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otras fuentes de expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales<sup>1</sup>.

#### Expectativas de inflación para los años 2003, 2004 y 2005

Los participantes en la encuesta EPE esperan que la inflación medida por el IAPC se sitúe, como promedio, en el 1,9% en el 2003, lo que supone una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales en relación con la encuesta anterior. Asimismo, esperan que la evolución de la inflación en el segundo semestre del 2003 se vea influida por una moderación de los precios energéticos y un crecimiento del PIB real menor de lo previsto. Sin embargo, consideran posible que se produzcan algunas presiones al alza transitorias sobre los precios, como consecuencia de las altas temperaturas y de la sequía que han venido afectando a varios países europeos este verano. La inflación medida por el IAPC prevista para el 2004 ha sido revisada a la baja (en 0,2 puntos porcentuales) con respecto a la encuesta precedente, y se espera ahora que se sitúe, como promedio, en el 1,5%. Esta revisión se explica, en parte, por las expectativas de menor crecimiento del PIB que reflejan las respuestas de los encuestados. Después del 2004, se prevé que la inflación se mantenga claramente por debajo del 2%, aunque con un ligero aumento de la inflación media, desde el 1,5% en el 2004 al 1,7% en el 2005. Como puede observarse en el cuadro, estos resultados concuerdan, en general, con las cifras que presentan en julio del 2003

<sup>1</sup> Estos horizontes son los correspondientes a los años naturales 2003, 2004, 2005 y 2008. Además, los encuestados deben indicar sus expectativas para dos «horizontes cambiantes». Estos horizontes cambiantes se fijan en uno y dos años a partir del último período para el que se dispone de datos publicados de cada una de las variables, en el momento de realizarse la encuesta. En la encuesta EPE III 2003, los horizontes cambiantes fueron junio del 2004 y del 2005, para la tasa de inflación medida por el IAPC; el primer trimestre del 2004 y del 2005, para la tasa de crecimiento del PIB real; y mayo del 2004 y del 2005, para la tasa de desempleo. Estos horizontes ayudan a determinar algunos patrones dinámicos que son difíciles de detectar a partir de las medias previstas para los años naturales.

#### Resultados de las encuestas EPE III 2003, EPE II 2003 y Consensus Economics (julio 2003)

(tasas de variación anuales, salvo indicación en contrario)

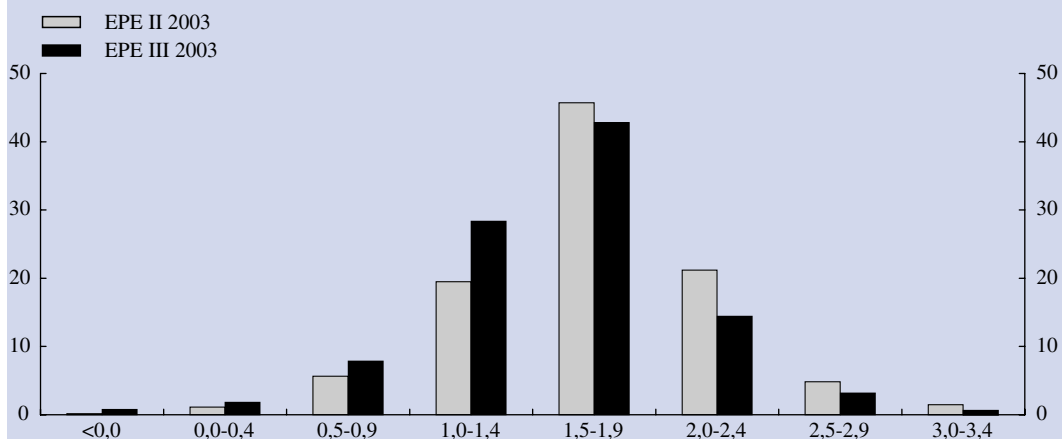
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2003	Jun 2004	2004	Jun 2005	2005	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE III 2003	1,9	1,5	1,5	1,7	1,7	1,9
Encuesta EPE anterior (II 2003)	2,0	-	1,7	-	-	1,9
Consensus (julio 2003)	1,9	-	1,4	-	-	1,9
Crecimiento del PIB real	2003	I 2004	2004	I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

<sup>1)</sup> En porcentaje de la población activa.

<sup>2)</sup> Las expectativas a largo plazo de la EPE III 2003 se refieren al 2008, mientras que las de la EPE II 2003 se referían al 2007. Las previsiones de Consensus Economics se refieren al período 2009-2013 (datos publicados en la encuesta de Consensus Economics de abril del 2003).

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

(en porcentaje)



tanto *Consensus Economics* como el Barómetro de la Zona del Euro para los mismos horizontes temporales (1,9% para el 2003 y 1,4% para el 2004).

El cuestionario de la encuesta EPE solicita también que se asigne una probabilidad a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo los encuestados calibran, en promedio, el riesgo de que la cifra observada se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. El gráfico A muestra las distribuciones de probabilidad agregadas relativas a la inflación media interanual medida por el IAPC prevista para el 2004 en las dos últimas encuestas. Aunque, en ambos casos, los valores están concentrados en torno al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, en el que se condensa más del 40% de la probabilidad, la principal diferencia observada es un marcado desplazamiento a la baja en la valoración de los riesgos de inflación en el 2004. De la información cualitativa proporcionada por los encuestados se deduce que este cambio de valoración está relacionado, con toda probabilidad, con el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento para el 2004 (véase más abajo el epígrafe relativo a las perspectivas de crecimiento). La probabilidad asignada a una inflación superior al 2% descendió al 18% en la encuesta EPE III 2003, desde el 28% en la encuesta relativa al trimestre anterior. La probabilidad asignada a una inflación media inferior al 1,5% se sitúa ahora en torno al 39%, frente a un 26% en la encuesta del trimestre precedente. Sin embargo, los encuestados descartan claramente toda posibilidad de deflación en el 2004.

#### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

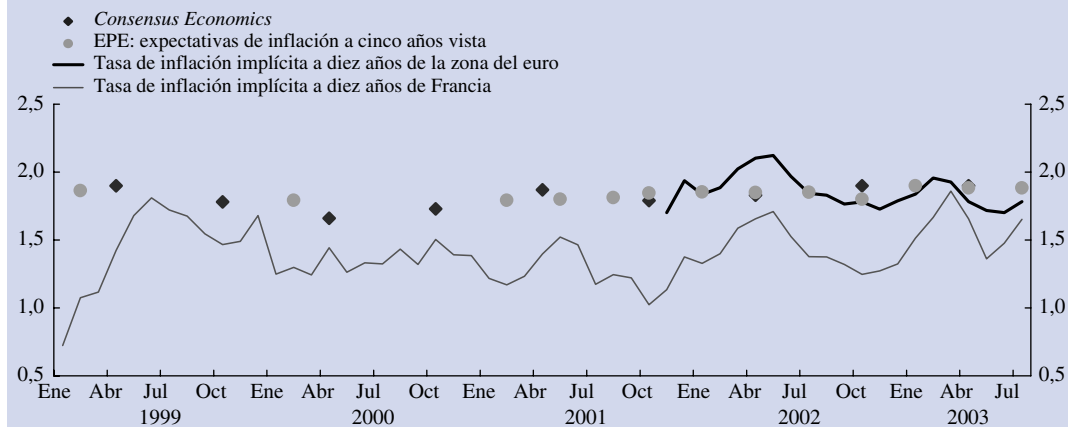
Según la encuesta EPE III 2003, se prevé que la inflación media a largo plazo (a cinco años vista) se mantenga en el 1,9%, sin cambios con respecto a la encuesta anterior. Esta previsión se corresponde, en general, con otros indicadores disponibles de expectativas de inflación a largo plazo. Por ejemplo, en abril del 2003 *Consensus Economics* situaba también la tasa de inflación de la zona del euro en el 1,9% para el período 2009-2013<sup>2</sup>. Por su parte, las expectativas a largo plazo recogidas en el Barómetro de la Zona del Euro de julio del 2003 se han revisado a la baja 0,2 puntos porcentuales, con lo que la tasa de inflación media esperada para el 2007 desciende al 1,7%.

Tal como señalan también los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los precios de los mercados financieros, se espera que la evolución de los precios de la zona del euro siga siendo compatible

<sup>2</sup> Antes de diciembre del 2002, la cifra de la zona del euro publicada por *Consensus Economics* se obtenía a partir de los resultados de Alemania, España, Francia, Italia y los Países Bajos, que representan, en conjunto, en torno al 85% del agregado de la zona, y que son los que figuran en el gráfico B.

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

(tasas medias de variación anuales)



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

con la estabilidad de precios en el largo plazo. El gráfico B muestra que las tasas de inflación implícita a diez años, obtenidas de los bonos franceses indicados con el IPC francés y el IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco, en ambos casos), permanecen por debajo del 2%. Sin embargo, cabe observar que estas tasas de inflación implícita no son una medida directa de las expectativas de inflación del mercado, puesto que su cálculo se ve afectado por varias primas de riesgo, incluidas las relativas a la incertidumbre de la inflación y a la liquidez<sup>3</sup>.

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

En relación con la encuesta anterior, los participantes en la encuesta EPE revisaron a la baja, en 0,3 y 0,4 puntos porcentuales, sus expectativas respecto a la tasa media de crecimiento anual del PIB real, situándolas en el 0,7% en el 2003 y el 1,7% en el 2004 (véase cuadro). Según los encuestados, estas revisiones a la baja son el resultado de la persistente incertidumbre en torno a la demanda exterior, la apreciación del euro frente al dólar y las menores perspectivas de inversión privada. Las previsiones de julio del 2003 de *Consensus Economics* y del Barómetro de la Zona del Euro sitúan las tasas de crecimiento anual del PIB real de la zona del euro en el 0,6%, como promedio, en el 2003 y en el 1,7% en el 2004. Las perspectivas de crecimiento a largo plazo son del 2,4% para el 2008, según la encuesta EPE III 2003, del 2,2%, en promedio para el período 2009-2013, según la información publicada por *Consensus Economics*, y del 2,3% para el 2007, según el Barómetro de la Zona del Euro de julio del 2003, por lo que se mantienen en línea con las estimaciones correspondientes a la tendencia del crecimiento potencial de la zona del euro.

Según la última encuesta EPE se espera que la tasa de desempleo de la zona del euro se eleve hasta el 8,9%, en promedio para los años 2003 y 2004, como consecuencia de los efectos retardados de la desaceleración de la actividad económica registrada anteriormente y de las débiles perspectivas de crecimiento de la zona del euro en el 2003. Posteriormente, los encuestados prevén que la tasa de desempleo de la zona del euro se sitúe en el 8,5% en el 2005 y el 7,4% en el 2008, como promedio. Estos resultados se corresponden también, en general, con los del Barómetro de la Zona del Euro de julio del 2003 (8,8%, 8,8% y 7,9% en el 2003, 2004 y 2007, respectivamente) y con los de *Consensus Economics* del mismo mes (9% en el 2003 y 2004).

<sup>3</sup> La tasa de inflación implícita representa el promedio de las expectativas de inflación durante el plazo del bono indicado y no es una estimación puntual correspondiente a un determinado año (como es el caso de los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta). Para una descripción más detallada del concepto de tasa de inflación implícita, véase el recuadro titulado «Obtención de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro a partir de los bonos indicados con la inflación emitidos por el Tesoro francés» en el Boletín Mensual de febrero del 2002.

### 3 Producto, demanda y mercado de trabajo

#### El crecimiento del PIB real se situó en el 0,1% durante el primer trimestre del 2003

La cifra de crecimiento del PIB real de la zona del euro durante el primer trimestre del 2003 ha sido revisada ligeramente al alza, hasta el 0,1% en términos intertrimestrales, es decir, la misma tasa de crecimiento que la observada en el cuarto trimestre del 2002 (véase cuadro 3). Esta moderada revisión al alza es el reflejo de una aportación al crecimiento ligeramente mayor por parte de la demanda interna final, como consecuencia de un crecimiento levemente superior del consumo, tanto privado como público, así como de una menor caída de la formación de capital fijo. Sin embargo, esta revisión no modifica el panorama de debilidad de la actividad económica de la zona del euro registrado a comienzos del presente año. En comparación con el cuarto trimestre del pasado año, la aportación del consumo privado al crecimiento se mantuvo estable en líneas generales, mientras que la contribución de la formación de capital fijo se redujo. Esta menor contribución fue el resulta-

do de una disminución de la inversión tanto en construcción como en bienes de equipo. Al mismo tiempo, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en el primer trimestre del 2003 fue ligeramente más negativa que en el cuarto trimestre del 2002, debido, principalmente, a un descenso más acusado de las exportaciones. Estos efectos adversos sobre el crecimiento del PIB real se vieron contrarrestados por un intenso, y poco habitual, incremento de la contribución de la variación de existencias.

#### La producción industrial disminuyó en mayo del 2003

La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) se redujo en un 0,9% en tasa intermensual en mayo del 2003, tras registrar un aumento del 0,4% en el mes de abril (véase cuadro 4). En términos de medias de tres meses, la producción industrial disminuyó un 0,3% en el período comprendido entre marzo y mayo,

#### 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>				
	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2003	2002	2002	2002	2002	2003
				I	II	III	IV	I	I	II	III	IV	I
Producto interior bruto real	3,5	1,5	0,8	0,4	0,8	1,0	1,2	0,8	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1
<i>Del cual:</i>													
Demanda interna	2,9	1,0	0,2	-0,2	-0,2	0,5	0,8	1,4	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
Consumo privado	2,5	1,8	0,5	0,4	0,2	0,6	1,0	1,5	-0,1	0,3	0,5	0,4	0,4
Consumo público	2,1	2,2	2,7	2,6	3,0	2,9	2,5	1,9	0,9	0,8	0,5	0,3	0,3
Formación bruta de capital fijo	4,9	-0,6	-2,6	-3,0	-3,3	-2,5	-1,7	-2,3	-0,6	-1,4	0,1	0,2	-1,2
Variación de existencias <sup>3)</sup>	0,0	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,6	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,5
Demanda exterior neta <sup>3)</sup>	0,6	0,5	0,6	0,6	1,0	0,5	0,4	-0,5	0,4	0,2	0,1	-0,3	-0,5
Exportaciones <sup>4)</sup>	12,6	3,0	1,2	-2,7	1,1	3,1	3,7	3,1	-0,1	2,2	2,0	-0,4	-0,6
De las cuales: Bienes	12,6	3,0	1,5	-2,5	0,7	3,6	4,4	2,9	0,3	1,8	2,7	-0,4	-1,1
Importaciones <sup>4)</sup>	11,3	1,7	-0,4	-4,5	-1,7	1,9	2,7	4,8	-1,4	1,6	1,9	0,5	0,6
De las cuales: Bienes	11,4	1,0	-0,4	-4,8	-2,3	2,1	3,7	5,3	-1,3	1,5	2,3	1,1	0,3
Valor añadido bruto real:													
Agricultura y pesca	-0,6	-1,3	-0,7	-0,6	0,0	-0,9	-1,3	0,6	-1,0	-0,1	0,3	-0,5	0,9
Industria	3,7	0,8	0,5	-0,9	0,7	0,8	1,3	0,4	0,8	0,6	0,3	-0,4	-0,2
Servicios	4,0	2,3	1,6	1,5	1,7	1,6	1,7	1,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001). Para más detalles acerca de los datos, véase la sección «Estadísticas de la zona del euro».

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) 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.

## Cuadro 4

### Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2001	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2002	2003	2003	2003	2003
			Mar	Abr	May	Mar	Abr	May	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
						Intermensuales			Medias móviles de tres meses				
Total industria, excl. construcción	0,4	-0,6	0,0	0,6	-1,3	-0,8	0,4	-0,9	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,3
<i>Por grandes sectores industriales:</i>													
Total ind., excl. construcción y energía	0,2	-0,8	-0,2	0,2	-1,7	-0,5	0,4	-1,3	-0,2	-0,7	-0,3	-0,2	-0,4
Bienes intermedios	-0,6	0,3	0,7	1,0	-1,4	0,3	0,3	-1,5	-0,4	-0,8	0,2	0,3	0,3
Bienes de equipo	1,4	-2,1	0,1	-0,7	-0,9	-1,6	0,7	-0,8	0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-0,8
Bienes de consumo	0,5	-0,6	-1,2	0,2	-2,8	-0,5	0,6	-1,6	-0,2	-0,8	-0,5	-0,2	-0,4
Bienes consumo duradero	-1,8	-5,5	-5,9	-5,2	-6,9	-1,3	-0,1	-2,0	-1,6	-2,8	-1,6	-1,9	-2,0
Bienes consumo no duradero	1,0	0,3	-0,3	1,3	-2,0	-0,3	0,8	-1,5	0,1	-0,4	-0,3	0,1	-0,1
Energía	1,5	0,9	2,8	3,1	1,6	-4,3	1,1	0,0	-0,3	2,5	2,8	2,6	-0,8
Manufacturas	0,3	-0,8	0,5	-0,4	-1,5	-0,3	0,0	-0,9	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001). Para más detalles acerca de los datos, véase la sección «Estadísticas de la zona del euro».

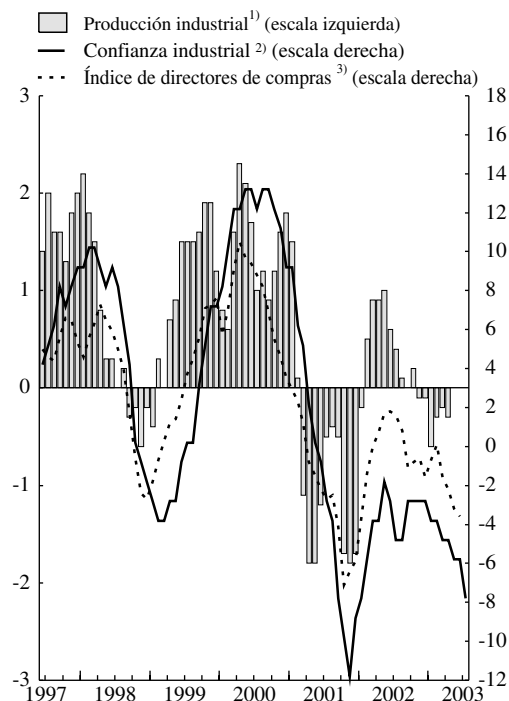
si se compara con el período que va desde diciembre del 2002 a febrero del 2003. Este resultado apunta a una cierta contracción de la producción industrial en el conjunto del segundo trimestre del presente año, tras el crecimiento nulo observado durante el primer trimestre. La caída de la producción industrial (excluidas la construcción y la energía) en el período comprendido entre marzo y mayo del 2003 se debió a la contribución negativa de las industrias productoras de bienes de equipo y de consumo, mientras que el crecimiento de los sectores productores de bienes intermedios se mantuvo estable.

Los datos procedentes de las encuestas de opinión también apuntan a una débil actividad industrial en el segundo trimestre. El índice de directores de compras, que descendió hasta 46,4 en junio, siguió señalando una contracción de la industria manufacturera (véase gráfico 17). La mayoría de los componentes del citado índice disminuyeron en junio, incluidos el índice de nuevos pedidos —que ha caído considerablemente desde comienzos del presente año— y el índice de producción —que se ha mantenido por debajo del umbral que señala que no se ha registrado cambio alguno en la producción durante el período de tres meses hasta junio—. La valoración por parte de las empresas de las existencias de bienes comprados también se redujo ligeramente en junio, cayendo hasta los niveles observados a finales del pasado año.

## Gráfico 17

### 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.

- 1) Sector manufacturero; tasas de variación intertrimestrales; datos desestacionalizados y 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.

## Cuadro 5

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

(datos desestacionalizados)

	2000	2001	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
				III	IV	I	II	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul
Índice de clima económico <sup>1)</sup>	2,4	-2,9	-1,7	-0,5	-0,3	-0,6	-0,1	0,1	-0,6	0,3	0,0	0,0	-0,1
Indicador confianza consumidores <sup>2)</sup>	12	6	0	1	-3	-8	-8	-8	-10	-8	-9	-8	-7
Indicador confianza industrial <sup>2)</sup>	12	-2	-4	-4	-3	-4	-6	-4	-5	-5	-6	-6	-8
Indicador confianza de la construcción <sup>2)</sup>	16	10	1	-2	-3	0	-1	0	0	0	-2	-2	-1
Indicador confianza comercio al por menor <sup>2)</sup>	5	0	-9	-10	-8	-10	-8	-6	-11	-10	-6	-7	-4
Indicador confianza de los servicios <sup>2)</sup>	11	-4	-18	-20	-23	-24	-21	-23	-26	-23	-21	-20	-16
Indicador de clima empresarial <sup>3)</sup>	1,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,9
Utiliz. de la capacidad productiva (%)	84,4	82,9	81,4	81,5	81,5	81,1	80,7	-	-	80,8	-	-	80,6

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). Para más detalles acerca de los datos, véase la sección «Estadísticas de la zona del euro».

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.

Tras la leve mejora experimentada en junio, según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial de la zona del euro disminuyó ligeramente en el mes de julio (véase cuadro 5). El descenso registrado en julio se debió a un deterioro de las expectativas de producción para los próximos meses y de la valoración de la actual cartera de pedidos, así como a un notable aumento de las existencias. En cuanto a los grandes sectores industriales, la pérdida de confianza se circunscribió al sector de bienes intermedios, ya que la confianza aumentó en el sector de bienes de consumo. Asimismo, la confianza de la construcción se elevó ligeramente tras haberse mantenido sin cambios en junio. La utilización de la capacidad productiva apenas experimentó variaciones con respecto al nivel observado tres meses antes.

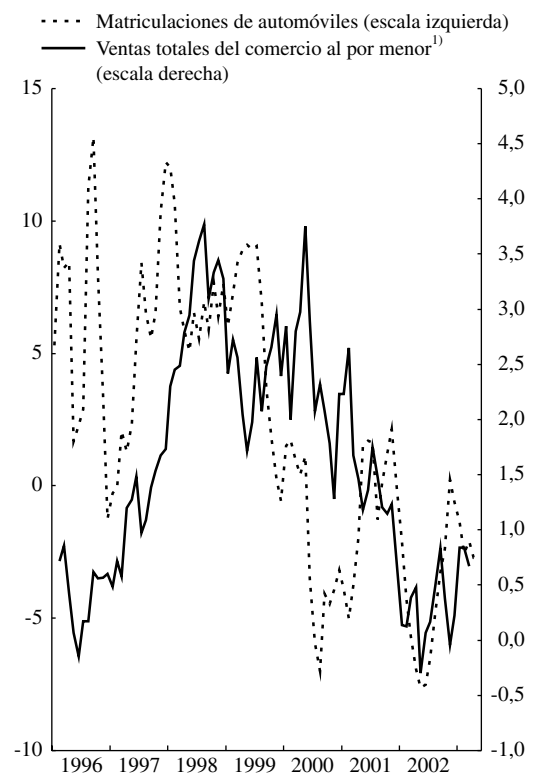
### Los indicadores de consumo continúan ofreciendo señales contradictorias

Los indicadores a corto plazo del crecimiento del consumo privado continúan proporcionando en el segundo trimestre del 2003 señales algo contradictorias sobre el consumo. Las ventas del comercio al por menor se incrementaron un 1,6%, en términos intermensuales, en abril del 2003, tras el crecimiento positivo observado en el primer trimestre del año en curso (véase gráfico 18). No obstante, debe tenerse en cuenta que las cifras de

## Gráfico 18

### 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; ajustadas por el número de días laborables)



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.

## Cuadro 6

### Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2002	2003	2003	2003	2003	2003
				II	III	IV	I	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May
Total	8,5	8,0	8,4	8,3	8,4	8,5	8,7	8,6	8,7	8,7	8,8	8,8	8,8
Menores de 25 años <sup>1)</sup>	16,6	15,7	16,3	16,2	16,3	16,6	16,9	16,7	16,9	17,0	17,0	17,0	17,0
De 25 o más años	7,4	7,0	7,4	7,3	7,4	7,5	7,6	7,5	7,6	7,6	7,7	7,7	7,8

Fuente: Eurostat.

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

1) En el año 2002 esta categoría representaba un 22,4% del desempleo total.

estas ventas al por menor han mostrado una elevada volatilidad, con pronunciados ascensos en enero y abril, y descensos en febrero y marzo. Las matriculaciones de automóviles aumentaron con fuerza en junio, a una tasa intermensual del 5,2%, tras las caídas registradas en los meses de abril y mayo, aunque se redujeron levemente en el conjunto del segundo trimestre, si se las compara con las del primer trimestre del año.

Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores registró un ligero avance en julio, tras un leve incremento en el mes de junio (véase cuadro 5). Esta evolución refleja, de una parte, una mejora de las expectativas de los hogares con respecto a la situación económica y al desempleo. De otra parte, las expectativas de los hogares con respecto a su propia situación financiera se mantuvieron sin cambios, y las expectativas de ahorro empeoraron levemente. En consonancia con la evolución de la confianza de los consumidores, en julio se incrementó la confianza del comercio al por menor y la del sector servicios, manteniéndose la tendencia de cierta mejora observada en el segundo trimestre en comparación con el primero. Esta tendencia refleja, para el comercio al por menor en particular, una valoración más optimista de la situación económica esperada y un volumen de existencias inferior.

#### La tasa de desempleo se mantuvo sin cambios en mayo del 2003

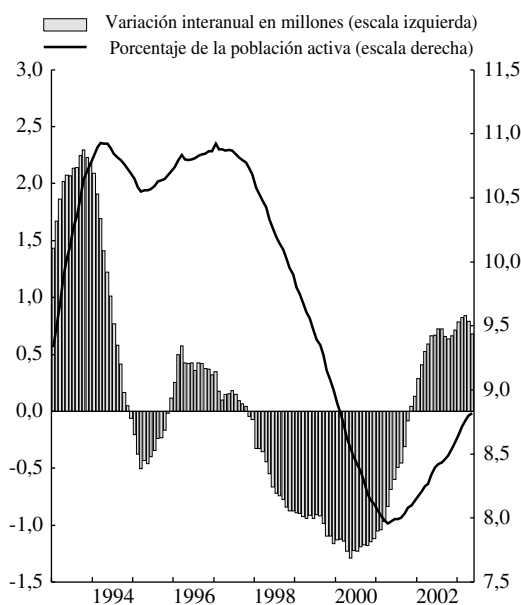
Conforme se indicó en el último *Boletín Mensual*, la tasa de desempleo armonizada de la zona del euro se situó en el 8,8% en mayo, es decir, sin cambios con respecto a abril del 2003, y 0,5

puntos porcentuales por encima de la tasa registrada en el mes de mayo del 2002 (véase gráfico 19). El incremento del número de desempleados en mayo del año en curso, cercano a las 25.000 personas, fue considerablemente menor que en meses precedentes y reflejó, sobre todo, factores específicos de cada país. El detalle por edades permite observar que la tasa de desempleo del colectivo de mayores de 25 años experimentó un aumento de 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 7,8%, mientras que la tasa de paro de los menores de 25 años se mantuvo sin cambios en el 17% (véase cuadro 6).

## Gráfico 19

### Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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



## Cuadro 7

### Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2003	2002	2002	2002	2002	2003
				I	II	III	IV	I	I	II	III	IV	I
				Tasas intertrimestrales <sup>1)</sup>									
Total de la economía	2,2	1,4	0,4	0,7	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<i>Del cual:</i>													
Agricultura y pesca	-1,6	-0,6	-1,9	-2,1	-1,9	-1,8	-1,9	-2,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
Industria	0,9	0,4	-1,2	-1,0	-1,1	-1,3	-1,5	-1,6	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Excluida construcción	0,6	0,3	-1,2	-1,0	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Construcción	1,8	0,4	-1,1	-0,9	-0,9	-1,4	-1,4	-1,3	-0,4	-0,1	-0,6	-0,3	-0,3
Servicios	2,9	1,9	1,3	1,6	1,3	1,1	1,0	0,8	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Comercio y transporte	3,1	1,6	0,7	1,3	0,8	0,4	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2
Finanzas y empresas	5,7	3,8	1,9	2,3	2,1	1,7	1,6	1,4	0,2	0,6	0,2	0,5	0,0
Administración pública	1,6	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,3	1,1	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001). Para más detalles acerca de los datos, véase la sección «Estadísticas de la zona del euro».

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

La información de ámbito nacional que actualmente se encuentra disponible apunta a que, en el mes de junio del 2003, la tasa de desempleo se mantendrá básicamente sin cambios, lo que implicaría un aumento de esta tasa durante el segundo trimestre del año en comparación con la registrada en el primer trimestre.

#### El empleo se mantuvo sin variaciones durante el primer trimestre del 2003

El crecimiento intertrimestral del empleo fue nulo durante el primer trimestre del 2003, es decir, la misma tasa que la observada en los dos trimestres anteriores (véase cuadro 7). En el primer trimestre del año, el empleo total continuó reflejando el positivo crecimiento del empleo en el sector servicios (0,2%), mientras que el crecimiento del empleo en la industria se tornó incluso más negativo (-0,5%, en comparación con -0,4% en el trimestre precedente).

Pese a haber mostrado recientemente ciertas mejoras, las expectativas de creación de empleo siguen apuntando a unas tendencias subyacentes de debilidad en el mercado de trabajo. Las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea de julio del 2003 experimentaron pequeñas mejoras en las manufacturas y la construcción, aunque con-

tinúan situadas en niveles inferiores y similares a los registrados durante el primer semestre del año, respectivamente. Las expectativas de creación de empleo en el comercio al por menor y en los servicios han mejorado en julio hasta niveles situados claramente por encima de los observados en los dos primeros trimestres del año.

#### Se prevé una aceleración gradual del crecimiento económico durante el segundo semestre del año

La debilidad mostrada durante el primer trimestre del 2003 por el crecimiento de la actividad económica parece haberse mantenido a lo largo del segundo trimestre. Esta evolución viene sugerida tanto por la continua debilidad de los datos procedentes de las encuestas del sector industrial como por las últimas cifras conocidas de producción industrial. Los primeros indicios correspondientes al tercer trimestre, basados en los indicadores de confianza, ofrecen señales positivas en los sectores de comercio al por menor y de servicios, mientras que la actividad industrial parece que continuará siendo moderada.

Con todo, se mantiene el escenario principal, consistente en una recuperación gradual del crecimiento económico en la zona del euro a partir del segundo semestre del 2003. Entre los factores que han

de impulsar esta recuperación gradual se incluyen una mayor renta disponible en términos reales derivada de una caída adicional esperada de la inflación, el reducido nivel de los tipos de interés y la prevista recuperación de la economía mundial. No obstante, este escenario principal continúa expuesto a riesgos

de debilidad derivados de la pasada acumulación de desequilibrios macroeconómicos fuera de la zona del euro, así como del hecho de que sigue siendo incierto el grado de ajuste necesario para elevar la productividad y la rentabilidad del sector empresarial de la zona del euro.

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

### El euro se mantuvo prácticamente sin cambios en julio

Tras su depreciación hacia finales de junio, la cotización de la moneda europea continuó descendiendo en la primera mitad de julio, en un entorno de revisión al alza de las expectativas de los participantes en el mercado acerca de la recuperación económica de los principales socios comerciales de la zona del euro. Sin embargo, en la segunda mitad del mes, el euro experimentó una apreciación bastante generalizada, para posteriormente estabilizarse a finales del período de referencia. Como consecuencia, el tipo de cambio del euro, en términos efectivos nominales, se mantenía el 30 de julio apenas sin cambios con respecto al nivel alcanzado a finales del mes de junio.

La depreciación del euro frente al dólar de Estados Unidos registrada durante la primera quincena de julio estuvo básicamente asociada a la revisión al alza de las expectativas existentes en el mercado acerca de la actividad económica en ese país, evidenciada, por ejemplo, por la publicación de datos económicos indicativos de una mejora de la confianza de las empresas y de los consumidores, de unas elevadas ventas del comercio al por menor y de un robusto mercado de la vivienda (véase gráfico 20). En la misma línea, la divisa estadounidense se vio impulsada, de manera transitoria, por declaraciones que sugerían una intensa recuperación de la economía norteamericana durante el segundo semestre del año en curso y una actividad pujante en el 2004. Esta situación también se reflejó en un incremento más acusado del rendimiento de los bonos en Estados Unidos que en la zona del euro en julio. Aunque el diferencial de tipos de interés a largo plazo se tornó a favor de los activos estadounidenses en la segunda quincena de julio, el euro repuntó, para luego

estabilizarse frente a la divisa norteamericana hacia finales del período analizado. Esta evolución, a la que también podrían haber contribuido factores técnicos, tuvo como trasfondo la publicación de datos económicos de signo bastante contradictorio tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. El 30 de julio, el euro cotizaba a 1,14 dólares, es decir, sin cambios con respecto al nivel registrado a finales de junio del 2003 y un 20,8% por encima de la media del año 2002.

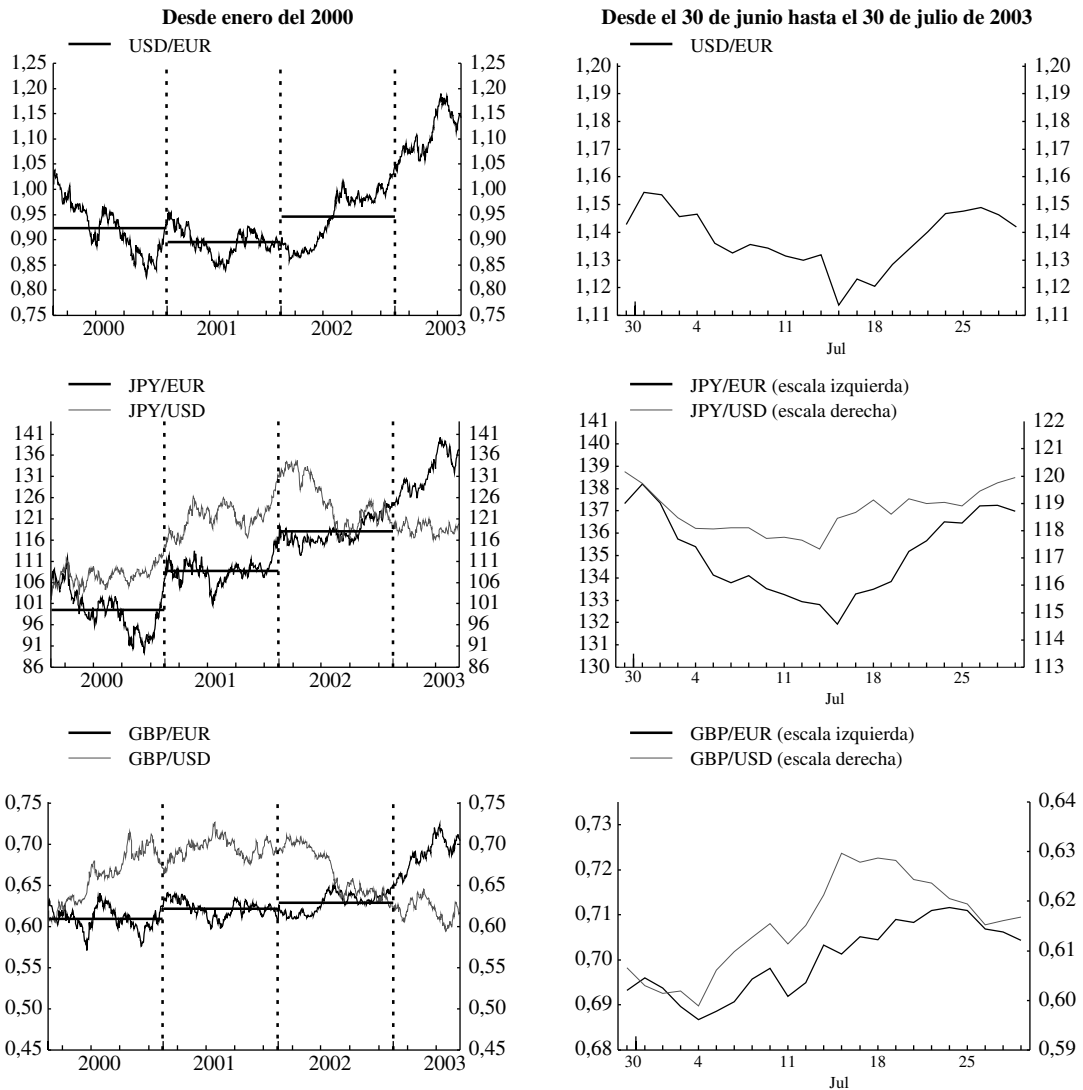
Como consecuencia de unas perspectivas más favorables acerca de una recuperación de la economía japonesa, sugerida por los indicadores adelantados, y de un pronunciado avance de la producción industrial en ese país, el euro continuó debilitándose frente al yen japonés durante la primera mitad de julio (véase gráfico 20). Por su parte, las cotizaciones bursátiles experimentaron en Japón una considerable subida —impulsadas por una fuerte demanda de valores japoneses de renta variable por parte de inversores extranjeros—, al tiempo que los rendimientos de los bonos japoneses a largo plazo registraban un incremento notable durante el mismo período. Sin embargo, en la segunda quincena del mes, tanto el rendimiento de los bonos como las cotizaciones bursátiles se moderaron de nuevo, moderación que vino acompañada de un retroceso parcial de la apreciación previa del yen. El 30 de julio, el euro cotizaba a 137 yenes, un nivel próximo al observado a finales de junio y un 16% por encima de la media del año 2002.

Tras un breve período de depreciación registrado al inicio del mes, el euro se apreció en julio de una forma más resuelta frente a la libra esterlina (véase gráfico 20). Esta evolución guardó relación con la moderación de la actividad económica en el Reino Unido —corroborada, por ejemplo, a

## Gráfico 20

### Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: Las escalas de los gráficos de cada columna son comparables. Las líneas horizontales representan medias anuales.

comienzos de julio por unos débiles datos de producción manufacturera— y con la decisión de reducir los tipos de interés de referencia, adoptada el 10 de julio por el Banco de Inglaterra. En el transcurso del mes se dispuso de evidencia adicional acerca de la atonía de la economía británica, a tenor de la debilidad de las carteras de pedidos que se apuntaba en una encuesta de perspectivas industriales. No obstante, la libra esterlina recuperó hacia finales del mes parte de sus pérdidas anteriores frente al euro. El 30 de julio, el euro cotizaba a 0,7 libras, es decir, un 1,6% más que a finales del mes de junio y un 12% por encima de la media del año 2002.

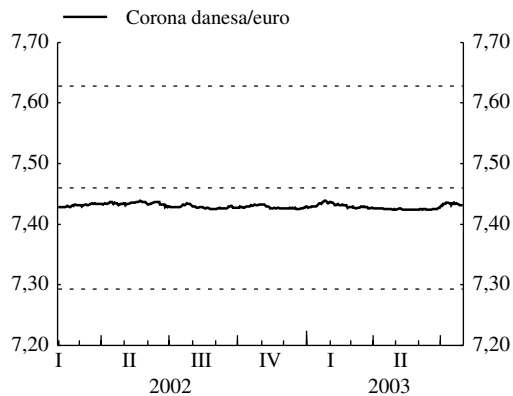
Por lo que respecta a otras monedas europeas, la corona danesa continuó fluctuando dentro de un estrecho intervalo, situado ligeramente por encima de su paridad central dentro del MTC II (véase gráfico 21). En el mes de julio, el euro se mantuvo estable, en líneas generales, frente al franco suizo y se depreció de forma moderada con respecto a la corona sueca y a la corona noruega.

Así pues, el 30 de julio, la moneda única cotizaba, en términos efectivos nominales y medida frente a las divisas de los doce principales socios comerciales de la zona del euro, un 0,2% por encima de su nivel de finales de junio y un 13,3% por encima

## Gráfico 21

### 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).

de la cotización media del año 2002 (véase gráfico 22). Estas cifras son, básicamente, el reflejo de la apreciación del euro frente a la libra esterlina durante el período analizado, que sólo se ha visto parcialmente compensada por la modesta depreciación de la moneda única frente a las divisas de algunos socios comerciales. Sobre este tema se publica en el presente *Boletín Mensual* un artículo titulado «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes».

### Superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada en mayo del 2003

Tras haber registrado un déficit de 1 mm de euros en el mes de abril, la balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro arrojó un superávit de 2 mm de euros en mayo del 2003 (cifra que se corresponde con un déficit de 0,4 mm de euros en cifras sin desestacionalizar). Como se muestra en el cuadro 8, este resultado fue el reflejo de un superávit de la balanza de bienes de 9,5 mm de euros, que sólo se vio en parte compensado por los déficit de las balanzas de rentas (3 mm de euros) y de transferencias corrientes (4,6 mm de euros). La balanza de servicios se mantuvo en equilibrio.

El superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada registrado en mayo fue ligeramente inferior a los superávits observados en meses anteriores del 2003, con la excepción de abril, y considerablemente más reducido que los contabilizados durante el segundo semestre del año 2002. Desde una perspectiva a más largo plazo, la continua disminución del superávit de la balanza por cuenta corriente puede observarse en el superávit acumulado de doce meses, que alcanzó un máximo de 59,7 mm de euros hacia finales del pasado año, para después iniciar un moderado descenso durante los cinco primeros meses del año en curso, situándose en 49,1 mm de euros durante el período de doce meses hasta mayo del

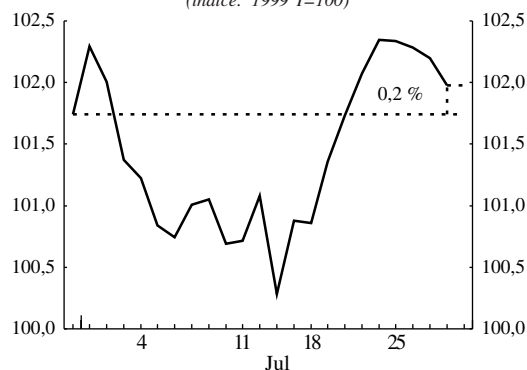
## Gráfico 22

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

(datos diarios)

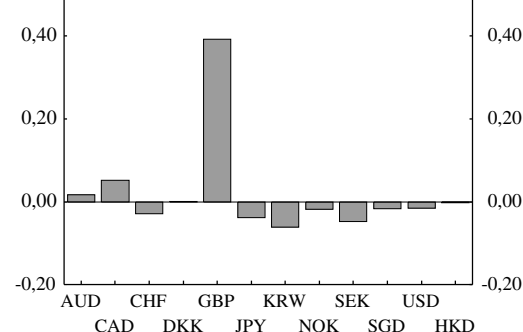
Desde el 30 de junio hasta el 30 de julio de 2003

(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.

## Cuadro 8

### Balanza por cuenta corriente de la zona del euro

(mm de euros; datos desestacionalizados)

	2002	2003	2003	2003	2003	2003	Acumulado de 12 meses: período que finalizó en	
	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	2002 May	2003 May
<b>Cuenta corriente</b>	3,5	3,2	3,0	2,1	-1,0	2,0	15,2	49,1
Bienes	7,9	10,6	10,3	5,5	9,8	9,5	106,7	120,3
Exportaciones	85,7	89,0	87,9	83,2	87,3	86,2	1.038,7	1.053,0
Importaciones	77,9	78,5	77,6	77,7	77,5	76,7	932,0	932,7
Servicios	0,8	1,9	1,8	2,6	0,6	0,0	-0,2	17,0
Exportaciones	27,4	28,6	27,8	28,5	26,9	25,7	327,6	332,4
Importaciones	26,5	26,7	26,0	25,9	26,3	25,6	327,9	315,3
Rentas	-1,7	-5,4	-4,8	-2,2	-6,6	-3,0	-38,2	-41,2
Transferencias corrientes	-3,4	-3,8	-4,3	-3,8	-4,8	-4,6	-53,0	-47,0

Fuente: BCE.

Notas: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. En la dirección del BCE en Internet se pueden encontrar cuadros más detallados de la balanza de pagos de la zona del euro.

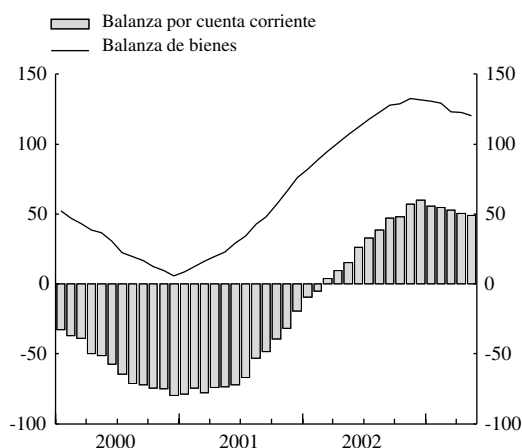
2003 (véase gráfico 23). Esta evolución se ha debido, sobre todo, a una disminución del superávit de la balanza de bienes, como resultado de unas exportaciones algo más reducidas. La debilidad de la demanda mundial y la apreciación del euro son los principales factores determinantes de las recientes caídas de los precios de exportación y de las cifras de exportaciones en términos reales (véase en el recuadro 4 un análisis más detallado de la reciente evolución de los precios y cifras en términos reales de comercio exterior). Por su parte, las exportaciones nominales de servicios también han registrado descensos, en términos intermensuales, tanto en abril

como en mayo del 2003. Por lo que hace a las importaciones de bienes, la subida de los precios del petróleo observada hasta el primer trimestre del presente año parece haber compensado las presiones a la baja sobre los precios de importación que se esperaban como consecuencia de la apreciación del euro (véase también recuadro 4). No obstante, las menores cifras de importaciones de bienes en términos nominales contabilizadas en los meses de abril y mayo del 2003, en comparación con las registradas en los meses precedentes del año en curso, podrían sugerir que el descenso de los precios del petróleo observado durante esos dos meses podría haber comenzado a reflejarse en los precios de importación.

## Gráfico 23

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

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



Fuente: BCE.

### Aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones en mayo del 2003

El agregado de inversiones directas y de cartera de la balanza de pagos de la zona del euro registró unas entradas netas por importe de 6,7 mm de euros en mayo del 2003. Esta evolución fue el resultado de las entradas netas, de 7 mm de euros, de inversiones de cartera, mientras que las inversiones directas arrojaron unas salidas netas de 0,3 mm de euros (véase cuadro 9).

La característica más destacada de la cuenta financiera durante el mes de mayo fueron las entradas netas de bonos y obligaciones, por importe de 27,3 mm de euros, básicamente como reflejo

#### Recuadro 4

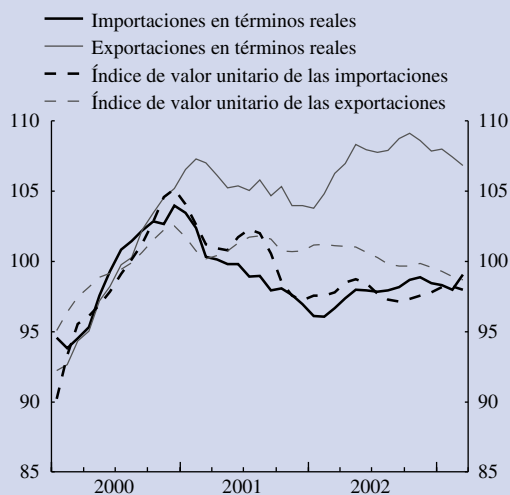
#### Evolución reciente de los precios y cifras en términos reales de comercio exterior de la zona del euro

Dada la intensa apreciación del euro desde el segundo trimestre del 2002, en este recuadro se lleva a cabo un análisis más pormenorizado de la reciente evolución de los precios y cifras en términos reales de las exportaciones e importaciones de *bienes* de la zona del euro, prestando particular atención al período comprendido entre el comienzo del año 2002 y el primer trimestre del 2003. Los datos de comercio exterior, desagregados por categorías de bienes y socios comerciales, se utilizan para arrojar luz sobre los factores que probablemente explican los movimientos recientes de las cifras agregadas de comercio exterior en términos reales y de los precios de dicho comercio (como aproximación de estos últimos se emplean los índices de valor unitario). En líneas generales, la apreciación del euro ha venido asociada a descensos tanto de las exportaciones en términos reales como de los precios de exportación, mientras que la debilidad de la demanda exterior ha afectado también a las cifras de exportaciones en términos reales. Así pues, estos factores explican la reciente caída de las exportaciones en términos nominales, la cual, a su vez, ha contribuido en gran medida a la reducción de los superávits de las balanzas de bienes y por cuenta corriente. Al mismo tiempo, la debilidad de la demanda interna de la zona del euro parece haber compensado, en parte, el previsto impacto alcista de la apreciación de la moneda única sobre las importaciones en términos reales, mientras que, por ahora, parece que las esperadas presiones a la baja sobre los precios de importación derivadas del fortalecimiento del euro se han visto contrarrestadas por la subida de los precios del petróleo.

El gráfico A muestra la evolución reciente del comercio exterior de bienes de la zona del euro en términos reales y de los índices de valor unitario de dicho comercio hasta el primer trimestre del 2003. Las *exportaciones en términos reales*, tras un crecimiento intenso durante los primeros meses del 2002, comenzaron primero a estancarse, para posteriormente reducirse en el cuarto trimestre del 2002 y el primer trimestre del 2003. Esta desaceleración inicial y posterior caída de las exportaciones refleja tanto un debilitamiento de la demanda exterior como un deterioro de la competitividad en precios resultante de la apreciación del euro iniciada en el segundo trimestre del 2002. Sin embargo, en comparación con el descenso de la cifra de exportaciones en términos reales registrada en el año 2001, que obedeció sobre todo a la caída de la demanda externa, la actual disminución de las exportaciones ha sido, hasta ahora, muy moderada. El gráfico B muestra que el reciente descenso de las exportaciones en términos reales se ha producido de manera bastante generalizada en todos los principales mercados a los que se dirigen las exportaciones de la zona del euro. Hasta la última parte del pasado año, sin embargo, las exportaciones hacia Asia y Europa Central y Oriental estuvieron creciendo con rapidez, mientras que el crecimiento de las exportaciones a Estados Unidos era algo más débil y las exportaciones al Reino Unido registraban una caída sustancial. Tomando en consideración el crecimiento de las importaciones totales en términos reales de estos mercados, la debilidad de las exportaciones de la zona del euro hacia el Reino Unido y Estados Unidos durante el año 2002 y comienzos del 2003 implica una cierta reducción de la cuota de mercado que las exportaciones de la zona del euro mantienen en esos países. Al mismo tiempo, parece que la pérdida de cuota de mercado de las exportaciones de la zona del euro ha sido leve en Asia y prácticamente nula en los países de Europa Central y Oriental.

**Gráfico A: Comercio fuera de la zona del euro en términos reales e índices de valor unitario de dicho comercio <sup>1)</sup>**

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

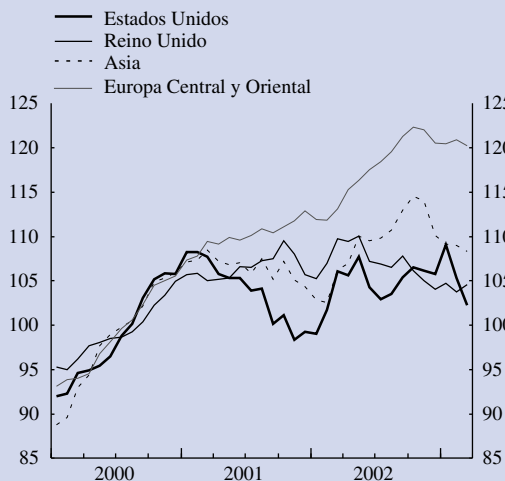


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a marzo del 2003.

**Gráfico B: Exportaciones de la zona del euro en términos reales a otros socios comerciales <sup>1)</sup>**

(índice: 2000 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)

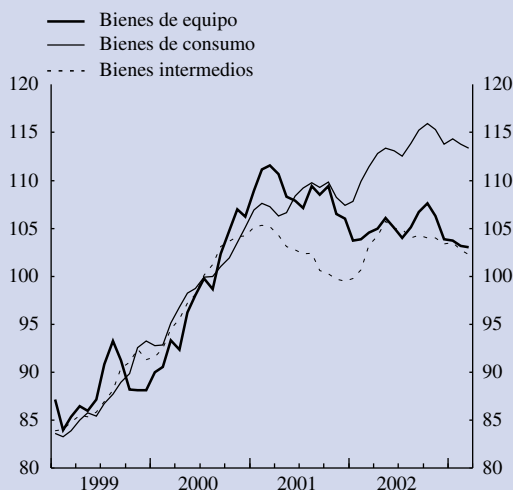


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a marzo del 2003.

**Gráfico C: Exportaciones de la zona del euro en términos reales por categorías de bienes <sup>1)</sup>**

(índice: 2000 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a marzo del 2003.

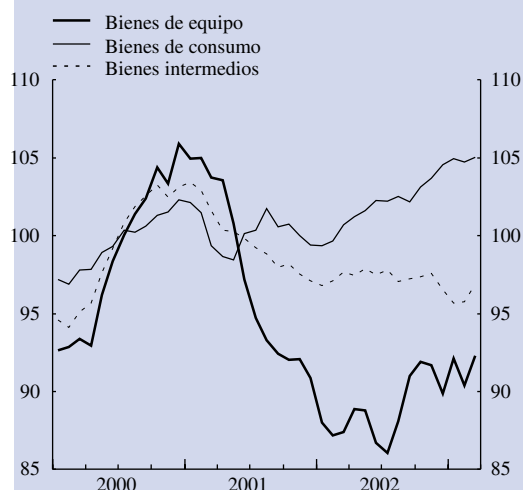
La desagregación de las exportaciones de bienes en diferentes categorías (bienes de equipo, de consumo e intermedios) permite observar que las cifras de exportaciones en términos reales han disminuido durante los últimos meses en todas las categorías (véase gráfico C). Sin embargo, desde el segundo trimestre del 2002, las exportaciones de bienes de consumo han mostrado una mayor resistencia a la baja que las de las otras dos categorías. Además, debe tenerse en cuenta que, a pesar de las recientes caídas, las exportaciones en términos reales se mantienen a niveles comparativamente elevados, como reflejo del sustancial aumento previo de la cuota del mercado de exportación que posee la zona del euro, asociado a las ganancias previas de competitividad internacional en precios resultantes de la depreciación de la moneda europea durante los años 1999 y 2000. Asimismo, conforme se indica en el artículo titulado «Evolución de la competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro» que aparece en este mismo *Boletín Mensual*, la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes se encuentra en la actualidad a unos niveles similares a los observados en el momento de la introducción del euro y básicamente en línea con sus promedios históricos.

A pesar del aumento de los costes —medidos por los costes laborales unitarios o por los precios industriales— los *precios de exportación* han caído en torno a un 2,5% desde el comienzo de la apreciación del euro en el segundo trimestre del 2002 (véase gráfico A). Este hecho sugiere que los exportadores de la zona del euro están reduciendo sus márgenes en un esfuerzo por compensar, en parte, los efectos de la pérdida de competitividad en precios resultante de la apreciación del tipo de cambio. Los mecanismos que inciden en este ajuste son, esencialmente, los mismos que intervinieron durante la depreciación anterior del euro, cuando los exportadores de la zona del euro elevaron sus precios por encima del aumento de sus costes, incrementando así sus márgenes. No obstante, debe tenerse en cuenta que las variaciones de los índices de valor unitario, que se utilizan como una aproximación a los precios del comercio exterior de la zona del euro (ya que no se dispone de éstos), no sólo reflejan modificaciones de los precios, sino también cambios en la composición del comercio y en las características de los bienes comerciados, tanto en el ámbito de bienes concretos como a nivel agregado.

Tras haber caído durante todo el año 2001, las *importaciones en términos reales* comenzaron a crecer desde comienzos del 2002, si bien a un ritmo muy lento, especialmente cuando se tiene en cuenta que la apreciación del euro debería haber impulsado esas importaciones al elevar la competitividad de sus precios frente a los de los productores de la zona del euro (véase gráfico A). Así pues, parece que la debilidad de la demanda interna de la zona del euro, especialmente de las categorías de gasto intensivas en importaciones —tales como el gasto en

### Gráfico D: Importaciones de la zona del euro en términos reales por categorías de bienes <sup>1)</sup>

(índice: 2000= 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a marzo del 2003.

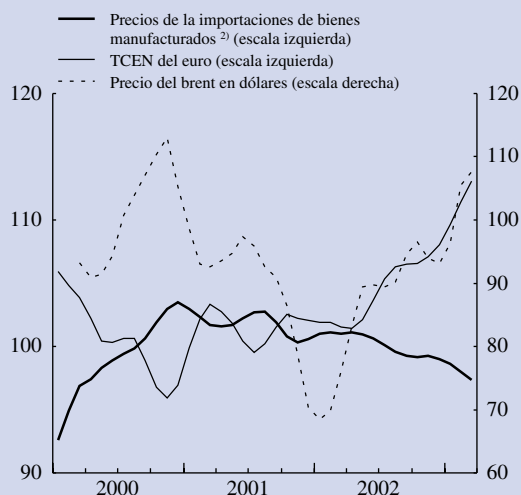
bienes de equipo y las exportaciones— puede haber compensado, en parte, el efecto alcista sobre las importaciones en términos reales que debería haberse producido, *ceteris paribus*, como resultado de la apreciación del euro. El gráfico D ilustra el fuerte impacto de los componentes del gasto intensivos en importaciones sobre las importaciones en términos reales. Puede observarse cómo las cifras correspondientes a los bienes de equipo cayeron de forma muy acusada durante el año 2001, para crecer sólo con lentitud en el segundo semestre del 2002 y a comienzos del 2003, en conjunción con un descenso del gasto de la zona del euro en formación de capital. Por el contrario, las importaciones de bienes de consumo parecen haber mostrado un crecimiento más sostenido en el 2002 y durante el primer trimestre del 2003, que podría estar relacionado con el efecto dinamizador de las importaciones derivado de la apreciación de la moneda europea. Durante el mismo período, la evolución de la demanda agregada de la zona del euro, en mayor medida que la trayectoria del tipo de cambio, parece explicar la

debilidad registrada por las importaciones de bienes intermedios.

Los *precios de importación* han mostrado, hasta ahora, una escasa respuesta a la apreciación del euro (véase gráfico A). Este hecho se ha debido, sobre todo, a que las esperadas presiones a la baja sobre los precios de importación resultantes del fortalecimiento del euro se han visto contrarrestadas, en mayor o menor medida, por el aumento de los precios del petróleo, especialmente en el período previo al inicio de las operaciones militares en Iraq, durante el primer trimestre del 2003 (según se ilustra en el gráfico E). Sin embargo, los precios de las importaciones de bienes manufacturados —que no se ven afectados directamente por las fluctuaciones de los precios del petróleo— cayeron en torno a un 3,5% entre el segundo trimestre del 2002 y el primer trimestre del 2003, reflejando así un aumento del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro.

### Gráfico E: Precios de las importaciones de bienes manufacturados de la zona del euro, precios del petróleo y TCEN del euro <sup>1)</sup>

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a marzo del 2003.

2) Datos desestacionalizados.

de las considerables adquisiciones netas de estos valores por parte de no residentes (46 mm de euros). Estas mayores entradas de bonos y obligaciones se vieron compensadas, en parte, por las salidas netas de inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones (13,7 mm de euros) y en instrumentos del mercado monetario (6,5 mm de euros), según puede verse en el cua-

dro 8.5 de las «Estadísticas de la zona del euro». El gráfico 24 muestra que, en términos de los flujos acumulados de doce meses, se ha venido observando una tendencia al aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones y a la disminución de las entradas netas de inversiones de cartera en acciones y participaciones durante los últimos meses. Por el contrario, las salidas



## Cuadro 9

### Balanza de pagos de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	2002	2003	2003	2003	2003	2003	Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	2002 May	2003 May
<b>Cuenta corriente</b>	7,1	-4,8	3,5	4,0	-8,6	-0,4	15,1	46,5
Bienes	9,6	2,1	9,1	6,2	7,4	8,3	106,5	119,8
Servicios	1,4	-0,6	0,1	1,5	0,8	1,5	-0,1	16,5
Rentas	-0,2	-9,4	-2,6	-0,6	-10,5	-4,6	-39,6	-42,7
Transferencias corrientes	-3,7	3,2	-3,1	-3,0	-6,3	-5,6	-51,7	-47,0
<b>Cuenta de capital</b>	0,9	2,1	-0,9	0,8	0,1	0,4	8,8	8,5
<b>Cuenta financiera</b>	-16,2	-12,7	-25,8	7,9	7,8	-31,0	-74,5	-198,0
Inversiones directas	2,5	-3,1	3,2	-7,7	-20,2	-0,3	-19,7	-55,4
En el exterior	-1,3	-16,8	-6,8	-17,1	-22,8	-1,2	-193,4	-147,0
En la zona del euro	3,9	13,6	10,0	9,4	2,6	0,9	173,7	91,7
Inversiones de cartera	-5,3	-2,8	-12,0	17,6	9,3	7,0	114,6	113,0
Acciones y participaciones	-8,9	15,7	2,5	-3,4	7,1	-13,7	134,2	26,8
Activos	-7,1	2,3	0,3	7,4	-3,0	-5,8	-80,2	0,2
Pasivos	-1,8	13,4	2,2	-10,8	10,2	-7,9	214,4	26,6
Valores distintos de acciones	3,6	-18,6	-14,4	21,0	2,1	20,7	-19,6	86,1
Activos	-13,0	-22,7	-23,9	-14,8	-9,1	-24,6	-182,4	-154,3
Pasivos	16,6	4,1	9,5	35,8	11,2	45,4	162,8	240,5
Pro memoria:								
Total inversiones directas y de cartera (neto)	-2,8	-6,0	-8,8	9,9	-10,9	6,7	94,9	57,6
Derivados financieros	-2,5	-0,8	0,6	0,2	-4,6	0,6	-17,4	-20,0
Otras inversiones	-9,9	-7,4	-22,9	-7,2	22,9	-39,7	-164,2	-240,0
Activos de reserva	-1,0	1,5	5,3	5,0	0,5	1,4	12,1	4,4
<b>Errores y omisiones</b>	8,2	15,3	23,2	-12,7	0,7	31,0	50,6	143,0

Fuente: BCE.

Notas: Pueden producirse discrepancias, debido 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 de la zona del euro.

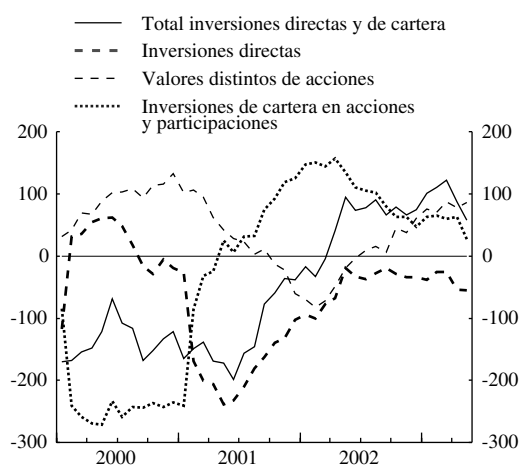
netas de inversiones directas han mantenido una senda relativamente moderada desde finales del 2001.

Un análisis más detallado de los flujos de inversiones de cartera revela que el desplazamiento generalizado de las inversiones hacia los valores distintos de acciones se explica por las decisiones de inversión adoptadas tanto por residentes como por no residentes en la zona del euro. En términos de los flujos acumulados de doce meses, puede observarse cómo las inversiones de cartera en acciones y participaciones han venido reduciéndose de forma sustancial, tanto en activos como en pasivos, especialmente durante los doce últimos meses (véase gráfico 25). Por el contrario, las entradas netas de inversiones en valores distintos de acciones realizadas por no residentes se incrementaron durante ese mismo período, alcanzando una cifra acumulada de 240,5 mm de euros (período de doce meses hasta mayo del 2003),

## Gráfico 24

### Flujos netos de inversiones directas y de cartera

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



Fuente: BCE.

Nota: Una cifra positiva (negativa) indica una entrada (salida) neta.

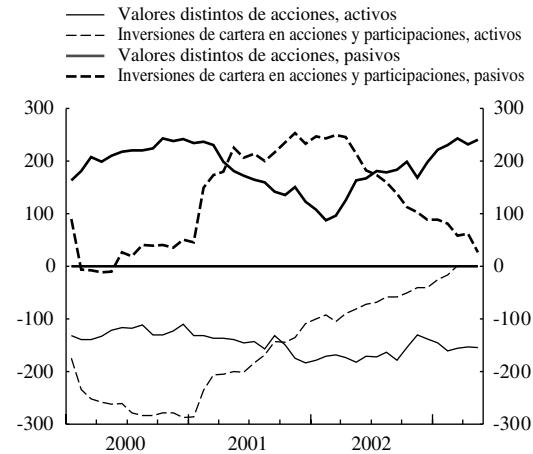
en comparación con los 162,8 mm de euros contabilizados un año antes, mientras que las salidas netas de inversiones en valores distintos de acciones realizadas por residentes en la zona del euro descendieron ligeramente (véase cuadro 9).

En conjunto, los flujos de inversión en valores distintos de acciones han continuado, en líneas generales, dominando la evolución de la cuenta financiera de la zona del euro. La incertidumbre sobre las perspectivas económicas de las principales economías podría explicar la preferencia de los inversores por los bonos y obligaciones como instrumentos de inversión. Asimismo, es probable que las consideraciones sobre el rendimiento de los activos y las expectativas de ganancias de capital hayan contribuido a la aceleración, en los últimos meses, de los flujos de entrada de inversiones de no residentes materializadas en bonos y obligaciones emitidos en la zona del euro.

### Gráfico 25

#### Flujos de inversiones de cartera en acciones y participaciones y valores distintos de acciones

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



Fuente: BCE.

Nota: Una cifra positiva (negativa) indica una entrada (salida) neta.



# Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema

*En enero del 2003, el Consejo de Gobierno del BCE decidió introducir dos modificaciones en el marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema. En primer lugar, el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas se ajustaría de forma que dichos períodos comiencen siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto realizar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. Las variaciones de los tipos de interés de las facilidades permanentes coincidirían con el inicio del nuevo período de mantenimiento de reservas. En segundo lugar, el plazo de las OPF se reduciría de dos semanas a una semana, y debido a los plazos técnicos y legales, las modificaciones acordadas entrarían en vigor a partir de marzo del 2004.*

*Conjuntamente, estas dos modificaciones tienen por objeto estabilizar las condiciones en las que se presentan las pujas en las OPF, neutralizando el impacto de las especulaciones sobre variaciones de los tipos de interés dentro de un período de mantenimiento determinado. De este modo, en períodos caracterizados por expectativas de recortes de los tipos de interés, los cambios acordados reducirán considerablemente la posibilidad de que se produzcan insuficiencias de pujas. Asimismo, en períodos en los que se espere un aumento de los tipos de interés, estos cambios deberían impedir que los tipos de mercado a muy corto plazo y los tipos aplicados en las OPF se eleven muy por encima del tipo mínimo de puja en las subastas a tipo de interés variable, eliminando así cualquier fuente potencial de interferencias a la hora de señalar la orientación de la política monetaria. Además, deberían impedir que se registre un exceso de sobrepujas en las subastas a tipo de interés fijo como consecuencia de las expectativas de un incremento de los tipos de interés.*

*En este artículo se explican las razones de estos cambios y se analizan algunas cuestiones de carácter más técnico relativas a su puesta en práctica.*

## I Introducción

El 23 de enero de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE acordó introducir algunas modificaciones en el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema. Se espera que los cambios, que entrarán en vigor a partir de marzo del 2004, mejoren la eficiencia de dicho marco y, sobre todo, que contribuyan a que se estabilicen las condiciones en las que las entidades de crédito presentan sus pujas en las OPF del Eurosistema. El principal objetivo de estas medidas es impedir que el impacto de las especulaciones en torno a una variación de los tipos de interés durante un período de mantenimiento afecte a la situación del mercado monetario a muy corto plazo. De este modo, los cambios acordados serán un factor importante para reducir la volatilidad ocasional de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario registrada en el pasado.

Las modificaciones son las siguientes:

- El calendario de los períodos de mantenimiento de reservas se ajustará de forma que dichos períodos siempre comiencen el día de

liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto realizar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. Actualmente, el período de mantenimiento de reservas empieza el día 24 de cada mes y termina el día 23 del mes siguiente, independientemente del calendario de reuniones del Consejo de Gobierno. Como complemento a esta redefinición del período de mantenimiento de reservas, las variaciones de los tipos de interés de las facilidades permanentes se introducirán, por lo general, el primer día del nuevo período de mantenimiento. Actualmente, las modificaciones de los tipos de las facilidades permanentes entran en vigor el día siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno.

- Los plazos de las OPF se reducirán de dos semanas a una semana. Este cambio, junto a los anteriormente mencionados, evitará que las OPF se solapen con el siguiente período de mantenimiento de reservas.

Antes de adoptar la decisión de introducir las modificaciones anteriormente descritas se realizó una consulta pública con el fin de recabar la opinión de entidades de crédito y de asociaciones bancarias europeas sobre las medidas planteadas y sobre una propuesta adicional, a saber, la suspensión de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML). En la consulta, que se llevó a cabo en octubre y noviembre del 2002, participaron unas 60 entidades de crédito y asociaciones que transmitieron sus opiniones al BCE<sup>1</sup>. Aunque, en general, las opiniones enviadas eran favorables a las dos medidas anteriormente mencionadas, no apoyaban la suspensión de las OFPML, lo que contribuyó a que el Consejo de Gobierno decidiera no suspender estas operaciones.

Este artículo tiene por objeto ahondar en los motivos que han llevado a adoptar las modificaciones acordadas en relación con el marco operativo de la política monetaria. En la Sección 2 se descri-

ben los factores que determinan las características de las pujas presentadas por las entidades de crédito en el marco operativo actual y cómo, en ocasiones, la inestabilidad de las pujas ha provocado un exceso de volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y ha creado una fuente de interferencias para la ejecución de la política monetaria. En la Sección 3 se examina el modo en que se prevé que los cambios del marco operativo contribuyan a la estabilización de las condiciones en las que se desarrolla la presentación de pujas en las OPF, y se analizan algunas cuestiones más técnicas en relación con la introducción de las modificaciones.

<sup>1</sup> Para conocer información más detallada sobre esta consulta pública y sobre la decisión del Consejo de Gobierno, véase el documento de consulta pública titulado «Resumen de los comentarios recibidos en relación con las medidas propuestas para mejorar el marco operativo de la política monetaria» y la nota de prensa del BCE titulada «Medidas para incrementar la eficiencia del marco operativo de la política monetaria», ambos del 23 de enero de 2003, en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

## 2 Episodios de desequilibrio en las pujas en el actual marco operativo y factores subyacentes

En general, la evaluación del marco operativo de ejecución de la política monetaria es positiva. En la zona del euro, la volatilidad de los tipos a corto plazo del mercado monetario ha sido, en promedio, reducida, tanto si se compara con la de los mercados monetarios nacionales europeos con anterioridad a enero de 1999 como si se consideran criterios internacionales. Este reducido nivel de volatilidad se ha visto favorecido por el uso de mecanismos de promedios por parte del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, y el BCE ha tenido que efectuar pocas operaciones de ajuste. Por otra parte, las entidades de crédito sólo han recurrido de forma limitada a las facilidades permanentes, lo que indica que el mercado monetario ha estado funcionando eficientemente. El diferencial, reducido y bastante estable, entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE y los tipos a corto plazo del mercado monetario han puesto de manifiesto la capacidad del BCE para controlar de cerca los tipos de interés a corto plazo de manera acorde con sus intenciones. Por último, el marco operativo del BCE ha demostrado su solidez al afrontar

una serie de retos extraordinarios, concretamente, el cambio de milenio y los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, así como un grado muy elevado de flexibilidad a la hora de hacer frente a circunstancias imprevistas.

El marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema únicamente ha estado sometido a tensiones menores en unas pocas ocasiones. Generalmente, tales tensiones surgieron cuando las fuertes expectativas de variación de los tipos de interés oficiales del BCE provocaron situaciones de inestabilidad en las pujas presentadas por las entidades de crédito que participaban en las OPF del Eurosistema, observándose dos tipos de situaciones de inestabilidad, a saber, «insuficiencia de pujas» y «sobrepujas». Concretamente, la insuficiencia de pujas se refiere a la presentación de pujas agregadas por las entidades de crédito por debajo del importe necesario para permitir el cumplimiento adecuado de las exigencias de reservas durante el período de mantenimiento hasta que se realice la siguiente OPF. Esto ha sucedido en nueve ocasiones desde 1999. Las

sobrepujas se refieren a la situación que se produce cuando las entidades de crédito presentan pujas por importes elevados, e incluso continuamente crecientes, en las OPF (que, de enero de 1999 a mayo del 2000 se ejecutaron como subastas a tipo de interés fijo), de forma que la ratio entre el importe de adjudicación y el de las pujas presentadas cae a niveles muy bajos. En esta sección se analizan los factores que son la causa de estas situaciones de desequilibrio en la presentación de pujas y se examinan algunos de los episodios observados.

### **Desequilibrio en las pujas y factores determinantes**

Las OPF del BCE desempeñan un papel crucial a la hora de controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado y señalar la orientación de la política monetaria. Actualmente, el tipo mínimo de puja de las subastas a tipo de interés variable ejerce un papel fundamental a la hora de señalar la orientación de la política monetaria, papel que anteriormente desempeñaba el tipo de interés de las subastas a tipo fijo<sup>2</sup>. Las características de las pujas presentadas por las entidades de crédito en las OPF están determinadas por dos factores principales: el diferencial entre el tipo de interés a dos semanas del mercado monetario y el tipo mínimo de puja de la subasta a tipo variable (subasta a tipo de interés fijo antes de junio del 2000) anunciado con antelación, y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito<sup>3</sup>. De hecho, las pujas tienen dos componentes, un componente cuantitativo (el importe de la puja) y un componente de precio (el tipo de interés), que dependen del procedimiento de subasta utilizado en las OPF. Normalmente, las pujas deberían presentarse de forma que se alcance un equilibrio de arbitraje entre la posibilidad de obtener liquidez directamente del banco central y la de conseguirla en el mercado monetario. En caso de que haya fuertes expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales del BCE, el tipo mínimo de puja sería vinculante, y las entidades de crédito tenderían a ajustar a la baja el importe de las pujas en lugar de ajustar los tipos de las pujas. Por el contrario, las expectativas de subida de los tipos de interés podrían conducir a que se presentaran ofertas por importes muy elevados en las subastas a tipo de interés fijo.

Además del papel crucial que desempeña el tipo mínimo de puja (o el tipo fijo) a la hora de señalar la política monetaria, existen otros tres elementos del marco operativo de la política monetaria que son esenciales para entender la forma en que el marco actual influye en los tipos de interés a corto plazo y en las características de las pujas presentadas por las entidades de crédito en las OPF: (i) el sistema de exigencia de reservas, con un mecanismo de promedios y un período de mantenimiento que comienza el día 24 de cada mes y finaliza el día 23 del mes siguiente; (ii) la posibilidad de variación de los tipos de interés oficiales del BCE durante el período de mantenimiento de reservas, y (iii) el vencimiento de dos semanas de las OPF de periodicidad semanal.

Considerando estas características por separado, los siguientes aspectos pueden considerarse cruciales. En primer lugar, el sistema de exigencia de reservas con mecanismos de promedios mensuales implica que el mantenimiento de reservas un día concreto del período de mantenimiento sirve, en principio, para sustituir las reservas mantenidas cualquier otro día del período de mantenimiento correspondiente. De este modo, el mecanismo de promedios mensual proporciona cierta flexibilidad a las entidades de crédito en la gestión de sus reservas diarias dentro del período de mantenimiento. En segundo lugar, la definición actual del período de mantenimiento de reservas también implica que pueden producirse modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE durante un período de mantenimiento. De hecho, el Consejo de Gobierno suele evaluar la orientación de la política monetaria en la primera de las dos reuniones que celebra al mes, normalmente, el primer o segundo jueves<sup>4</sup>, y, por consiguiente, no

2 Para más información sobre el cambio de subastas a tipo de interés fijo a subastas a tipo variable con un tipo mínimo de puja, véanse las notas de prensa del BCE tituladas «Decisiones de política monetaria», de 8 de junio de 2000, y «Cambio a subastas a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación: algunos detalles técnicos», de 16 de junio de 2000. Para conocer más detalles, véase el artículo titulado «Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación» en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2000.

3 Véase el artículo «Características de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las operaciones regulares de mercado abierto del Eurosistema» en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2001.

4 El 8 de noviembre de 2001, el Consejo de Gobierno anunció que, como norma general, únicamente evaluaría la orientación de la política monetaria y modificaría los tipos de interés del BCE en su primera reunión mensual.

coincide con el comienzo del período de mantenimiento. Las expectativas de cambio de los tipos de interés dentro de un período de mantenimiento de reservas hace que los tipos de interés a un día puedan desviarse de los tipos utilizados por el BCE para señalar la orientación de su política monetaria (el tipo mínimo de puja o el tipo aplicado en las subastas a tipo de interés fijo), incluso si se espera una situación neutral de liquidez para el final del período de mantenimiento de reservas. Realmente, los tipos de interés a un día no sólo dependen de las expectativas sobre la liquidez acumulada durante el correspondiente período de mantenimiento, como se ha mencionado anteriormente, sino también del nivel esperado de los tipos de interés oficiales del BCE. En tercer lugar, el vencimiento de dos semanas de la OPF de periodicidad semanal implica que al menos la última OPF de cada período de mantenimiento de reservas se solapa con el siguiente período. Por lo tanto, no puede descartarse que las expectativas de variación de los tipos de interés para el período de mantenimiento de reservas siguiente también puedan desestabilizar las pujas al final del período de mantenimiento correspondiente (en el recuadro que figura más adelante se presenta un análisis detallado de la interacción entre los tipos de interés oficiales del BCE, la situación de liquidez del sistema bancario y los tipos de mercado a corto plazo en el marco operativo actual).

La combinación de los tres factores anteriormente descritos y la existencia de un tipo mínimo de puja (o de un tipo fijo en las subastas a tipo de interés fijo) hacen que las expectativas de una modificación de los tipos de interés oficiales del BCE durante un período de mantenimiento, o incluso dos, sean especialmente relevantes para las entidades de crédito a la hora de preparar sus pujas. Ciertamente, las expectativas de variación de los tipos de interés dentro del mismo período de mantenimiento de reservas han dado lugar, en general, a diferenciales (positivos o negativos) entre el tipo principal de financiación del BCE y los correspondientes tipos del mercado monetario, proporcionando así oportunidades de arbitraje a las entidades de crédito, o bien desincentivándolas para participar en las OPF. Por consiguiente, en ocasiones, las entidades de crédito han presentado pujas por importes muy bajos (insuficiencia de

pujas) o pujas elevadas (sobrepuja, situación que sólo se ha producido en las subastas a tipo de interés fijo) en las OPF.

Por lo general, la insuficiencia de pujas se producía cuando los tipos a corto plazo del mercado monetario se situaban por debajo del tipo mínimo de puja de las OPF, lo que generaba un importe insuficiente de pujas inmediatamente antes de la reunión del Consejo de Gobierno en la que se trataba la orientación de la política monetaria. Posteriormente, la insuficiencia de pujas se traduciría en una situación de restricción de liquidez y, probablemente, también influiría en la incertidumbre del mercado respecto de la situación de liquidez para el resto del período de mantenimiento (véase recuadro). Los déficit de liquidez tendían a impulsar al alza los tipos de interés a corto plazo y a aumentar la volatilidad de los tipos de interés a un día a muy corto plazo. Por otro lado, en situaciones en las que se rebajaron los tipos oficiales del BCE, el alza transitoria del tipo a un día asociado a la insuficiencia de pujas generaba, al menos de forma temporal, una fuente de interferencias a la hora de señalar la orientación de la política monetaria.

Por el contrario, las sobrepujas en las subastas a tipo de interés fijo se han producido, por lo general, cuando, debido a las expectativas de un incremento de los tipos de interés, los tipos a corto plazo del mercado monetario se situaban en un nivel claramente por encima del tipo de las subastas a tipo de interés fijo, como sucedió con frecuencia en el segundo semestre de 1999 y en el primero del año 2000. Como respuesta a esta situación, en junio del 2000, el BCE pasó de celebrar OPF mediante subastas a tipo de interés fijo a efectuar subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja, y desde la introducción de esta modificación no se han producido nuevos casos de sobrepujas.

### **Episodios de desequilibrio en las pujas**

El Eurosistema ha experimentado nueve episodios de insuficiencia de pujas desde enero de 1999, y en todos ellos, excepto en uno, la insuficiencia de pujas se produjo en un entorno de grandes expectativas de reducción inminente de los

## Recuadro

### El tipo de interés interbancario a un día sin garantías en la zona del euro

Cualquier diferencial considerable entre el tipo fijo, o el tipo mínimo de puja, y los tipos de mercado a plazos comparables influye de manera significativa en las características de las pujas presentadas por las entidades de crédito. Por lo tanto, es importante analizar los factores que apartan a los tipos a corto plazo del mercado monetario del tipo principal de financiación para comprender la naturaleza de los desequilibrios que se observan en las características de las pujas presentadas. El tipo de interés a un día, por ser el de plazo más corto y, por ello, el punto de partida de la curva de rendimientos, también desempeña un papel fundamental a la hora, por ejemplo, de determinar el tipo a dos semanas, que es el más relevante a efectos de las pujas en las OPF. Este recuadro tiene por objeto describir el modo en que el marco operativo del Eurosistema y, en particular, los tipos de interés oficiales del BCE y la gestión de la liquidez, influyen en el tipo a un día. Para aclarar el planteamiento teórico se parte de tres supuestos convencionales sobre el mercado monetario de la zona del euro:

1. Los participantes en el mercado son neutrales al riesgo y, además, indiferentes respecto de los días de un período de mantenimiento de reservas determinado en los que realmente mantienen las reservas exigidas.
2. El nivel de las exigencias de reservas y las inyecciones de liquidez por parte del banco central son tales que, antes del último día del período de mantenimiento de reservas, las entidades de crédito no se tienen que enfrentar a la posibilidad de que se produzca un descubierto, es decir, de tener que recurrir a la facilidad marginal de crédito, ni tampoco a la posibilidad de que cumplan antes de tiempo las exigencias de reservas para el período de mantenimiento en cuestión.
3. No se incurre en costes de transacción, y los costes relacionados con el uso de los activos de garantía son insignificantes.

Aunque estos supuestos no se cumplen en su totalidad en la práctica, el análisis que se hace a continuación muestra que, en el caso de la zona del euro, parecen dar resultados bastante razonables.

Conjuntamente con el mecanismo de promedios del sistema de reservas del Eurosistema, los supuestos anteriores implican que las entidades de crédito consideran que las reservas mantenidas en días diferentes dentro de un período de mantenimiento de reservas determinado son sustitutos perfectos para cumplir sus exigencias de reservas. Por consiguiente, el precio de las reservas, es decir, el tipo de interés a un día ( $r_t$ ), debería ser, un día cualquiera, igual al tipo a un día esperado en cualquier otra fecha futura dentro del mismo período de mantenimiento de reservas, incluido el último día (T) del período de mantenimiento de reservas. En caso contrario, las entidades de crédito tendrían la oportunidad de llevar a cabo un arbitraje intertemporal. De hecho, si un día concreto, el tipo a un día se encuentra a un nivel más elevado (o más reducido) que el esperado para el día T, las entidades de crédito venderían (o adquirirían) fondos en el mercado a un día, obteniendo con ello un beneficio previsto correspondiente a la diferencia entre el tipo a un día vigente y el esperado en el futuro.

A su vez, el tipo a un día previsto para el día T refleja las expectativas de los participantes en el mercado sobre la situación de liquidez (y, con ello, sobre el «valor marginal de mantener liquidez») ese día. Si el día T existe un superávit acumulado de liquidez, es decir, si el mercado presenta una situación de «holgura» en el sentido de que hay disponibles más reservas de las que las entidades de crédito necesitan para cumplir sus exigencias de reservas, los tipos de interés bajarán para aproximarse al tipo de la facilidad de depósito, y el valor marginal de la liquidez será el tipo de la facilidad de depósito ( $r_T^D$ ). Por el contrario, si la situación del mercado es «restrictiva», de forma que un déficit de liquidez exige recurrir a la facilidad marginal de crédito, los tipos de interés tenderán a subir para aproximarse al tipo de la facilidad marginal de crédito, y el valor marginal de la liquidez será el tipo de la facilidad marginal de crédito ( $r_T^M$ ). En suma, con arreglo a los supuestos anteriores,  $r_t$  depende de los tipos esperados aplicados a las facilidades permanentes el día T y de las expectativas de liquidez acumulada durante el período de mantenimiento de reservas relevante, y, de este modo, ésta última determina la probabilidad de que el valor marginal de la liquidez el día T sea el tipo de la facilidad de depósito ( $P^{holg}$ ) o el tipo de la facilidad marginal de crédito ( $P^{restr}$ ):

$$\text{Ecuación 1: } r_t = E_t(r_T) = E_t(r_T^M) \cdot P^{restr} + E_t(r_T^D) \cdot P^{holg}$$



donde  $E_t$  es un operador de expectativas. Teniendo en cuenta que, desde abril de 1999, la amplitud del pasillo establecido por las facilidades permanentes del Eurosistema ha sido de dos puntos porcentuales y simétrica en torno al tipo principal de financiación ( $r_T^{opf}$ ), esto es, el tipo fijo o el tipo mínimo de puja en las OPF, la ecuación 1 puede describirse de la siguiente forma:

$$\text{Ecuación 2: } r_t = E_t(r_T) = E_t(r_T^{opf} + 1) \cdot P^{restr} + E_t(r_T^{opf} - 1) \cdot P^{holg} = E_t(r_T^{opf}) + P^{restr} - P^{holg}$$

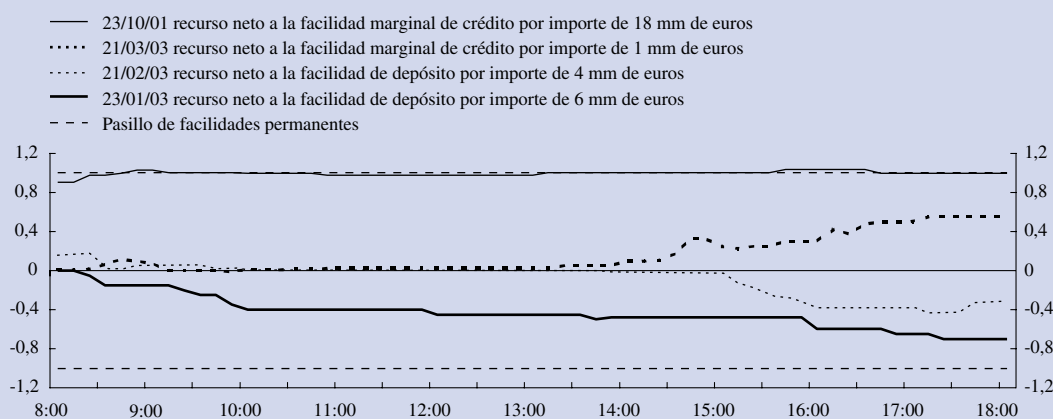
Esta ecuación ilustra que el tipo a un día siempre debería reflejar el nivel esperado del tipo principal de financiación al final del período de mantenimiento de reservas, más la diferencia entre la probabilidad percibida de que el período de mantenimiento finalice con una situación restrictiva u holgada. Concretamente, si la liquidez acumulada se percibe como neutral, en el sentido de que ambas probabilidades son igual a 0,5, y si, al mismo tiempo, no se espera una variación de los tipos de interés oficiales del BCE hasta el final del período de mantenimiento de reservas en cuestión, el diferencial del tipo a un día, es decir  $r_t$  menos  $r_T^{opf}$ , debería ser nulo.

Aunque no es posible controlar directamente las expectativas del mercado sobre la situación de liquidez, se puede suponer que, en condiciones normales, los participantes en el mercado han esperado, en general, que el BCE compensara cualquier desequilibrio acumulado de liquidez en la última OPF del período de mantenimiento de reservas. No obstante, tras la última OPF, los participantes en el mercado no han esperado, por regla general, que el BCE compensara los desequilibrios de liquidez. Esto ha hecho que la percepción del mercado respecto de una situación de acumulación de liquidez no neutral únicamente haya predominado, normalmente, tras la última OPF del período de mantenimiento de reservas —sobre todo el último día—, o después de un episodio de insuficiencia de pujas. En consecuencia, el diferencial a un día ha sido, habitualmente, más volátil durante estos períodos de lo que ha sido desde el inicio del período de mantenimiento de reservas hasta la adjudicación de la última OPF (o hasta producirse un episodio de insuficiencia de pujas). En consecuencia, para evaluar la relevancia de las expectativas sobre la situación de liquidez se considera la evolución intradía del nivel del diferencial entre el tipo a un día y el tipo principal de financiación (es decir, el diferencial a un día) el último día del período de mantenimiento de reservas.

El último día del período de mantenimiento de reservas ya no hay expectativas de modificación de los tipos de interés para ese período y la situación de liquidez no puede verse afectada por las operaciones regulares de mercado abierto. Del gráfico A se desprende que el tipo de interés a un día se suele aproximar, al menos en cierta medida, al tipo de una de las dos facilidades permanentes hacia el final del último día del período de

### Gráfico A: Diferencial entre el tipo a un día y el tipo principal de financiación del BCE el último día de cuatro períodos de mantenimiento seleccionados <sup>1)</sup>

(eje x: horas, eje y: diferencial a un día en puntos porcentuales)

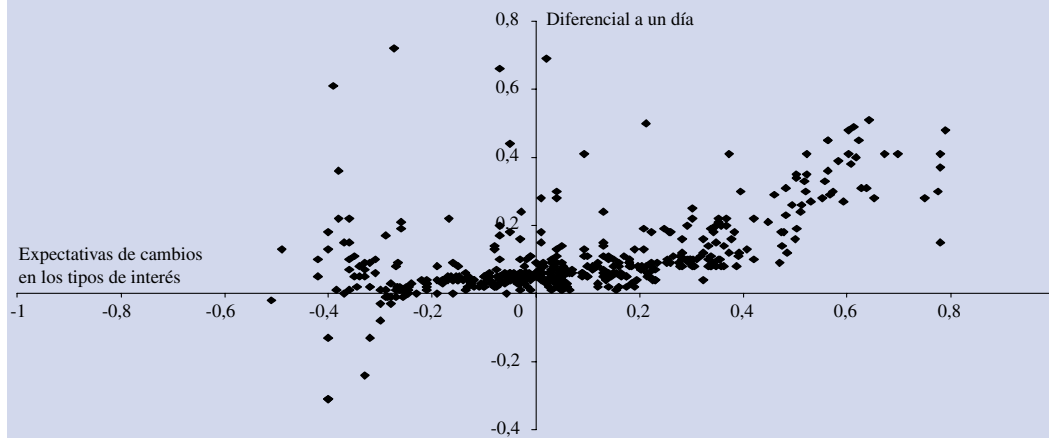


Fuentes: BCE y Reuters.

1) Los cuatro períodos de mantenimiento de reservas fueron seleccionados a partir de la situación de liquidez el último día del período, cuantificada por el recurso neto a las facilidades permanentes ese día. En el caso de los dos períodos de mantenimiento seleccionados que terminaron en viernes (el 21/02/03 y el 21/03/03), figura el recurso neto acumulado del viernes al domingo.

**Gráfico B: Relación entre expectativas de cambios en los tipos de interés<sup>1)</sup> y el diferencial a un día<sup>2)</sup> de abril de 1999 a junio del 2003<sup>3)</sup>**

(puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Reuters.

1) Diferencial entre el tipo forward a un mes para dentro de un mes y el tipo principal de financiación del BCE.

2) Diferencial entre el tipo EONIA y el tipo principal de financiación del BCE.

3) Sólo se incluyen los días en los que al menos una reunión del Consejo de Gobierno con conferencia de prensa se celebró más tarde en el mismo período de mantenimiento de reservas.

mantenimiento de reservas, cuando el mercado percibe, con creciente confianza, que la situación de liquidez acumulada es restrictiva u holgada. En general, cuanto mayor sea el desequilibrio acumulado de liquidez (esto es, el recurso neto a una de las facilidades permanentes), antes apreciará el mercado la situación de liquidez existente, y, por consiguiente, antes variará el tipo a un día. Así por ejemplo, el 23 de octubre de 2001, cuando se produjo un recurso relativamente elevado (18 mm de euros) a la facilidad marginal de crédito, el tipo a un día ya se aproximaba al tipo de la facilidad marginal de crédito antes del último día del período de mantenimiento. En cambio, el 21 de marzo de 2003, fecha en la que el déficit acumulado sólo ascendía a 1 mm de euros, este tipo no se movió hasta el final del día.

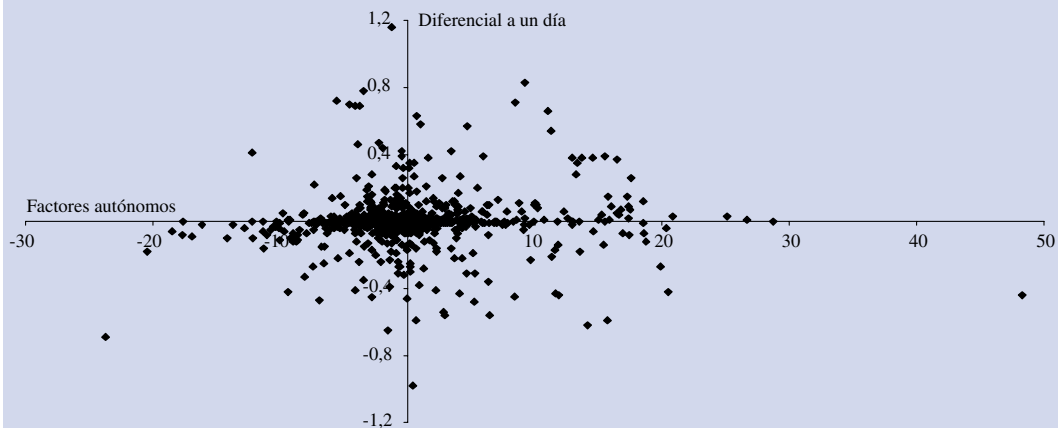
Tal y como se ha señalado anteriormente, el tipo a un día también debería depender de las expectativas en torno a los tipos de interés oficiales del BCE. Aunque no se pueden observar directamente, las expectativas relativas al tipo de interés vigente se pueden aproximar a los tipos *forward*. En el gráfico B se utiliza el diferencial entre el tipo *forward* a un mes para dentro de un mes y el tipo principal de financiación para cuantificar las expectativas de variación de los tipos de interés.

El gráfico B confirma que realmente existe una correlación entre las expectativas de variación de los tipos de interés y el diferencial a un día. No obstante, tal correlación se observa, principalmente, respecto de las expectativas de incrementos de los tipos de interés, es decir, cuando hay un diferencial *forward* positivo, como puede observarse en el cuadrante superior derecho del gráfico B. Es probable que la correlación, bastante imprecisa, entre las expectativas de reducción de los tipos de interés y el diferencial a un día (visible en la parte de la izquierda del gráfico B), esté relacionada con el riesgo de que se produzca una insuficiencia de pujas y que ello se traduzca en una situación restrictiva de liquidez. La presión al alza sobre el diferencial resultante de lo anterior, parece haber contrarrestado, en la mayor parte de los casos, la presión a la baja procedente de las expectativas de recorte de los tipos de interés.

Por último, también es interesante analizar si la situación de liquidez antes del final del período de mantenimiento influye en el tipo de interés a un día. Si los tres supuestos que figuran anteriormente no son demasiado restrictivos para la zona del euro, las fluctuaciones diarias de los factores autónomos de liquidez antes de la última OPF de un período de mantenimiento no deberían causar oscilaciones significativas del tipo a un día. De hecho, si se observan tales fluctuaciones, ello indicaría que los participantes en el mercado necesitan una prima

### Gráfico C: Variación diaria de los factores autónomos y del diferencial a un día <sup>1)</sup> de abril de 1999 a junio del 2003

(eje x: mm de euros; eje y: puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Reuters.

1) Variación diaria del diferencial entre el EONIA y el tipo principal de financiación del BCE (puntos porcentuales).

para sustituir las reservas mantenidas corrientes por reservas futuras, y viceversa. No obstante, del gráfico C se desprende que los aumentos (y las disminuciones) de la liquidez diaria provocados por modificaciones de los factores autónomos no han producido, hasta la fecha, incrementos (o descensos) sistemáticos del diferencial a un día, lo que sugiere que los supuestos pueden ser razonables para la zona del euro. Esto no quiere decir que no haya limitaciones, en la práctica, en relación con el punto hasta el que los participantes en el mercado están dispuestos a sustituir las reservas mantenidas corrientes por reservas futuras. Así por ejemplo, en caso de que se acumulen déficit de reserva muy elevados durante varios días, como sucedió tras el episodio de insuficiencia de pujas registrado en marzo del 2003, ello puede conducir a incrementos del diferencial a un día, con independencia de las expectativas sobre la situación de liquidez acumulada al final del período de mantenimiento.

En conclusión, en este recuadro se ha mostrado que existen dos factores principales que influyen en el nivel del tipo de interés a un día, concretamente, la situación de liquidez esperada al final del período de mantenimiento y las expectativas de futuras modificaciones de la política monetaria. Al mismo tiempo, en el pasado, las fluctuaciones diarias de la liquidez antes de la última OPF de un período de mantenimiento no han influido de forma significativa en el tipo a un día.

tipos de interés oficiales del BCE, que, eventualmente, se rebajaron cinco veces. En diversas ocasiones, la insuficiencia de pujas en una OPF fue seguida de adjudicaciones en las restantes OPF del período de mantenimiento de reservas, en las que las entidades de crédito no pudieron compensar totalmente el incumplimiento de la exigencia de reservas durante la semana posterior a aquélla en la que se produjo la insuficiencia de pujas. Las entidades de crédito se enfrentaban al riesgo de incurrir en un déficit de liquidez al final del período de mantenimiento y tuvieron que recurrir a la facilidad marginal de crédito. En todos los casos se produjo una importante volatilidad temporal de los tipos a corto plazo del mercado monetario, tal y como se indica en el gráfico que figura más adelante, que ilustra los seis casos más recientes de insuficiencia de pujas y destaca sus rasgos específicos (véase también el cuadro I

para conocer todos los episodios de insuficiencia de pujas).

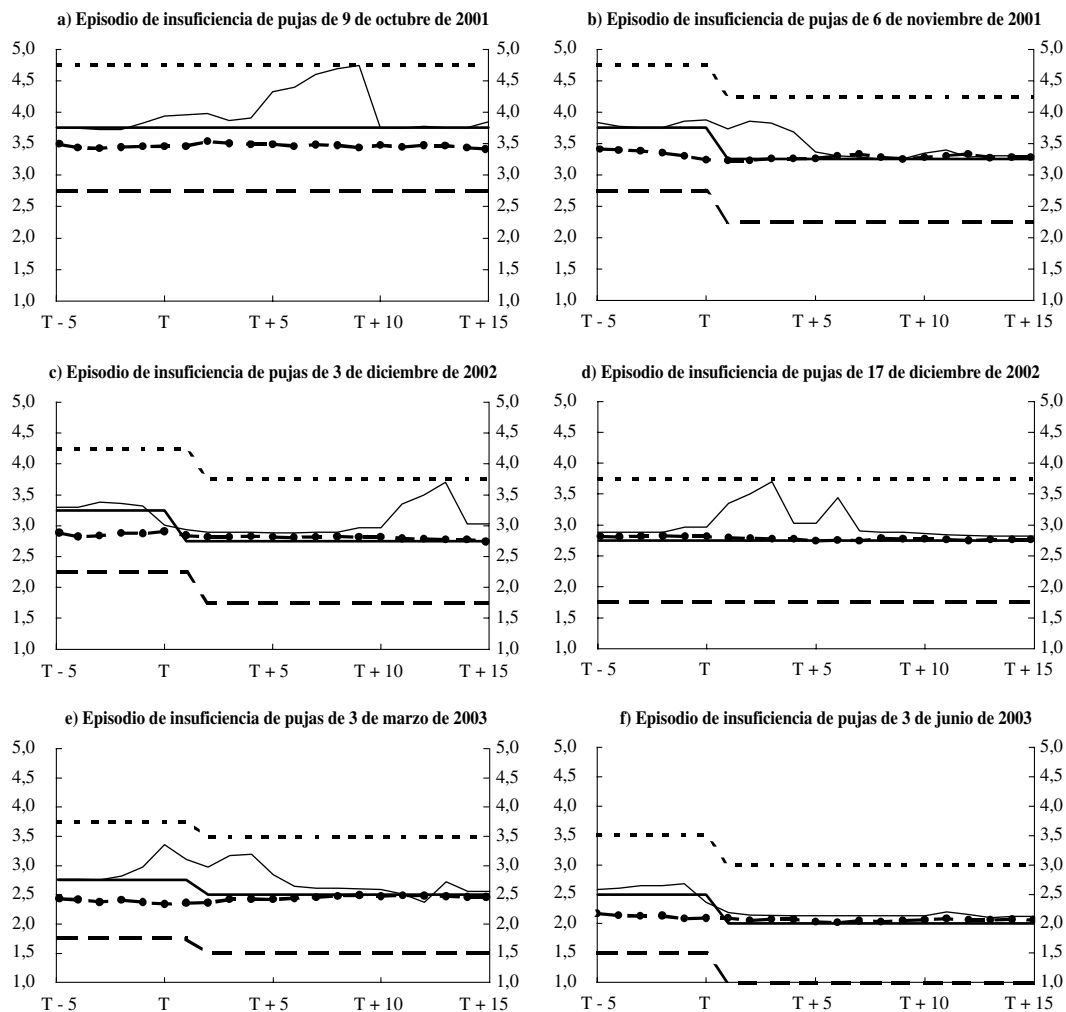
El episodio de insuficiencia de pujas del 9 de octubre de 2001 se produjo en un entorno de expectativas de recorte de los tipos de interés oficiales del BCE, según indicaba el nivel del tipo *forward* a un mes para dentro de un mes, que había caído por debajo del nivel del tipo mínimo de puja (véase el panel a) del gráfico). Dado que el déficit de liquidez acumulado la semana siguiente solo quedó equilibrado parcialmente por el importe relativamente elevado adjudicado en la siguiente OPF, las entidades de crédito tuvieron que efectuar un sustancial recurso a la facilidad marginal de crédito para cumplir sus exigencias de reservas. Hasta el final del período de mantenimiento, el tipo a un día fue impulsado considerablemente al alza hacia el tipo de la facilidad marginal de crédito.

## Gráfico

### Tipos de interés a un día, tipos de interés oficiales del BCE y diferenciales relacionados en los seis últimos episodios de insuficiencia de pujas

(en porcentaje; tiempo en días en relación con la fecha de liquidación T)

- Tipo de interés a un día (EONIA)
- Tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación
- - - Tipo marginal de crédito
- - - Tipo de depósito
- Tipo forward a un mes para dentro de un mes (basado en swaps de índices a un día) <sup>1)</sup>



Fuente: BCE.

1) El tipo forward se ha obtenido de swaps de índices a un día, esto es, swaps del EONIA, en los que la parte fija se cambia por una parte variable. La parte variable es el resultado del tipo compuesto del EONIA.

En el episodio del 6 de noviembre de 2001, a pesar de la insuficiencia de pujas, las entidades de crédito no tuvieron que recurrir a la facilidad marginal de crédito para cumplir sus exigencias de reservas, principalmente a causa de los importes adjudicados en el resto del período de mantenimiento y a otros factores de liquidez. El tipo a un día, que se había elevado el día en que se anunció la OPF con insuficiencia de pujas (T-2 del panel b) del gráfico), retornó al nivel del tipo mínimo de

puja pocos días después. En cambio, en el episodio del 3 de marzo de 2003 se acumularon cuantiosos déficit de reservas tras anunciarse una insuficiencia de pujas por importe de 42 mm de euros. El tipo a un día se mantuvo por encima del anterior tipo mínimo de puja, incluso después de materializarse la esperada reducción de los tipos de interés (véase el panel e) del gráfico). Con el fin de facilitar la gestión de la liquidez sin generar una diferencia considerable entre los volúmenes de

## Cuadro I

### Episodios de insuficiencia de pujas

(mm de euros)

Fecha de adjudicación de la OPF	Volumen de las pujas (= adjudicación real)	Volumen de adjudicación que habría permitido el cumplimiento adecuado de las exigencias de reservas <sup>1)</sup>	Importe de la insuficiencia de pujas	Diferencial entre el tipo <i>swap</i> a dos semanas y el tipo de interés de las subastas (puntos básicos) <sup>2)</sup>	Número de días entre la fecha de liquidación y el final del período de mantenimiento	Recurso neto total a la facilidad marginal de crédito <sup>3)</sup>	Número de OPF hasta el final del período de mantenimiento tras producirse una insuficiencia de pujas
06/04/99	67	96	29		16	11,35	2
13/02/01	65	88	23	-1	9	71,71	1
10/04/01	25	53	28	-7	12	61,40	1
09/10/01	61	79	18	-3	13	24,73	1
06/11/01	38	66	28	-9	16	-2,74	2
03/12/02	112	116	4	-14	19	25,08	2
17/12/02	104	118	14	22	5	21,82	0
03/03/03	54	97	43	-4	19	1,89	2
03/06/03	72	92	20	-12	19	5,22	2

Fuente: BCE.

- 1) La adjudicación de referencia se calcula a partir de las necesidades de liquidez del sistema bancario procedentes de los factores autónomos y de las exigencias de reservas mínimas durante el período de mantenimiento (véase el artículo titulado «La gestión de la liquidez del BCE», publicado en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2002).
- 2) Diferencial entre el tipo a dos semanas a las 9:15 horas del día de adjudicación y el tipo de interés oficial del BCE (tipo fijo o tipo mínimo).
- 3) Recurso neto acumulado a la facilidad marginal de crédito en el período comprendido entre la OPF y el final del período de mantenimiento de reservas.

las dos OPF vivas, el BCE decidió ejecutar, la semana siguiente, una OPF adicional con vencimiento de una semana de forma paralela a la OPF regular. En consecuencia, la situación de liquidez fue percibida como satisfactoria y las entidades de crédito sólo hicieron uso de un reducido recurso neto a la facilidad marginal de crédito.

El episodio de insuficiencia de pujas del 3 de diciembre de 2002 debe analizarse conjuntamente con el del 17 de diciembre de 2002, ya que ambos afectaron a la situación de liquidez en el mismo período de mantenimiento de reservas. Si bien el episodio del 3 de diciembre de 2002 se produjo en un entorno de expectativas de recorte de los tipos de interés y supuso una insuficiencia de pujas bastante marginal, el del 17 de diciembre fue atípico en la medida en que no parecía estar relacionado con expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales del BCE (véanse los paneles c) y d) del gráfico). Realmente, el diferencial entre el tipo *swap* a dos semanas y el tipo de subasta era positivo en el momento de presentación de las pujas (véase cuadro I). Existe evidencia anecdótica que sugiere que el episodio de insuficiencia de pujas del 17 de diciembre de 2002 estuvo relacionado

con la reticencia de las entidades de crédito a participar en una OPF con vencimiento el 31 de diciembre, considerado un día especialmente poco atractivo para liquidar la subasta, y fue aún más atípico porque ocurrió en la última OPF del período de mantenimiento, con lo que el déficit de liquidez relacionado no podía compensarse antes del final del período de mantenimiento, salvo en caso de que se realizara una operación de ajuste de inyección de liquidez. De hecho, en esta ocasión, el BCE efectuó una operación de ajuste el día de liquidación de la OPF en la que se había registrado insuficiencia de pujas para reducir el déficit de liquidez. El importe adjudicado reflejó un equilibrio entre los objetivos del BCE de restablecer una situación normal de liquidez, al tiempo que mantenía incentivos para que las entidades de crédito presentaran pujas por importes suficientes en las OPF.

Por último, recientemente, el 3 de junio de 2003, se produjo otro episodio de insuficiencia de pujas que, una vez más, se desarrolló en un entorno de fuertes expectativas de reducción de los tipos de interés, según indicaba el nivel del tipo *forward* a un mes para dentro de un mes comparado con el

del tipo mínimo de puja del BCE (véase panel f del gráfico). No obstante, como la insuficiencia de pujas fue menos significativa de lo que se esperaba en un principio, los tipos a un día cayeron después de anunciarse el resultado de la subasta. Con la excepción del final del período de mantenimiento, el tipo a un día presentó una pauta similar a la observada en el episodio de insuficiencia de pujas del 3 de diciembre de 2002.

En conjunto, estos episodios muestran que el Euro-sistema no dispone de ningún instrumento para impedir las tensiones ocasionales que surgen en el marco operativo actual. Por una parte, el BCE no puede compensar inmediatamente un déficit de liquidez generado por la especulación en torno a los tipos de interés, y necesita conservar incentivos para la presentación de pujas, y por otra, la consiguiente volatilidad transitoria de los tipos de interés del mercado monetario no resulta deseable.

En cuanto a las sobrepujas, se registraron varios episodios en el período comprendido entre mediados de 1999 y mediados del año 2000, en el que el Eurosistema ejecutó las OPF mediante el pro-

cedimiento de subasta a tipo de interés fijo, en un entorno de fuertes expectativas de aumento de los tipos de interés. En el período indicado, la ratio de adjudicación alcanzó niveles extremadamente bajos, cayendo al 0,87% el 31 de mayo de 2000. Aparte de una tendencia general a la baja, esta ratio de adjudicación fue volátil, lo que hizo que a los participantes en las OPF les resultara difícil predecir la liquidez que realmente recibirían. Durante el período de sobrepujas, en el que los correspondientes tipos de mercado tendieron a situarse por encima del tipo aplicado en las subastas a tipo de interés fijo, las entidades de crédito tuvieron dificultades para prever con precisión la ratio de adjudicación, bastante volátil, y, por consiguiente, el riesgo de recibir mucha más o menos liquidez de la deseada en la subasta. Por otro lado, es muy probable que algunas entidades de crédito no se sintieran cómodas pujando por importes que superaban los activos de garantía de que disponían. Como el sistema de subastas a tipo de interés fijo no permitía abordar estas cuestiones, los factores citados llevaron al BCE a modificar el procedimiento de subastas y a introducir las subastas a tipo de interés variable.

### 3 Cambios en el marco operativo y su puesta en práctica

Como se ha mencionado anteriormente, los cambios del marco operativo de ejecución de la política monetaria acordados por el Consejo de Gobierno harán que el comienzo del período de mantenimiento de reservas coincida con la introducción de las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE. Con ello se evitarán también situaciones en las que una OPF se solape con el siguiente período de mantenimiento. En esta sección se repasa brevemente la forma en que estas medidas deben contribuir a estabilizar las condiciones en las que se presentan las pujas en las OPF, neutralizando el impacto de las especulaciones en torno a la variación de los tipos de interés. También se analizan una serie de cuestiones de naturaleza más técnica relativas a su ejecución.

#### Modificaciones del marco operativo

La relación directa entre el comienzo del período de mantenimiento, por un lado, y la ejecución

de las decisiones de modificación de los tipos de interés, por otro, contribuirán a que desaparezcan las expectativas de variaciones de los tipos de interés durante el período de mantenimiento en cuestión. Por consiguiente, dentro de un período de mantenimiento determinado, las expectativas de variación de los tipos no influirán, en general, en el tipo a un día y, por lo tanto, debido a la política de gestión neutral de la liquidez del BCE, éste tenderá a permanecer en niveles próximos al tipo mínimo de puja<sup>5</sup>. Esto debería impedir que las especulaciones distorsionaran la presentación de pujas en las OPF por parte de las entidades de crédito. Por otra parte, debería eliminarse el efecto de contagio de las expectativas en torno a los tipos de interés y de la situación de liquidez entre períodos de mantenimiento.

En resumen, estas medidas (i) reducirán considerablemente la probabilidad de que se produzca

<sup>5</sup> Para conocer un análisis más detallado de esta cuestión, véase el artículo «La gestión de la liquidez del BCE», publicado en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2002.

una insuficiencia de pujas en períodos de expectativas de recorte de los tipos de interés, e (ii) impedirán las sobrepujas, incluso en las subastas a tipo de interés fijo, en períodos en los que se espere un aumento de los tipos de interés. Las medidas también impedirán que los tipos de mercado a corto plazo y los tipos aplicados en las subastas en las OPF se eleven sustancialmente por encima del tipo mínimo de puja de las subastas a tipo variable, lo que podría ser una fuente de interferencias para señalar la orientación de la política económica.

### Puesta en práctica

Desde el punto de vista práctico, la introducción de los cambios del marco de ejecución de la política monetaria influirá en otros aspectos de la actual estructura del marco operativo del Euro-sistema. Además de analizar estos aspectos, más adelante se trata el calendario para la introducción progresiva de los cambios y el nuevo calendario de las OFPML.

En lugar de comenzar y finalizar en días fijos, el período de mantenimiento de reservas empezará y terminará días distintos durante el año. El calendario de las subastas dependerá del calendario de reuniones del Consejo de Gobierno. Además, los períodos de mantenimiento ya no durarán un mes natural, sino que tendrán una duración variable. Así, tomando el año 2004 como ejemplo, la dura-

ción de los períodos de mantenimiento oscilará entre 28 y 46 días (véase cuadro 2). En este contexto cabe observar que las entidades de crédito ya experimentaron un período de mantenimiento especialmente prolongado en 1999, ya que el primer período de mantenimiento tras el inicio de la Unión Económica y Monetaria duró 54 días.

También es necesario mencionar otros dos efectos del nuevo calendario del período de mantenimiento de reservas. En primer lugar, el nuevo calendario garantizará que el período de mantenimiento de reservas siempre comienza un día de funcionamiento de TARGET, es decir, un día en que el sistema de pagos TARGET esté operativo, dado que las OPF siempre se liquidan esos días. De igual modo, los períodos de mantenimiento de reservas que finalicen en días no operativos de TARGET serán excepcionales, ya que tal circunstancia sólo se produciría si se liquidara una OPF justo después de un día no operativo de TARGET, y, por consiguiente, requeriría un calendario muy atípico. Por otra parte, los períodos de mantenimiento ya no empezarán en fin de semana, y rara vez finalizarán esos días, eliminando prácticamente la posibilidad de que, ocasionalmente, el comienzo y el final de los períodos de mantenimiento se produzcan en días en los que las entidades de crédito no puedan ajustar las reservas mantenidas o utilizar facilidades permanentes. En segundo lugar, la última OPF del período de mantenimiento se liquidará siempre seis días antes del

**Cuadro 2**  
**Calendario indicativo del período de mantenimiento para el año 2004**

Fecha de la reunión del Consejo de Gobierno	Comienzo del período de mantenimiento	Final del período de mantenimiento	Base de reservas para las entidades de crédito que informan mensualmente	Base de reservas para las entidades de crédito que informan trimestralmente	Duración del período de mantenimiento (días)
-	24 enero 2004	9 marzo 2004	diciembre 2003	septiembre 2003	46
4 marzo 2004	10 marzo 2004	6 abril 2004	enero 2004	diciembre 2003	28
1 abril 2004	7 abril 2004	11 mayo 2004	febrero 2004	diciembre 2003	35
6 mayo 2004	12 mayo 2004	8 junio 2004	marzo 2004	diciembre 2003	28
3 junio 2004	9 junio 2004	6 julio 2004	abril 2004	marzo 2004	28
1 julio 2004	7 julio 2004	10 agosto 2004	mayo 2004	marzo 2004	35
5 agosto 2004	11 agosto 2004	7 septiembre 2004	junio 2004	marzo 2004	28
2 septiembre 2004	8 septiembre 2004	11 octubre 2004	julio 2004	junio 2004	34
7 octubre 2004	12 octubre 2004	8 noviembre 2004	agosto 2004	junio 2004	28
4 noviembre 2004	9 noviembre 2004	7 diciembre 2004	septiembre 2004	junio 2004	29
2 diciembre 2004	8 diciembre 2004	19 enero 2005	octubre 2004	septiembre 2004	43

final de dicho período, una duración superior a la media actual, que es de aproximadamente media semana. En igualdad de condiciones, esta mayor duración significa, en promedio, un mayor riesgo de que se produzca una acumulación de errores de predicción por parte del BCE al final del período de mantenimiento de reservas. A este respecto debe destacarse que el Eurosistema ha emprendido un proceso continuo para mejorar la predictibilidad de los factores autónomos de liquidez. Naturalmente, en última instancia, el BCE siempre dispondrá de las operaciones de ajuste para hacer frente a casos extremos de desequilibrio en la situación de liquidez.

En aras de la claridad, y con el fin de ayudar a las entidades de crédito a preparar adecuadamente la gestión de sus reservas, el BCE publicará, anualmente, un calendario con los períodos de mantenimiento, junto con el calendario indicativo de subastas, tres meses antes del comienzo del año correspondiente.

Por lo que respecta al cálculo de la base de reservas, esto es, la suma de los pasivos que constituyen la base para calcular las exigencias de reservas de una entidad de crédito, cabe señalar que el intervalo entre la fecha en la que se calcula la base de reservas, es decir, el último día del mes, y el inicio del correspondiente período de mantenimiento de reservas continuará teniendo, como mínimo, la misma duración que en la actualidad. Para las entidades de crédito que envíen información mensual o trimestralmente, habrá un intervalo de uno y de dos meses completos, respectivamente, entre el mes en que se calcule la base de reservas y el mes en que comience el período de mantenimiento. Así por ejemplo, para las entidades de crédito que remitan información mensualmente, las exigencias de reservas para un período de mantenimiento que se inicie en abril se calcularían utilizando los datos de la base de reservas desde finales de febrero, y en el caso de las entidades de crédito que informen trimestralmente, las exigencias de reservas para los períodos de mantenimiento de junio, julio y agosto se calcularían utilizando los datos de la base de reservas desde finales de marzo (véase cuadro 2)<sup>6</sup>.

Como resultado de la eliminación implícita del solapamiento entre dos OPF, el importe medio

de adjudicación en las OPF se duplicará, más o menos, con el fin de adjudicar, en cada OPF que se realice en el futuro, el importe que actualmente se adjudica en dos operaciones. Aunque esto no supone una modificación del importe total de los activos de garantía que deben utilizar las entidades de crédito, el importe semanal de dichos activos será más elevado. Es posible que, para ocuparse de cuestiones operativas y de liquidación asociadas a un importe semanal superior, algunas entidades de crédito tengan que revisar sus estrategias de financiación y optimizar el uso de los activos de garantía. No obstante, en general, la eliminación del solapamiento entre las OPF facilitará la gestión de la liquidez a las entidades de crédito, ya que permitirá realizar dicha gestión en ciclos semanales cerrados.

Por último, la documentación legal y técnica complementaria se modificará para incluir los cambios acordados por el Consejo de Gobierno del BCE. Esta documentación comprende lo siguiente: Reglamento del Banco Central Europeo de 1 de diciembre de 1998, relativo a la aplicación de reservas mínimas (BCE/1998/15), en su versión modificada, el documento titulado «La política monetaria única en la zona del euro - Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de política monetaria del Eurosistema» (abril del 2002) y su ulterior transposición a la legislación nacional de los países de la zona.

Dado el tiempo necesario para modificar la documentación legal complementaria y transponerla a la legislación nacional, así como para llevar a cabo la necesaria adaptación de los sistemas de información que sustentan la ejecución de la política monetaria, está previsto que las dos medidas acordadas entren en vigor en marzo del 2004. Con el fin de introducir progresivamente la nueva definición del período de mantenimiento de reservas, el 24 de enero de 2004 se iniciará un período de mantenimiento ampliado, de carácter transitorio, que finalizará el 9 de marzo de ese mismo año. Las exigencias de reservas para ese período de mantenimiento transitorio se calcularán a partir de los datos de reservas a 31 de diciembre de 2003. La base de reservas a

<sup>6</sup> Para conocer más detalles sobre el cálculo de estas exigencias, véase «La política monetaria única en la zona del euro - Documentación General sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», BCE, abril del 2002.



30 de septiembre de 2003 se utilizará para las entidades de crédito que informen trimestralmente. El 9 de marzo de 2004 se adjudicará la primera OPF con vencimiento de una semana, y el 10 de marzo comenzará el primer período de mantenimiento de reservas, definido en plena concordancia con el marco modificado.

Por otra parte, se eliminará el vínculo entre el período de mantenimiento y los días de adjudica-

ción de la OFPML con el fin de minimizar las distorsiones en el calendario actual de las OFPML. Actualmente, las OFPML se adjudican el primer miércoles de cada período de mantenimiento de reservas. A partir del 26 de febrero de 2004, las OFPML se adjudicarán, en general, el último miércoles del mes, excepto en diciembre. El calendario de las OPF y de las OFPML se publicará, como hasta ahora, al menos tres meses antes del inicio del correspondiente año natural.

#### 4 Conclusiones

En general se reconoce que el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema ha funcionado bien desde el lanzamiento del euro, en 1999, proporcionando estabilidad al mercado monetario, con una volatilidad reducida de los tipos de interés a corto plazo y señalando con claridad la orientación de la política monetaria. Asimismo, el marco ha demostrado su solidez a la hora de afrontar distintos acontecimientos imprevistos, así como un alto grado de flexibilidad. Por lo general, sólo se han producido unos pocos casos de tensión. En particular, en períodos de fuertes expectativas de modificación inminente de los tipos de interés oficiales del BCE, la especulación en torno a los tipos de interés se ha traducido en importantes fluctuaciones de la demanda en las OPF, acompañadas de una elevada volatilidad, de carácter transitorio, del mercado monetario.

Como reacción a estas perturbaciones ocasionales, el Consejo de Gobierno de BCE acordó, en enero

del 2003, introducir dos modificaciones en el marco operativo del Eurosistema que entrarán en vigor a partir de marzo del 2004, teniendo en cuenta la información recibida en respuesta a una consulta pública sobre la cuestión. En primer lugar, se hará coincidir el comienzo de los períodos de mantenimiento de reservas con la introducción de variaciones en los tipos de interés oficiales del BCE. En segundo lugar, el plazo de las OPF se reducirá de dos semanas a una semana. El principal objetivo de estas medidas es limitar el impacto de las especulaciones sobre los tipos de interés en la situación del mercado monetario a muy corto plazo, y, con ello, contribuir a la estabilización del entorno en el que se presentan las pujas en las OPF. De este modo, las medidas deberían incrementar la eficiencia del marco operativo reduciendo sustancialmente los episodios de alta volatilidad de los tipos a corto plazo del mercado monetario y, así, favorecer el señalamiento de la orientación de la política monetaria que proporciona el tipo mínimo de puja de las OPF.

# Evolución reciente del sector bancario de la zona del euro

*En este artículo se presenta una panorámica del comportamiento de las entidades de crédito de la zona del euro en el año 2002 y comienzos del 2003. La información procedente de la cuenta de pérdidas y ganancias y del balance de las 50 entidades de crédito de mayor tamaño de la zona del euro muestra que su comportamiento se deterioró sensiblemente si se compara con el del año 2001, debido, principalmente, a la persistente debilidad de la situación macroeconómica y a la escasa actividad de los mercados financieros. Con todo, los niveles de solvencia han ofrecido, hasta el momento, una amplia protección frente a la evolución más débil de los ingresos y a los constantes problemas relacionados con la calidad de los activos. Además, las perspectivas del sector bancario, sustentadas en la vuelta a la rentabilidad a comienzos del 2003 de algunas de las entidades de crédito más débiles y en la posibilidad de una recuperación económica general a finales del mismo año, parecen más favorables.*

*En la sección 1 del presente artículo se analiza la situación financiera de las entidades de crédito de la zona del euro en el 2002 y principios del 2003, que se centra, fundamentalmente, en los ingresos y en la rentabilidad. Las principales fuerzas determinantes de esta evolución, en particular los cambios registrados en los ingresos y la calidad de los activos, se abordan en la sección 2. En la sección 3 se evalúa, a partir de indicadores de mercado, la situación financiera del sector bancario hasta el primer trimestre del 2003. La última sección se ocupa de las perspectivas para el resto del 2003 y comienzos del 2004.*

## I Situación financiera de las entidades de crédito de la zona del euro

En el año 2002, la rentabilidad y los ingresos medios de las entidades de crédito de la zona del euro se deterioraron de nuevo con respecto a los ya endeble resultados observados en el 2001, como consecuencia, principalmente, de una debilidad adicional de la macroeconomía y de las continuas turbulencias en los mercados financieros. Esto se vio reflejado también en la desaceleración general de la actividad bancaria, perceptible en la disminución de los activos totales agregados consolidados de las 50 entidades de crédito de mayor tamaño de la zona del euro observada en el 2002, por primera vez en muchos años. La rentabilidad de los recursos propios en estas 50 entidades se redujo, por segundo año consecutivo, hasta el 6%, es decir, menos de la mitad de su valor en el 2000 (véase cuadro 1). Sin embargo, al mismo tiempo, estas entidades de crédito mantuvieron una elevada ratio de dividendos sobre resultados después de impuestos (*pay out*), lo que podría indicar que las entidades de crédito esperan que la rentabilidad se recupere en el futuro próximo, en línea con las expectativas de una gradual reactivación económica y una estabilización de los mercados financieros. Además, se observó una evolución positiva en los resultados de las entidades de crédito para el primer trimestre del 2003.

El análisis de los resultados de las distintas entidades de crédito muestra que las que tienen el decil más bajo se encuentran muy próximas a un beneficio cero (véase cuadro 1), lo que puede atribuirse a un incremento mayor del esperado del importe destinado a saneamientos de créditos y a importantes diferencias en cuanto a la eficiencia operativa. Esta última, medida por la ratio de eficiencia, osciló entre el 40% y el 85% para el decil más bajo y el más alto. La caída registrada en la eficiencia operativa de muchas de las entidades de crédito se debió, principalmente, a la reducción de los ingresos. Si bien los ingresos por operaciones minoristas mantuvieron su solidez y se convirtieron en el soporte de la rentabilidad en el 2002, los ingresos por comisiones relacionados con las actividades de banca de inversión y con la gestión de activos disminuyeron considerablemente al persistir la crisis en la actividad de los mercados de capitales y desacelerarse la inversión de los clientes minoristas. Esta evolución provocó un descenso significativo de la participación de los otros productos financieros en el margen ordinario (véase cuadro 1).

A consecuencia de las presiones sobre los ingresos y los costes, muchas entidades de crédito han acometido o anunciado sustanciales programas

**Cuadro I****Indicadores de la calidad de los activos, rentabilidad, solvencia y liquidez de las 50 entidades de crédito de mayor tamaño de la zona del euro***(en porcentaje)*

	Media ponderada			Decil más bajo y más alto		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Crecimiento de los activos totales	16,2	9,2	-2,5	[3,6:37,1]	[-1,4:30,8]	[-12,0:14,0]
<b>Calidad de los activos</b>						
Saneamiento de créditos/margen ordinario	6,7	9,4	12,3	[1,4:22,1]	[3,1:22,4]	[4,9:35,7]
Saneamiento de créditos/préstamos totales	0,4	0,5	0,7	[0,1:0,8]	[0,2:1,0]	[0,2:1,3]
Créditos morosos/préstamos totales	3,1	2,6	3,1	[0,8:7,6]	[0,8:6,4]	[0,8:6,4]
<b>Rentabilidad</b>						
Otros productos ordinarios (neto)/margen ordinario	55,8	51,4	49,2	[19,3:73,0]	[17,1:66,0]	[16,3:65,0]
Gastos de explotación/margen ordinario <sup>1)</sup>	67,7	71,0	72,0	[40,3:78,1]	[42,6:82,2]	[40,4:84,6]
Rentabilidad de los recursos propios (después de impuestos)	14,0	8,7	6,0	[6,4:23,0]	[2,6:18,6]	[0,0:15,2]
Rentabilidad de los activos (después de impuestos)	0,7	0,4	0,3	[0,1:1,5]	[0,1:1,1]	[0,0:0,9]
Ratio de dividendos sobre resultados después de impuestos	23,2	32,8	33,2	[5,9:51,4]	[8,7:81,6]	[0,0:88,8]
<b>Solvencia <sup>2)</sup></b>						
Ratio de recursos propios totales	11,0	11,2	11,4	[8,5:13,2]	[8,9:13,7]	[9,2:15,0]
Ratio de recursos propios básicos (tier 1)	7,7	7,7	8,1	[5,3:10,4]	[5,5:10,8]	[5,6:10,8]
<b>Liquidez</b>						
Depósitos de clientes y pasivos a corto plazo/pasivos totales	65,4	64,2	64,5	[44,6:84,0]	[45,7:84,0]	[44,6:77,0]
Activos líquidos/activos totales	17,9	17,4	18,0	[7,4:34,9]	[8,7:31,3]	[5,1:29,1]
Préstamos/depositos de clientes y pasivos a corto plazo	77,0	89,3	90,0	[46,2:122]	[46,0:152]	[41,0:138]

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos consolidados de Fitch IBCA Bankscope (mayo 2003) sobre las 50 entidades de crédito de mayor tamaño (que representan más del 40% de los activos totales de las entidades de la zona del euro). Los deciles más bajos y más altos se refieren al 10% de la cola de la distribución de cada indicador.

1) Los gastos de explotación incluyen los gastos de personal y otros gastos de administración y operativos.

2) Los coeficientes de solvencia se calculan como medias sin ponderar. Las cifras no son comparables con las que figuran en el Boletín Mensual de agosto del 2002, debido a diferencias en la selección de la muestra y en las ponderaciones.

de reestructuración, que suponen una reducción del número de empleados y de sucursales. Este proceso se inició en el 2001, siendo más patente en aquellos sistemas bancarios en los que se considera más necesario efectuar una reestructuración sustancial. El proceso de reestructuración se extenderá, probablemente, a lo largo del 2003, aunque algunos datos provisionales revelan que su impacto ha empezado a dejarse sentir. Si se compara con las cifras de finales del 2002, la rentabilidad media de los recursos propios después de impuestos (ROE) en el primer trimestre de este año, para una muestra de 30 importantes entidades de crédito de la zona del euro, se ha recuperado del 9,1% al 11,5%, y la ratio media de eficiencia ha pasado del 63,3% al 59,8%.

La rentabilidad total se vio también afectada en el 2002 por el nuevo deterioro de la calidad de los activos de las entidades de crédito, tras un aumento del número de quiebras en el sector empresarial. Los saneamientos de créditos de las 50 entidades de crédito de mayor tamaño se incrementaron hasta el 0,7% de los préstamos

totales y el 12,3% del margen ordinario en el 2002 (en torno a un 40% con respecto al año anterior). En el caso de las entidades con el decil más alto, los saneamientos de créditos, como porcentaje de los préstamos totales, aumentaron del 0,98% en el 2001 al 1,32% en el 2002, mientras que el saldo de créditos dudosos se mantuvo en el 6,4% de los préstamos totales. El motivo principal de este aumento de los saneamientos fue el deterioro de la calidad de los activos. Los créditos dudosos se elevaron hasta alcanzar una media del 3,1% de los préstamos totales en el 2002, lo que, sin embargo, no resulta alarmante si se compara con anteriores fases bajistas del ciclo económico. Los saneamientos de créditos registraron un apreciable ascenso en el cuarto trimestre del 2002, como consecuencia de algunas de las acostumbradas variaciones trimestrales, pero también del habitual efecto retardado del debilitamiento del ciclo económico sobre las dotaciones efectuadas por las entidades de crédito. Los saneamientos se redujeron en la mayor parte del grupo de 30 entidades que informaron de sus resultados en el primer trimestre del

2003, disminuyendo, asimismo, las variaciones entre ellos. Las pérdidas por insolvencia pasaron del 0,59% al 0,45%, en porcentaje de los préstamos totales.

Pese a la menor rentabilidad, los coeficientes de solvencia de las 50 entidades de crédito de mayor tamaño de la zona del euro fueron bastante estables, e incluso aumentaron ligeramente, en el 2002, tanto en media como en el decil más bajo. Las ratios medias de recursos propios totales se mantuvieron sensiblemente por encima del mínimo regulatorio (es decir, el 8%). Del mismo modo, las ratios de recursos propios básicos (*Tier 1*) siguieron siendo sólidas. Por lo tanto, parece que las entidades de crédito de la zona del euro aún tienen suficiente capital para absorber posibles nuevas pérdidas, y que muchas de ellas han continuado gestionando activamente sus recursos propios, con el fin de mantener siempre un colchón que supere los requerimientos regulatorios, con independencia de las variaciones en las condiciones económicas. Esta opinión se ve corroborada por los anuncios efectuados por las distintas entidades de crédito acerca de las estrategias de reducción de activos y de gestión de los recursos propios encaminadas a mantener los coeficientes de solvencia. En el caso de algunas entidades, estas estrategias se concretaron en importantes ventas de activos

«no básicos», que incluían las participaciones minoritarias en otras instituciones financieras. Estas ventas dieron un impulso considerable a la rentabilidad de las entidades de crédito. Sin los ingresos procedentes de estas operaciones, la rentabilidad media de los recursos propios de las 50 principales entidades de crédito se hubiera aproximado al 5% (en lugar de al 6%) en el 2002. Estas ventas se tradujeron también en una reducción de los activos ponderados por el riesgo, lo que respaldó el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, pero posiblemente a expensas de la disminución de las reservas ocultas.

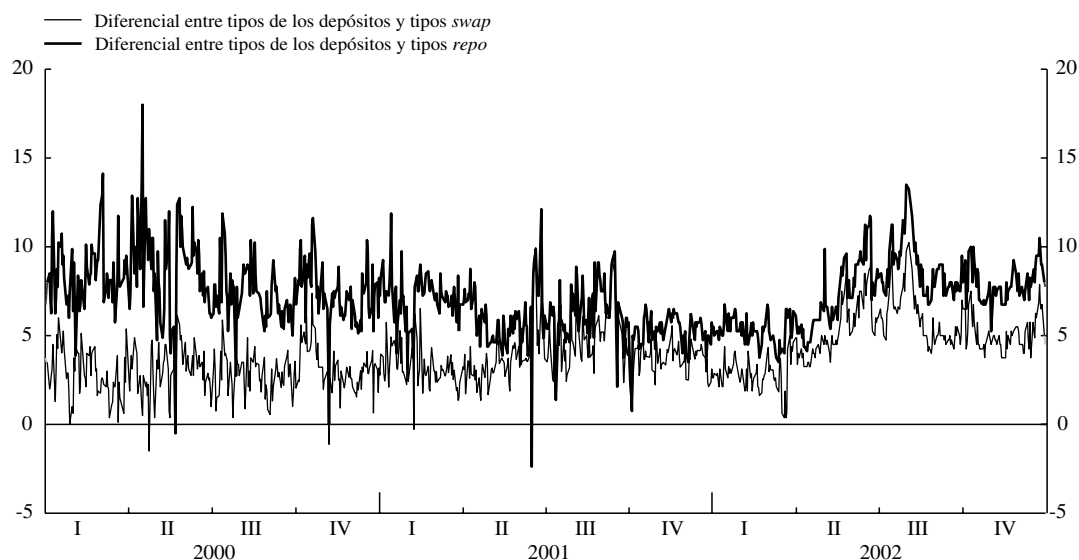
Las posiciones de liquidez del balance de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin cambios en el 2002. La participación de los depósitos y de los pasivos a corto plazo se situó en torno al 65% de los pasivos totales. Al mismo tiempo, los activos líquidos permanecieron en torno al 18% de los activos totales, pero disminuyeron desde el 8,7% hasta el 5% en el decil más bajo.

La disponibilidad y el coste de la liquidez en el mercado monetario pueden ser decisivos para la gestión regular de la liquidez de las entidades de crédito. A este respecto, las condiciones crediticias se mantuvieron estables, en términos genera-

## Gráfico I

### Diferenciales de los mercados monetarios interbancarios

(diferencial medio en puntos básicos calculado a partir de cotizaciones en el segmento a dos semanas, un mes y un año)



Fuente: BCE.

les, desde el descenso observado en el 2002, lo que puede apreciarse a partir de los diferenciales entre los tipos de interés de los depósitos interbancarios sin garantías y los tipos *repo* y *swap* del EONIA con garantías (véase gráfico 1). Ambos diferenciales reflejan la valoración del riesgo de crédito de las entidades en el mercado monetario

interbancario. A comienzos del 2003, el diferencial medio frente a los tipos *swaps* se situó en torno a 5 puntos básicos, mientras que el diferencial medio entre los tipos de los depósitos y los tipos *repo* fue cercano a los 8 puntos básicos. Ambas cifras se redujeron con respecto a los niveles observados a finales del 2002, aunque siguieron siendo ligeramente altas.

## 2 Principales factores que afectan al comportamiento de las entidades de crédito

La situación financiera de las entidades de crédito refleja una serie de factores que se concretaron en el periodo considerado y que afectaron sensiblemente a la composición de los ingresos y a la calidad de los activos de las entidades de crédito. Además, cabe mencionar, asimismo, algunos otros factores relacionados con la evolución en los mercados de renta variable.

### 2.1 Composición y evolución de los ingresos

El margen de intermediación de las entidades de crédito se vio afectado por la turbulencia de los mercados de crédito provocada por la situación macroeconómica y el conflicto armado en Iraq. Durante el año 2002, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras no logró apartarse de la tendencia a la baja observada en

los tres últimos años, y siguió disminuyendo hasta diciembre del 2002, colocándose ligeramente por encima del 3% (véase gráfico 2a), y más recientemente inició su recuperación, hasta situarse cerca del 4%. En cambio, los préstamos a hogares crecieron a una tasa próxima al 6% a lo largo del 2002, estimulados fundamentalmente por los préstamos hipotecarios, si bien su nivel fue muy inferior al máximo registrado en 1999, cercano al 12%. Gran parte de este incremento se vio favorecido por los préstamos para adquisición de vivienda, que, sin embargo, comenzaron a crecer a tasas ligeramente inferiores en el primer trimestre del 2003. Por lo tanto, el margen de intermediación de las entidades de crédito depende cada vez más del préstamo a los hogares.

Los datos del BCE relativos a los tipos de interés aplicados a la clientela sugieren que se siguieron ampliando los márgenes obtenidos por las enti-

### Cuadro 2

#### Cuenta de resultados de las 50 entidades de crédito de mayor tamaño de la zona del euro

(en porcentaje de los activos totales)

	Media ponderada			Decil más bajo y más alto		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Margen ordinario	2,74	2,58	2,58	[1,11:4,36]	[0,88:4,42]	[0,87:4,39]
Margen de intermediación	1,21	1,25	1,31	[0,63:2,43]	[0,59:2,68]	[0,52:2,80]
Otros productos ordinarios (neto)	1,53	1,32	1,27	[0,17:2,06]	[0,15:1,83]	[0,14:1,80]
De los que: comisiones (neto)	0,60	0,56	0,56	[0,00:1,27]	[0,00:1,30]	[0,00:1,34]
corretajes	0,21	0,17	0,17	[0,00:0,34]	[0,00:1,40]	[0,00:0,38]
resultados por operaciones financieras	0,52	0,41	0,32	[0,00:0,80]	[-0,01:0,76]	[-0,04:0,67]
Gastos de explotación	1,88	1,78	1,78	[0,59:2,52]	[0,56:2,55]	[0,62:2,65]
Saneamiento de créditos	0,18	0,24	0,32	[0,05:0,43]	[0,07:0,51]	[0,09:0,63]
Margen de explotación después de provisiones	0,69	0,49	0,42	[0,17:1,46]	[0,10:1,39]	[-0,05:1,28]
Otros resultados netos	0,09	0,06	0,08	[-0,10:0,23]	[-0,04:0,32]	[-0,04:0,34]
Resultados extraordinarios (neto)	0,07	0,03	-0,02	[-0,08:0,31]	[-0,10:0,14]	[-0,13:0,06]
Resultados antes de impuestos	0,86	0,59	0,48	[0,22:1,65]	[0,18:1,37]	[0,04:1,16]

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos consolidados de Fitch Ibcabankscope (mayo 2003) sobre las 50 entidades de crédito de mayor tamaño. Los deciles más bajos y más altos se refieren al 10% de la cola de la distribución de cada indicador.

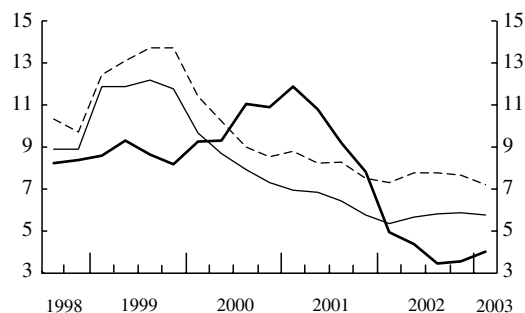
## Gráfico 2

### Situación del mercado de crédito en la zona del euro

#### a) Crecimiento de los préstamos en la zona del euro

(tasa de variación interanual)

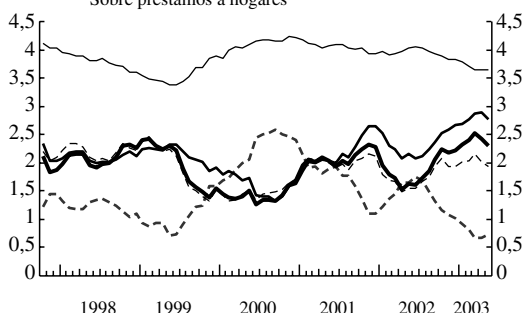
- Préstamos a sociedades no financieras
- Préstamos a hogares e instituciones sin fines de lucro
- - - Préstamos para adquisición de vivienda



#### b) Margen sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela

(en puntos porcentuales)

- Total
- Sobre préstamos totales
- Sobre préstamos a sociedades no financieras
- - - Sobre depósitos de clientes
- - - Sobre préstamos a hogares

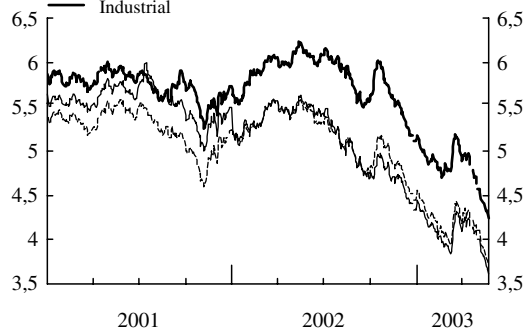


Nota: Para más información sobre las definiciones, véase el informe titulado «EU banking sector stability», BCE, febrero 2003.

#### c) Rentabilidad de los índices de valores de renta fija denominados en euros

(calificaciones y vencimientos en puntos porcentuales)

- Sector público
- - - Financiero
- Industrial

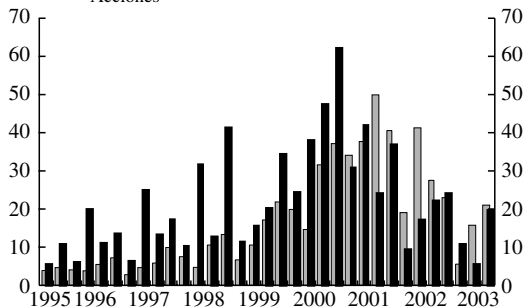


Fuentes: BCE Dealogic y JP Morgan.

#### d) Emisión de valores de renta fija y renta variable en la Unión Europea

(en mm de euros)

- Bonos
- Acciones



dades de crédito de la zona del euro de sus préstamos a hogares y sociedades no financieras en el 2002 (véase gráfico 2b), debido claramente a la baja demanda de préstamos. La ampliación de los márgenes ha evolucionado en los dos últimos años, siendo especialmente evidente en los préstamos a las sociedades no financieras. Sin embargo, el aumento de los márgenes obtenidos de los préstamos a empresas, y también a hogares, no ha sustentado un mayor margen de intermediación total. Este último ha disminuido por los menores márgenes de los depósitos, pues las entidades de crédito no han podido, o no han querido, ofrecer tipos de interés más bajos a los depositantes. Las cifras para el primer trimestre del 2003 indican una estabilización de los márgenes resultantes de

los préstamos a empresas y a hogares, y una cierta inversión en el margen de los depósitos, lo que da lugar a una estabilización del margen total.

Los resultados de la segunda encuesta del BCE sobre préstamos bancarios, efectuada en abril del 2003, reflejan también los importantes cambios acaecidos en el comportamiento crediticio de las entidades de crédito, pues se pudo observar un endurecimiento neto de los criterios aplicados para conceder préstamos en los primeros meses del 2003. La encuesta determinó que la situación económica general y las perspectivas específicas de una industria o empresa eran los principales motivos del endurecimiento de las condiciones para la concesión de préstamos, prin-

principalmente las relativas a los márgenes más amplios de tipos de interés, los compromisos asociados a los contratos de préstamos, la exigencia de garantías y el volumen de las líneas de crédito. Con respecto a los préstamos a hogares, los factores principales en los que se basa el endurecimiento más ligero de los criterios para la concesión de préstamos fueron la situación económica general, así como las expectativas de deterioro de las condiciones del mercado de la vivienda y el descenso de la solvencia de los consumidores. En este caso también, los préstamos con mayores riesgos se vieron sujetos a márgenes más amplios.

De la encuesta se desprende que, debido a las menores necesidades de financiación para la inversión en capital fijo, las fusiones y adquisiciones y las reestructuraciones, la demanda de préstamos por parte de empresas, sobre todo de las grandes empresas, ha descendido. El empeoramiento de las expectativas también se hizo, en parte, patente, en lo que se refiere a los préstamos a hogares no relacionados con la adquisición de vivienda. La persistencia de la debilidad en el crecimiento de los préstamos limitaría, ciertamente, las posibilidades de las entidades de crédito de generar este año un mayor margen de intermediación, a menos que la mejora de la situación económica cambiara el signo de esta tendencia.

El reducido crecimiento económico de la zona del euro también se vio reflejado en la composición geográfica de la cartera de las entidades de crédito. Los préstamos internacionales concedidos fuera de la zona del euro crecieron más rápidamente que los préstamos internos (tasas de crecimiento por encima del 15%, frente a tasas por debajo del 4%), continuando la tendencia al alza observada en los dos últimos años. La creciente importancia de los activos exteriores en el balance de las entidades de crédito también refleja una tendencia a largo plazo hacia la internacionalización, debido a la madurez de los mercados financieros de la zona del euro y al deseo de las entidades de crédito de explotar la experiencia y los beneficios de la diversificación de las carteras en el exterior.

Los valores de renta fija en poder de las entidades de crédito de la zona del euro experimentaron un crecimiento más acusado que el de los préstamos, elevándose en torno a un 6% en la segunda mitad

del 2002 y el primer trimestre del 2003 (tras el máximo del 11% registrado en enero del 2002). Sin embargo, los menores rendimientos en los mercados de deuda pública y de valores de renta fija privada (véase gráfico 2c) redujeron el volumen de ingresos que se podía obtener de estos valores. Asimismo, en el caso de los valores de renta fija, los activos exteriores en poder de las entidades de crédito de la zona del euro han crecido con mayor rapidez que los activos de la zona, que se han mantenido prácticamente sin cambios desde el año 2000.

El descenso de las actividades de banca de inversión y de gestión de activos, que se inició a mediados del 2000, tendió a reducir los ingresos por comisiones. En el año 2002, los otros productos ordinarios consolidados representaron un 49% del margen ordinario de las 50 entidades de crédito de mayor tamaño de la zona del euro, frente al 56% en el año 2000 (véase cuadro 1). En relación con los activos totales, los otros productos ordinarios pasaron del 1,53% al 1,27% durante el mismo período (véase cuadro 2). En cuanto a las cinco entidades de mayor tamaño activas en el ámbito de los valores, la participación de los otros productos ordinarios supuso el 65% del margen ordinario en el 2002, frente al 73% en el 2000, o el 1,8% de los activos totales, frente al 2,06%. En cuanto a los cinco bancos más orientados al negocio minorista, los otros productos ordinarios representaron algo más del 15% del margen ordinario en el 2002, es decir, el 0,14% de los activos totales. Estos cambios y el impacto negativo sobre la rentabilidad han sido menores y, por consiguiente, estas entidades han podido mantener su rentabilidad relativamente estable.

El mayor atractivo que tienen los valores de renta fija para los inversores ha provocado la reactivación de los mercados primarios de renta fija privada en el primer trimestre del 2003, que, en el último trimestre del 2002, se hallaban muy deprimidos (véase gráfico 2d). Del mismo modo, la evolución más favorable del mercado de renta variable desde comienzos del 2003 ha sustentado el aumento de las emisiones en estos mercados. Si bien los niveles de emisión son aún moderados si se comparan con los máximos alcanzados, estos cambios han interrumpido la tendencia a la baja existente desde mediados del 2000, que había

contribuido a reducir los ingresos procedentes de las actividades de banca de inversión.

La retirada de fondos de los mercados de renta variable disminuyó el papel de este segmento como el principal destino de las inversiones financieras del sector no financiero de la zona del euro. En el 2000, el valor de las acciones, mantenidas directa o indirectamente, excedió el valor de los depósitos en las entidades de crédito de la zona del euro. No obstante, en el 2001 los depósitos resurgieron como la forma dominante de ahorro, representando el 44% de la adquisición neta de activos financieros de los hogares. Los valores de renta fija continuaron aumentando su participación, superando el 12% de la adquisición neta de activos financieros en el 2001. Esta evolución redujo los ingresos de las entidades de crédito procedentes de los servicios de gestión de activos, al tiempo que incrementó el margen de intermediación a través de los márgenes de los depósitos.

## 2.2 Evolución de la calidad de los activos

El incremento de los créditos dudosos en las entidades de crédito de la zona del euro durante el 2002 es atribuible, principalmente, al deterioro de la situación financiera del sector empresarial y al mayor número de quiebras. Sin embargo, es posible que se produzca una mejora de las perspectivas gracias a la estabilización del endeudamiento de este sector observado desde finales del 2001 (véase gráfico 3a). La deuda en relación con el PIB del sector empresarial de la zona del euro se ha estabilizado en torno al 62%, debido, en gran medida, a los planes de reducción del endeudamiento y al menor ritmo con el que los bancos se endeudan y emiten instrumentos de renta fija. Si bien aún no hay indicios claros de que se haya registrado una importante reducción del apalancamiento en el sector empresarial de la zona del euro, la disminución del nivel de los tipos de interés ha hecho descender notablemente la carga de la deuda en las empresas de la zona.

Según la frecuencia esperada de impago (EDF) para el próximo año, proporcionada por KMV de Moody's, el perfil de riesgo de las empresas de la zona del euro se ha deteriorado desde finales del 2000. Este deterioro se corresponde con los mayores problemas relacionados con la calidad de los activos a los que tienen que hacer frente las entidades de crédito. Si bien el perfil de riesgo ha seguido empeorando en todos los sectores en la segunda mitad del 2002 y primer trimestre del 2003 (véase gráfico 3b), algunos sectores afrontaron un sustancial incremento del valor de la mediana de la EDF (véase gráfico 3c), en particular el sector de bienes de equipo y, sobre todo, el tecnológico, que se ha mantenido como el sector con un riesgo más elevado si se tiene en cuenta esta medida. No obstante, las cifras más recientes muestran una mejora. El sector de medios de comunicación y telecomunicaciones experimentó una evolución positiva en mayo del 2003, pero el valor de la mediana de la EDF continuó situándose en un nivel apreciablemente por encima de la media de la zona del euro.

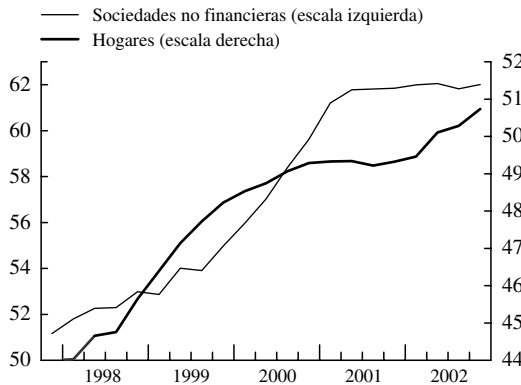
El deterioro de la calidad crediticia del sector empresarial también se hizo patente en las relativamente elevadas tasas de impago de los valores de renta fija privada a finales del 2002 y comienzos del 2003. De acuerdo con Standard & Poor's, la tasa media de doce meses de impago de los valores con grado especulativo de la UE siguió siendo muy alta en el primer trimestre del 2003, el 12,3%, tras haber alcanzado el 13,5% en diciembre del 2002. Más recientemente, esta tasa de impago disminuyó sustancialmente, hasta situarse en el 8,1% en mayo del 2003. Asimismo, las calificaciones de las empresas tendieron a empeorar, pues, en el primer trimestre del 2003, Standard & Poor's rebajó la calificación de valores de renta fija privada europea (41 empresas) por un importe total superior a 80,5 mm de euros, mientras que sólo mejoró la calificación a valores por un importe inferior a 1,3 mm de euros (2 empresas). A finales del 2002 y principios del 2003, fueron las empresas de seguros europeas las que se vieron más perjudicadas. Con todo, los elevados beneficios empresariales registrados en ciertos sectores en



### Gráfico 3

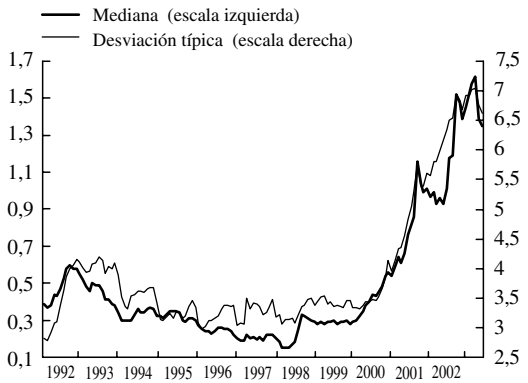
#### Indicadores de riesgo de crédito de la zona del euro

##### a) Deuda en porcentaje del PIB



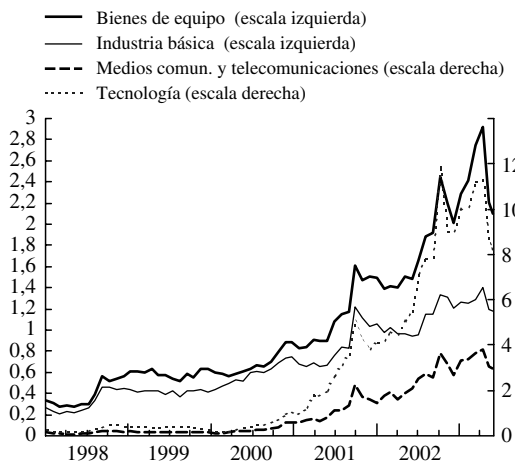
##### b) Frecuencia esperada de impago de las empresas de la zona del euro<sup>1)</sup>

(en puntos porcentuales)



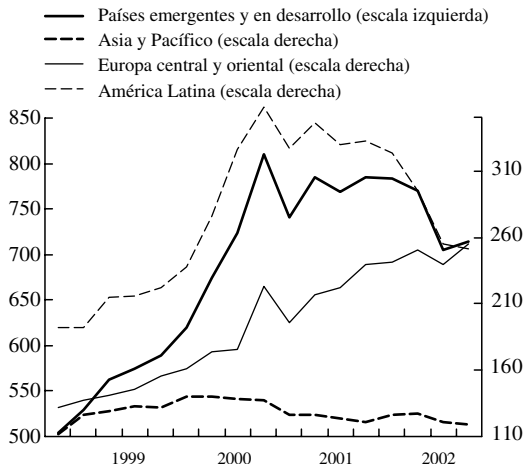
##### c) Frecuencia esperada de impago de determinados sectores de la zona del euro<sup>1)</sup>

(en puntos porcentuales)



##### d) Exposición de las entidades de crédito de la zona del euro

(en mm de euros, incluye préstamos nacionales en monedas nacionales)



Fuentes: BCE, KMV de Moody's, JP Morgan y BPI.

1) La frecuencia esperada de impago representa la probabilidad de impago en un año, estimada a partir de los datos del mercado de valores.

el primer trimestre del 2003 podrían, posiblemente, marcar un punto de inflexión en la calidad crediticia, como también sugiere el considerable estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada.

El hecho de que las pérdidas por insolvencias de las entidades de crédito de la zona del euro hayan sido relativamente reducidas podría ser consecuencia de las mejoras introducidas por estas entidades en la gestión de riesgos, en previsión, hasta cierto punto, de los nuevos requerimientos de capital de Basilea sensibles al riesgo, pero también por la generalización de la utilización de instrumentos para transferir el riesgo de crédito. Las entidades de crédito cuentan, por lo

general, con carteras bien diversificadas, y la exposición a sectores concretos con riesgos más elevados es relativamente limitada. En análisis efectuados recientemente se aprecia que, en promedio, no más del 15% de los recursos propios de las entidades de crédito europeas están invertidos en sectores como el tecnológico, el del transporte (incluidas las líneas aéreas) y el de seguros<sup>1)</sup>. El deterioro de la calidad de los préstamos a empresas, debido a las mayores tasas de insolvencia en el 2002 y a principios del 2003, también parece haber provocado un desplazamiento de los nuevos préstamos a sectores con menores riesgos.

1 Véase el informe titulado «EU banking sector stability», BCE, febrero 2003.

El endeudamiento de los hogares, tras haber mostrado cierta estabilidad, en torno al 50% del PIB, hasta el año 2001, experimentó un ligero incremento en el 2002 (véase gráfico 3a). Las tasas de crecimiento más elevadas de los préstamos a hogares, especialmente para adquisición de viviendas, y el nivel relativamente elevado de los préstamos inmobiliarios y para financiar la construcción, podrían indicar cierto desplazamiento de la exposición al riesgo de las entidades hacia esas áreas. El reducido nivel de los tipos de interés ha contribuido a mantener estables los costes del pago de las hipotecas en relación con la renta disponible.

La exposición de las entidades de crédito de la zona del euro a las economías emergentes ha tendido a caer desde mediados del 2002, lo que se debe, en gran medida, a la mayor estabilidad de los países de América Latina, tras la resolución de la incertidumbre política en Argentina y Brasil, así como a la favorable evolución de las negociaciones de Argentina con el FMI. Pese a las perspectivas más prometedoras de esta región, se ha producido un desplazamiento de los préstamos desde América Latina y Asia hacia los países de la Europa central y oriental, como consecuencia, asimismo, del avance logrado en el proceso de adhesión (véase gráfico 3d).

### **2.3 Riesgos de mercado**

El porcentaje de valores de renta variable en poder de las entidades de crédito de la zona del euro es, en promedio, reducido, alrededor del

5% de sus activos totales. Este hecho ha mitigado el impacto de la caída ocurrida en los mercados de renta variable desde mediados del 2000 sobre su situación financiera, si bien los efectos macroeconómicos indirectos de dicha caída, a través de un aumento de los costes de capital y una disminución de la riqueza financiera, han sido significativos. Los riesgos indirectos se han materializado también a través de empresas de seguros filiales, con una importante exposición a los mercados de valores, así como mediante los malos resultados económicos generales. Algunas entidades de crédito de la zona del euro con un gran número de filiales aseguradoras tuvieron que sanear parcialmente el valor de sus participaciones en empresas de seguros en el 2002, y otras se vieron obligadas a inyectar más capital en el negocio asegurador. El efecto riqueza que la caída registrada en los mercados de renta variable tuvo sobre los hogares se ha visto de alguna manera contrarrestado por la favorable evolución de los precios del mercado inmobiliario en muchos de los países afectados.

Las exposiciones directas a los riesgos de mercado de las entidades de crédito de la zona del euro pueden observarse, por ejemplo, en sus medidas de valor en riesgo, o en los requerimientos de capital relacionados con los riesgos de mercado, que son pocos. Del mismo modo, los riesgos de tipos de interés suelen estar bien cubiertos. No obstante, las entidades de crédito están expuestas, naturalmente, a los movimientos de los tipos de cambio y de los tipos de interés, como las variaciones en las cotizaciones, a través de la incidencia de estos cambios en la situación financiera de sus prestatarios y de sus filiales.

## **3 Indicadores de mercado de la situación de las entidades de crédito**

Los indicadores de mercado son una fuente de información complementaria sobre las perspectivas relativas a la fortaleza financiera, los riesgos y los beneficios de las entidades de crédito. En conjunto, las medidas de la fragilidad de estas entidades basadas en el mercado indican una buena capacidad de resistencia en el sector, tras el acusado deterioro del riesgo de crédito a finales del 2002 y comienzos del 2003.

Sencillas medidas de los mercados de renta variable sugieren que la situación de las entidades de crédito de la zona del euro se está estabilizando y, posible-

mente, incluso mejorando. Mientras que el índice de acciones de estas entidades disminuyó un 27% en el año 2002, los índices bursátiles de los sectores de mercados y de seguros se redujeron un 35% y un 52%, respectivamente. Además, en el descenso de la volatilidad de las acciones de las entidades de crédito, desde marzo del 2003, pueden apreciarse indicios más claros de recuperación que en el mercado en su conjunto (véase gráfico 4a).

La volatilidad de las acciones de las entidades de crédito de la zona del euro, medida por el exceso de dicha volatilidad en relación con la del merca-

do, fue elevada en el otoño del 2002, después de que algunas de las agencias de calificación crediticia más importantes revisaran la calificación de una serie de entidades de crédito de gran tamaño. A partir de entonces, la volatilidad ha vuelto a los niveles habituales en el mercado. La volatilidad del sector bancario ha sido mucho más baja que la del sector asegurador, lo que sugiere una mayor contención de los riesgos. El pésimo comportamiento de las acciones del sector asegurador es atribuible a las importantes pérdidas sufridas en las carteras de muchas de las principales empresas de seguros en el 2002 y a la debilidad de las perspectivas a corto plazo.

Una indicación más directa del riesgo de impago en el sector bancario puede obtenerse a partir de las distancias al impago (DD), que proporcionan una medida de los niveles de estrés financie-

ro sobre la base de las expectativas de apalancamiento, perfil de riesgo y beneficios de las entidades de crédito. El valor de la mediana de la DD de todas las entidades pone de manifiesto cierto deterioro en el 2002, aunque parece que se está estabilizando en el 2003 (véase gráfico 4b). La DD mínima también se ha estabilizado, y la variabilidad entre las distintas entidades, aunque aún elevada, se redujo tras el máximo alcanzado a finales del 2002. Además, para la mayoría de las entidades, las DD también muestran la capacidad de las entidades para hacer frente a nuevos deterioros, pues los aumentos observados parecen sugerir que existen bastantes barreras para protegerlas frente a cualquier riesgo de impago.

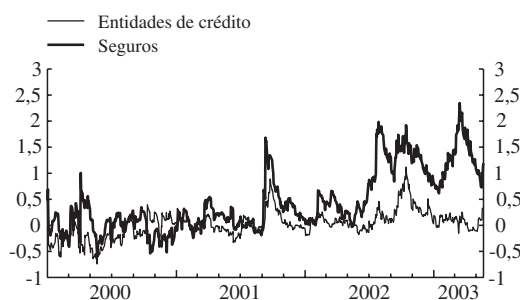
Los diferenciales de deuda subordinada también reflejan el riesgo de impago de las entidades de crédito en mayor medida que los diferenciales

#### Gráfico 4

#### Indicadores de mercado de la solvencia de las entidades de crédito de la zona del euro

##### a) Exceso de volatilidad de los componentes del EURO STOXX<sup>1)</sup>

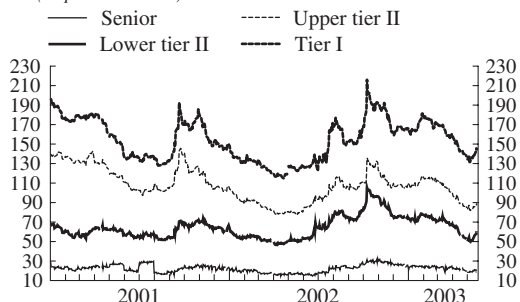
(en puntos básicos)



1) Diferencia entre la volatilidad de determinados sectores y la volatilidad media del mercado, en puntos básicos.

##### c) Diferencial swap de la deuda subordinada de las entidades de crédito

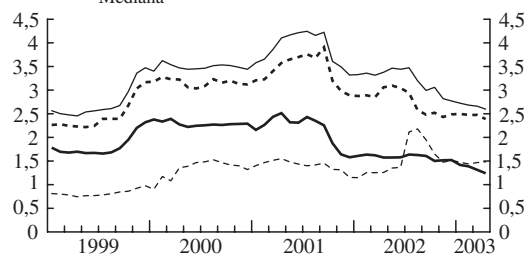
(en puntos básicos)



Fuentes: KMV Datastream de Moody's, JP Morgan y cálculos del BCE.

##### b) Distancia al impago de determinadas entidades de crédito de mayor tamaño de la UE

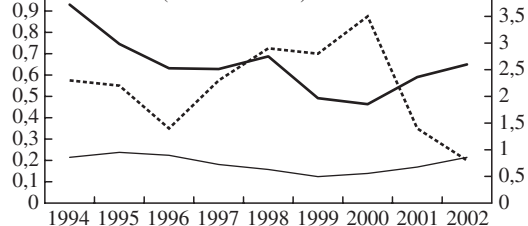
— Media  
- - - Desviación típica  
— Mínima  
- - - Mediana



Nota: Para más información sobre el cálculo de las distancias al impago, véase el informe titulado «EU banking sector stability», BCE, febrero 2003.

##### d) Saneamientos de créditos, frecuencia esperada de impago y crecimiento del PIB

— Saneamientos de créditos (% de préstamos)  
- - - Crecimiento del PIB de la zona del euro (escala derecha)  
— Mediana de «la EDF» de las empresas de la zona del euro (desfase de un año)



entre instrumentos de renta fija con mayor prelación (*senior*), ya que la deuda subordinada representa un derecho con menor prelación (*junior*) sobre los activos de las entidades. Los diferenciales *swap* de la deuda subordinada denominada en euros en poder de las entidades de crédito de la zona del euro se redujeron de manera bastante sustancial a finales del 2002 y comienzos del 2003, al tiempo que tendieron a

elevarse ligeramente en mayo del 2003 (véase gráfico 4c). Si bien lo anterior puede ser imputable, por una parte, a la resolución del conflicto armado en Iraq y al estrechamiento de los diferenciales en los mercados de renta fija privada, por otra, también se debe a la valoración más favorable efectuada por los mercados con respecto al riesgo de crédito de las entidades de crédito.

#### 4 Perspectivas

El análisis anterior sugiere que la difícil situación existente hacia finales del 2002 y muy al comienzo del 2003 afectó considerablemente a las entidades de crédito de la zona del euro. La pronta resolución de la guerra de Iraq, la bajada, en paralelo, de los precios del petróleo y el posterior repunte de los mercados de renta variable redujeron significativamente la incertidumbre económica en el segundo trimestre del 2003. Sin embargo, es importante estar atentos, pues las entidades de crédito se acaban de recuperar tras atravesar un período, de más de dos años, bastante difícil, y la actividad de los mercados financieros de la zona del euro depende, en gran medida, del comportamiento del sector real. En este sentido, la fortaleza financiera del sector empresarial europeo sigue siendo el mayor motivo de preocupación. En concreto, resulta importante reducir los ratios de apalancamiento en el sector empresarial, con el fin de mejorar la situación de las entidades de crédito. Además, es esencial reforzar el crecimiento económico para restablecer una situación saneada en las empresas de la zona del euro, con objeto de aliviar la presión existente sobre la calidad de los activos de las entidades de crédito.

La experiencia sugiere que un deterioro de la situación de los hogares y las empresas incide con retraso en el sector bancario. En concreto, esta incidencia es apreciable en el caso de los créditos dudosos y de los saneamientos de insolvencias, en las que un desfase del indicador del riesgo total del sector (mediana de las EDF de todos los sectores), de aproximadamente un año, muestra una correlación con los créditos dudosos y los saneamientos efectuados (véase gráfico 4d). Si bien, en el 2002, el aumento de las pérdidas por insolvencia por parte de las entidades de crédito

fue considerable, es posible aún que el efecto retardado pueda generar algunas nuevas presiones a corto plazo sobre las necesidades de las entidades de provisionar, independientemente de lo que indiquen las proyecciones económicas de referencia. Es posible que los sectores de bienes de consumo cíclico, tecnología, energía y servicios públicos sigan siendo frágiles, por lo que las entidades de crédito con exposiciones considerables a estos sectores podrían continuar registrando una situación adversa.

El escenario macroeconómico de referencia del BCE (una recuperación muy gradual en el segundo semestre del 2003 y en el 2004) implicaría, probablemente, el final de la situación adversa para el sector bancario en lo que resta del 2003. Esto también podría dar lugar al correspondiente incremento gradual de los ingresos de las entidades de crédito hacia finales de año. La recuperación esperada en el 2003 podría verse favorecida por una mayor actividad en los mercados financieros, que puede haber empezado a manifestarse en el segundo trimestre del 2003. En concreto, las empresas con necesidades de liquidez podrían beneficiarse de las condiciones más favorables en los mercados de renta fija y renta variable. La intensificación de la actividad en los mercados primarios afectaría, también, positivamente a los ingresos por corretajes de las entidades de crédito activas en estos mercados, y facilitaría la refinanciación de las posiciones de riesgo con el sector empresarial.

Los mercados inmobiliarios, residencial y comercial, podrían suponer riesgos para las entidades de crédito en algunos países de la zona

del euro. Sin embargo, un nivel de endeudamiento de los hogares de la zona del euro relativamente estable, y sustancialmente inferior que el de Estados Unidos, resulta en alguna medida, tranquilizador. En este sentido también son positivos los resultados procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios. Por otra parte, el menor nivel de préstamos podría reducir los ingresos obtenidos por las entidades de crédito de las operaciones minoristas. La reciente y positiva contribución de los hogares a la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro se basa, hasta cierto punto, en la capacidad de los hogares para adquirir o refinanciar sus inmuebles residenciales. Su deseo y capacidad de mantener los niveles de endeudamiento actuales dependerá, asimismo, de la capacidad de la economía para restablecer niveles de crecimiento razonables y sustentar niveles más altos de empleo.

La evolución del sector asegurador merece todavía un seguimiento atento. La información disponible sugiere que importantes agentes del sector de reaseguros y de seguros de vida, al aumentar su participación en el mercado de protección de créditos, también desempeñan un papel fundamental a la hora de absorber riesgos del sector bancario. El deterioro de estos sectores, que se inició en el 2001 y que continuó intensificándose en el 2002, debilitó su capacidad de obtener capital en condiciones favorables, limitando también con ello su capacidad de vender protección del crédito. Además, la aparente reestructuración de sus carteras y la correspondiente reducción de la exposición a los mercados de valores, tras las fuertes correcciones ocurridas en los mercados de renta variable, sólo agravaron la caída de los precios de la renta variable. Una parte del hueco dejado por estos sectores parece haber sido ocupado por los fondos de inversión y de pensiones, pero la fuerte rebaja de calificaciones de una serie de empresas de seguros en el primer trimestre del 2003 y las perspectivas de una nueva retirada del mercado de protección de créditos podrían incidir sobre el deseo y la capacidad de las entidades de crédito de asumir nuevos riesgos de crédito.

Por último, la preferencia de los inversores por los valores de renta fija podría haber hecho caer los rendimientos de los valores públicos y privados (véase gráfico 2c). Concretamente, los diferenciales de los valores de renta fija privada siguieron descendiendo de manera acusada, mientras que las tasas de impago de los bonos se mantuvieron en niveles elevados. Los altos precios en términos históricos y el marcado estrechamiento de los diferenciales fueron motivo de cierta preocupación acerca de que los inversores deshicieran rápidamente sus posiciones y de que los precios de mercado de estos valores se redujeran (es decir, que, consecuentemente los tipos de interés a largo plazo aumentaran). No obstante, estos riesgos deberían seguir siendo limitados, ya que las posiciones de riesgo de tipos de interés de las entidades de crédito suelen ser escasas y se encuentran, en gran parte, cubiertas. Con todo, como se ha mencionado anteriormente, podrían ser más importantes para las entidades de crédito las implicaciones indirectas de tales hechos a través de sus efectos en la evolución económica y de los mercados financieros. Lo mismo puede decirse de cualquier movimiento inesperado de los tipos de cambio.

En resumen, los mayores riesgos existentes en el entorno operativo de las entidades de crédito de la zona del euro en los dos últimos años, aproximadamente, han puesto a prueba su capacidad para hacerles frente en condiciones adversas y la resistencia de su función de intermediación. En conjunto, el sector se ha adaptado a este deterioro sin mayores problemas y ha gestionado muy bien cualquiera de las considerables exposiciones a contrapartes débiles. Y lo que es más importante, los niveles de solvencia se han mantenido muy por encima de los requerimientos regulatorios. Las perspectivas para el sector bancario han tendido, asimismo, a estabilizarse y, más recientemente, incluso a mejorar, pero el grado de esa mejora depende, en gran medida, del alcance y el momento de la esperada recuperación económica.

# Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes

El presente artículo analiza la evolución de la competitividad internacional de la zona del euro, en el contexto de la fuerte apreciación que experimentó el euro en el 2002 y en el primer semestre del 2003, y examina las ventajas y limitaciones de los tipos de cambio efectivo real (TCER) elaborados con distintos deflatores de precios y costes relativos, utilizados para medir la competitividad internacional de la zona. Asimismo, el artículo presenta dos nuevos índices de tipos de cambio efectivo real del euro, con los que se amplía el conjunto de estos indicadores frente a un grupo reducido de socios comerciales de la zona, con el fin de valorar la evolución de los deflatores del PIB y de los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). La utilización de distintos indicadores facilita la verificación cruzada de los resultados y sugiere que, en el segundo trimestre del 2003, la competitividad internacional de la zona del euro había vuelto, prácticamente, a los niveles observados cuando se implantó la moneda única, y se situaba en niveles próximos a su media histórica. Este resultado es robusto a cambios en los deflatores, el horizonte temporal y la cobertura de los socios comerciales considerados en el análisis.

## I Introducción

En sus cuatro años y medio de existencia, el euro ha experimentado pronunciadas fluctuaciones del tipo de cambio, que han influido considerablemente en la competitividad internacional de la zona del euro, medida con índices de precios y costes relativos. La fuerte apreciación de las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro —en especial el dólar, el yen y la libra esterlina— registrada en los años 1999 y 2000, supuso una notable mejora de su posición en términos de competitividad de precios y costes. El tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro se depreció un 17% frente a las monedas de los doce principales socios comerciales, el denominado grupo reducido de países, entre el primer trimestre del año 1999 y el cuarto trimestre del 2000 (véase gráfico 1). Tras alcanzar un mínimo histórico en

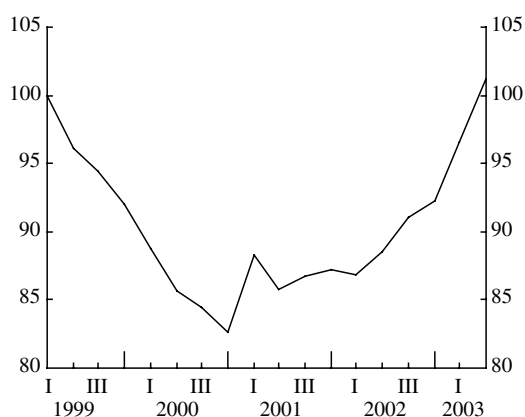
octubre del 2000, el euro empezó a recuperarse paulatinamente, aunque lo hizo de forma más intensa en el 2002 y en el primer semestre del 2003, dando lugar a una reversión de las anteriores ganancias de competitividad internacional en términos de precios y costes relativos. El efecto de esta apreciación sobre el comercio con países no pertenecientes a la zona del euro se examina con más detalle en el recuadro 4, que figura en la sección «Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos» del presente *Boletín Mensual*.

En este contexto, el presente artículo realiza un análisis detallado de la evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes, básicamente desde una perspectiva a medio y largo plazo. Además, dado que esta competitividad internacional depende del precio relativo de los bienes y no sólo del tipo de cambio nominal, el artículo examina la evolución relativa de los precios nacionales e internacionales, centrándose en el comportamiento tendencial del tipo de cambio efectivo real.

Las fluctuaciones del tipo de cambio efectivo real (TCER) de una moneda deben ser analizadas con cierta cautela, ya que su apreciación no supone necesariamente un deterioro de la competitividad internacional, en su definición más amplia. En primer lugar, el precio relativo no es más que uno de los parámetros que influyen en la decisión de comprar un determinado producto. Otra dimensión importante de la competitividad es la evolución de características

**Gráfico 1**  
**Tipo de cambio efectivo nominal del euro**

(datos trimestrales; índice: 1999 I = 100)



Fuente: BCE.

distintas de los precios de los productos, como pueden ser su calidad o la disponibilidad y la fiabilidad de los servicios complementarios. Sin embargo, el análisis presentado en el recuadro 1 sugiere que el tipo de cambio efectivo real sigue siendo un determinante significativo de la competitividad general. En segundo lugar, la relación causal entre el comportamiento económico de un país y su posición internacional en términos de precios y costes relativos puede ser bidireccional. Dicho de otro modo, las variaciones del tipo de cambio real pueden tanto ser reflejo de la evolución económica, como contribuir a cambios en su situación económica, cuestión que fue examinada en el artículo titulado «Los fundamentos económicos y el tipo de cambio del euro» publi-

cado en el *Boletín Mensual* de enero del 2002. En tercer lugar, la interpretación de los indicadores de competitividad internacional depende de las medidas de precios y costes utilizadas en su elaboración.

En la sección siguiente se analizan las ventajas y limitaciones de varios de los índices de precios y costes relativos usualmente utilizados para calcular los TCER y para calibrar la evolución de la competitividad internacional. A continuación, se estudia su evolución en la zona del euro. En conjunto, el análisis sugiere que, desde una perspectiva histórica, la posición competitiva de la zona del euro en los mercados internacionales se mantiene, en la actualidad, en torno a su media a largo plazo.

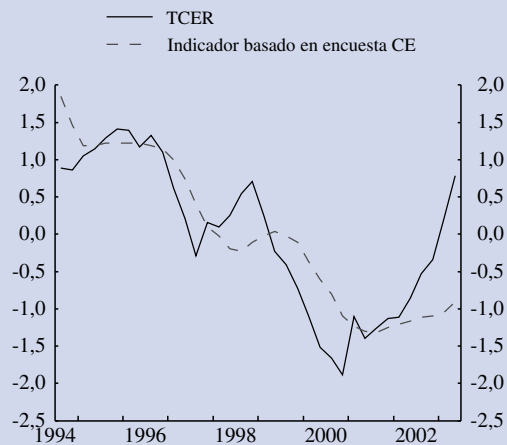
### Recuadro 1

#### ¿Pueden los indicadores de competitividad internacional elaborados con distintas medidas de precios y costes relativos proporcionar una información significativa sobre la competitividad general?

Los tipos de cambio efectivo real (TCER) del euro se utilizan, normalmente, para evaluar la posición competitiva de las empresas de la zona del euro en los mercados internacionales. Con frecuencia se advierte que debe procederse con cautela a la hora de considerar los tipos de cambio efectivo real como indicadores de competitividad internacional. En efecto, los tipos de cambio efectivo real, como precios relativos que son, sólo reflejan variaciones en la competitividad medida a través de precios y costes y no tienen en cuenta otras características de la competitividad, como pueden ser la calidad de los productos y la disponibilidad y la fiabilidad de los servicios complementarios. La posible importancia de este factor precios en la posición competitiva general de las empresas de la zona del euro puede deducirse de la información contenida en la base de datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea (CE). El análisis de la relación entre los TCER y los datos de la encuesta de la CE indica que no existen, de momento, señales claras de que haya disminuido la calidad del TCER del

#### Indicador de competitividad basado en la encuesta de la CE y TCER del euro elaborado con el IPC

(datos trimestrales; datos normalizados)



Fuentes: Comisión Europea y BCE.

Nota: Datos acumulados de la encuesta en la industria incluidos en la base de datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea.

euro como indicador de la competitividad general de las empresas de la zona del euro en los mercados internacionales.

La Comisión Europea realiza una amplia variedad de encuestas económicas cualitativas sobre la situación económica de la Unión Europea (UE). En particular, la encuesta de opinión de la CE, solicita a más de 20.000 unidades económicas de la zona del euro una evaluación de su posición competitiva fuera de la UE en el pasado reciente. Los encuestados tienen tres opciones para responder, según si su posición ha sido «mejor», «peor» o «igual». Los resultados se agregan, posteriormente, en saldos, es decir, el total de respuestas que señalan una mejora menos el total de las que indican un empeoramiento de la posición competitiva. Dado que esta encuesta pide a las empresas que valoren su posición competitiva general, su significado es más amplio que el concepto de competitividad medida con precios y costes, tal y como reflejan los índices de tipos de cambio efectivo real.

El gráfico muestra el TCER del euro elaborado con el IPC para el grupo reducido de socios comerciales y el indicador de competitividad basado en la encuesta de la CE. Los datos están normalizados (en logaritmos), con el fin de que presenten la misma media y varianza durante el período muestral. Un aumento del indicador representa, en ambos casos, un descenso de la competitividad internacional. Ya que en las encuestas de opinión de la CE los encuestados deben valorar las variaciones recientes en su posición competitiva, las series basadas en ellas presentan datos acumulados, con el objeto de comparar su evolución con la del TCER del euro. Allí es donde se impone cierta cautela. Dada la posibilidad de que los factores de competitividad distintos de los precios influyan en la percepción de un cambio en la competitividad general sólo de una manera muy gradual, en una evaluación intertrimestral los factores distintos de los precios pueden quedar parcialmente ocultos por determinantes más volátiles de la competitividad, como el tipo de cambio nominal. Así pues, la existencia de una relación entre el tipo de cambio efectivo real y los datos de la encuesta mostraría que la competitividad medida con índices de precios y costes es efectivamente importante, pero no debe inferirse de ello que los factores de competitividad distintos de los precios son irrelevantes.

Los datos normalizados del tipo de cambio efectivo real y de los índices basados en la encuesta de la CE evidencian un cierto grado de sintonía. Unas pruebas más formales confirman la existencia de un vínculo a largo plazo entre las dos series y sugieren una relación causal desde el tipo de cambio efectivo real al índice basado en la encuesta de la CE. Según estos resultados, los precios relativos parecen desempeñar, en el medio plazo, un papel importante para determinar y calibrar la posición competitiva de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, mientras que, en el corto plazo, su importancia puede quedar enmascarada por otros factores, como las estrategias de las empresas en materia de precios. En consecuencia, el tipo de cambio efectivo real puede ser una aproximación útil de la competitividad internacional general de las empresas de la zona del euro.

Sin embargo, deben tenerse en cuenta algunos aspectos estadísticos y técnicos, que pueden impedir una comparación totalmente coherente de la evolución tendencial del tipo de cambio efectivo real del euro y del indicador de competitividad basado en la encuesta de la CE. Concretamente, si bien la encuesta de la CE se refiere a la competitividad internacional de las empresas de la zona del euro frente a países que no pertenecen a la UE, el TCER del euro se refiere a la competitividad de las empresas de la zona del euro medida con precios y costes frente a sus principales socios comerciales no pertenecientes a la zona, incluidos los países de la UE que no han adoptado el euro.

## 2 ¿Cuál es el concepto adecuado de precio relativo?

Las propiedades de las medidas disponibles de precios y costes complican, en cierto sentido, la interpretación de las medidas de competitividad internacional de los mismos. Un indicador ideal de competitividad internacional en términos de precios y costes debería poder calcularse a partir de datos estadísticos fiables, puntuales y que no estén sujetos a importantes revisiones. Además, este indicador debería ser representativo, de forma global, de todos los sectores de la economía que están expuestos a la competencia internacional, además de tener en cuenta que su posición competitiva puede verse afectada por la evolución de los precios y costes de sectores que producen bienes de consumo intermedios posiblemente no comerciables a escala internacional. En todo caso, cuanto más dilatado sea el horizonte de la evaluación, más cuestionable será una división

entre bienes comerciables y no comerciables. Ello se debe a que, en un mundo cada vez más globalizado, la movilidad internacional de los factores y la difusión del conocimiento borran la línea divisoria entre estas dos categorías de bienes. No obstante, considerando que existen bienes no comerciables, los precios de los bienes comerciables y no comerciables pueden divergir a lo largo del tiempo, como consecuencia de perturbaciones de productividad asimétricas (el conocido efecto Balassa-Samuelson), que implica que los TCER elaborados con índices generales de precios podrían ser indicadores no idóneos de la competitividad de los bienes comerciables. Sin embargo, este argumento parece ser más relevante para las economías emergentes, que se encuentran en un proceso de convergencia, que para los países industrializados.



Por otro lado, si la competitividad internacional en términos de precios y costes se define como la *capacidad* de vender productos en los mercados internacionales, no debería verse afectada por las estrategias de fijación de precios en función del mercado, a través de las cuales las empresas compensan, en parte, variaciones del tipo de cambio, mediante el ajuste de sus márgenes, en lugar de trasladar estas fluctuaciones a los precios cobrados a los clientes internacionales. Por lo tanto, para evaluar la competitividad internacional, en términos de precios y costes, de las empresas de la zona del euro, parece más apropiado aplicar una medida que represente el precio al que podría ofrecerse un producto en función de los costes e incluyendo un margen normal, en vez del precio efectivamente cobrado, dado que este último podría reflejar, en parte, una ampliación o contracción excesiva y a corto plazo de los márgenes. Obviamente, ninguno de los indicadores utilizados en la práctica puede satisfacer plenamente todos los requisitos mencionados anteriormente. En consecuencia, parece conveniente examinar y comparar un amplio conjunto de indicadores de TCER calculados con varias medidas de precios y costes relativos, como los índices de precios de consumo (IPC), los índices de precios industriales (IPRI), los deflatores del PIB y los costes laborales unitarios (CLU), para contrastar los resultados.

Los TCER elaborados con el IPC son los indicadores de competitividad en términos de precios y costes de uso más extendido, ya que ofrecen dos ventajas de peso. Por un lado, la definición de los IPC es bastante homogénea entre los distintos países y, por otro, los índices están disponibles con puntualidad y sólo requieren revisiones de escasa entidad. Sin embargo, desde un punto de vista conceptual, los TCER elaborados con el IPC pueden presentar algunos inconvenientes. En primer lugar, los IPC incluyen los precios de bienes importados exclusivamente para el consumo, al tiempo que excluyen los precios de importantes bienes comerciables, como los bienes de equipo y los bienes intermedios, que entran también en el proceso de producción como *inputs*. En segundo lugar, los impuestos indirectos y las

subvenciones pueden distorsionar la interpretación de los TCER deflactados por el IPC como indicadores de competitividad. En tercer lugar, los IPC comprenden una elevada proporción de bienes no comerciables y, en particular, de servicios al consumidor relacionados con estos bienes.

El TCER elaborado con el deflactor del PIB ofrece la ventaja, con respecto al TCER deflactado por el IPC, de centrar su óptica en el lado de la producción de la economía en lugar del lado del consumo, lo que parece reflejar mejor la competitividad internacional en términos de precios y costes. Sin embargo, este indicador incluye tanto los bienes no comerciables como los comerciables, con lo que presenta el mismo inconveniente conceptual que el índice calculado con el IPC. Además, los impuestos y las subvenciones también pueden distorsionar los deflatores del PIB y, contrariamente a los indicadores elaborados con el IPC, los TCER calculados con deflatores del PIB están disponibles con menor puntualidad, pueden sufrir revisiones significativas y son menos comparables entre países.

Los índices de TCER elaborados con el IPRI parecen constituir una alternativa natural a los índices calculados con el IPC o con el deflactor del PIB. Al igual que con estos deflatores, su óptica es el lado de la producción de la economía y, además, los IPRI representan mejor a los bienes comerciables. Aunque puede ocurrir que algunos de los bienes de la cesta del IPRI no sean ampliamente comerciables a escala internacional, de hecho incluyen una extensa variedad de bienes y productos industriales que están expuestos a la competencia internacional. Uno de los rasgos característicos de los indicadores de TCER elaborados con el IPRI es que incorporan bienes que podrían ser comerciables a escala internacional si los precios relativos fuesen más favorables, mientras que los índices calculados, por ejemplo, con precios de exportación sólo incluirían los productos efectivamente vendidos a precios corrientes en los mercados internacionales. Sin embargo, los IPRI presentan con respecto a los IPC la desventaja de ser menos comparables entre países. También excluyen los precios de los

servicios, que son cada vez más importantes en el comercio internacional. Por último, al igual que las demás medidas de precios examinadas anteriormente, pueden estar sujetos a estrategias de fijación de precios en función del mercado que desvirtúen su interpretación.

Una posible opción para evitar la incidencia negativa de las estrategias de fijación de precios en función del mercado podría ser pasar de medidas de precios a medidas de costes. Los índices de costes laborales unitarios de manufacturas (CLUM) no presentan problemas de disponibilidad y cubren mejor el grupo de bienes comerciables, al incluir el sector manufacturero. No obstante, pueden plantear mayores problemas de medición, definición y comparabilidad entre países. Por ejemplo, en el caso de Alemania, este indicador ha mostrado una fuerte tendencia alcista en relación con el resto de medidas de precios y costes. Sin embargo, más que reflejar un deterioro significativo de la competitividad internacional de ese país en términos de precios y costes, este comportamiento de la tendencia parece ser el resultado de problemas de medición<sup>1</sup>. Si bien el indicador de TCER elaborado con CLUM correspondiente al conjunto de la zona del euro no revela una tendencia semejante, el de Alemania sugiere la necesidad de proceder con cautela a la hora de interpretar estos indicadores. El índice calculado con CLUT de Alemania no muestra el perfil alcista del elaborado con CLUM, lo que significa que esta limitación práctica de los indicadores calculados con CLU no se verifica en todos los casos. Sin embargo, los indicadores de TCER calculados con CLU presentan otros inconvenientes conceptuales más generales. Por ejemplo, los CLU representan sólo una parte de los costes totales de una empresa y no tienen en cuenta los gastos de investigación y desarrollo, los costes de

distribución y los costes de capital. En este contexto, también pueden ser relevantes los costes de los insumos intermedios, que pueden incluir, a su vez, los costes laborales del sector de bienes no comerciables. Además de estos inconvenientes, las variaciones de los CLU pueden reflejar la sustitución de factores, sin suponer necesariamente una producción más eficiente en términos de coste y la consiguiente ganancia de competitividad internacional. Por último, se observan limitaciones en la publicación de las series de CLU, en términos de puntualidad, comparabilidad entre países, frecuencia y magnitud de las revisiones de datos.

Para el grupo reducido, que comprende los doce principales socios comerciales de la zona del euro, hasta ahora el BCE elaboraba los indicadores de TCER calculados con el IPC, el IPRI y los CLUM. En este artículo, el BCE presenta dos indicadores adicionales de TCER elaborados con CLUT y deflatores del PIB<sup>2</sup>. Al igual que para el TCER elaborado con los CLUM, los dos nuevos indicadores están disponibles con frecuencia trimestral (con un desfase aproximado de un trimestre), mientras que los índices calculados con el IPC o el IPRI están disponibles con periodicidad mensual. Las series subyacentes se construyen a partir de 1990 para las medidas elaboradas con el IPC, el IPRI y los CLUM y a partir de 1991 para los nuevos indicadores. Antes de 1999 se utilizaba un tipo de cambio del euro «sintético» en la construcción de todos los indicadores de TCER (para más detalles, véase el recuadro 2).

1 Véanse Deutsche Bundesbank (1998), «The indicator quality of different definitions of the real external value of the Deutsche Mark», *Monthly Report*, noviembre, pp. 39-52, y Deutsche Bundesbank (1995), «Overall determinants and trends in the real external value of the Deutsche Mark», *Monthly Report*, agosto, pp. 17-37.

2 Para una descripción más detallada del cálculo de los TCEN y TCER del euro, véase L. Buldorini, S. Makrydakís y C. Thimann (2002), «The effective exchange rates of the euro», *ECB Occasional Paper N° 2*.

## Recuadro 2

### Fuentes y métodos de elaboración de los deflatores de precios y costes de los indicadores de TCER del euro

En el presente recuadro se examinan las fuentes, la disponibilidad de los datos, la frecuencia y el calendario de los indicadores de precios y costes relativos utilizados para elaborar los índices de TCER del euro. En la actualidad se elaboran los TCER del euro con cinco indicadores alternativos de precios y costes relativos: los

deflatores del IPC, del IPRI, de CLUM, CLUT y del PIB. Los dos últimos indicadores se publican por primera vez en este *Boletín Mensual*, en el que figuran en el cuadro 10 de la sección «Estadísticas de la zona del euro». Además, se han introducido mejoras en los indicadores que se venían publicando anteriormente, al disponer ahora de datos más fácilmente comparables.

Para todos los índices de precios y costes, se han utilizado, en la medida de lo posible, estadísticas europeas armonizadas, proporcionadas por Eurostat, para los países de la Unión Europea, Noruega y los Estados adherentes (la mayoría de los cuales están incluidos en el grupo amplio de socios comerciales). Las lagunas de información se han cubierto a partir, principalmente, de las bases de datos del FMI y de la OCDE y también de fuentes nacionales. En el índice que mide la evolución de los precios de consumo se utilizan los IAPC para la mayor parte de los países europeos y los IPC generales nacionales para los demás países. Los precios industriales se refieren a las ventas nacionales del sector manufacturero de todos los países europeos y se emplean definiciones similares para los demás países. Los deflatores de CLUM, definidos como la remuneración por asalariado en relación con el valor añadido real por ocupado en el sector manufacturero, se obtienen a partir de las fuentes de cuentas nacionales del SEC 95 para la zona del euro, el Reino Unido y Dinamarca. Para otros socios comerciales, se obtienen de las fuentes de cuentas nacionales respectivas o de indicadores de salarios y de producción industrial diferentes y no totalmente comparables. Los CLUT, definidos como la remuneración total por asalariado de la economía en relación con el PIB real por ocupado, se obtienen de las cuentas nacionales. Para algunos países no europeos, la cobertura de la economía sólo es parcial y depende de las fuentes de datos disponibles (por ejemplo, el deflactor para Estados Unidos se refiere a los CLU de las empresas privadas no agrarias). Para los países europeos, los deflatores del PIB se obtienen también de las fuentes de cuentas nacionales del SEC 95; para los demás países del grupo reducido, se calculan a partir de las bases de datos de organismos internacionales.

En términos de disponibilidad de datos, los deflatores elaborados con el IPC y el IPRI están disponibles con periodicidad mensual, mientras que los elaborados con CLUM, CLUT y el PIB lo están con periodicidad trimestral. Cuando las cuentas nacionales se publican con una frecuencia inferior a la necesaria, se han interpolado las series disponibles. Asimismo, existen diferencias en cuanto al calendario de estos deflatores de precios y costes subyacentes. La mayor parte de las estadísticas del IPC y del IPRI están disponibles con un desfase relativamente corto (de dos a cinco semanas) y suelen precisar revisiones poco significativas. En consecuencia, el cálculo de los TCER correspondientes sólo requiere una estimación de los datos del IPC y del IPRI del último mes. Por el contrario, los deflatores elaborados con CLUM, CLUT y el PIB se publican con un marcado retraso y precisan revisiones más significativas. Debido al desfase con el que se publican los datos subyacentes, los TCER calculados con estos índices de precios y costes presentan un elemento de previsión más importante para el último trimestre. Cuando la cobertura nacional es demasiado escasa, como consecuencia de la puntualidad insuficiente de los deflatores subyacentes, estos TCER se publican en el cuadro 10 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» con un cierto retraso respecto a los TCER elaborados con el IPC y el IPRI.

### 3 Evolución de la competitividad de la zona del euro en términos de precios y costes

#### Tipo de cambio efectivo real frente al grupo reducido de socios comerciales

Pese a las dificultades de medición descritas anteriormente, los indicadores de TCER del euro frente al grupo reducido de socios comerciales registran un alto grado de sintonía y sus co-movimientos (véase gráfico 2) sugieren que son, en general, bastante representativos de la competitividad internacional de la zona del

euro medida con estos indicadores de precios y costes relativos. Por otro lado, los TCEN y los TCER están estrechamente alineados, reflejo de tasas de inflación similares observadas en el grupo reducido de socios comerciales y en la zona del euro.

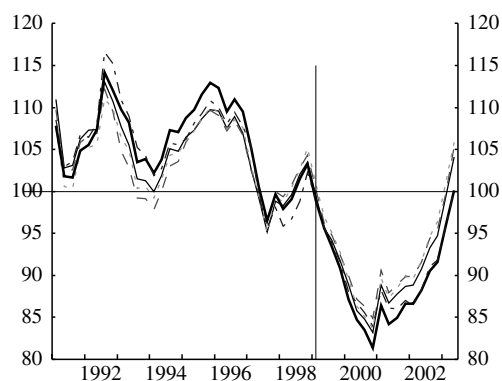
El gráfico 2 evidencia que los índices de TCER no mostraron una tendencia clara en la primera mitad de la década de los noventa. En los años 1996

y 1997 se produjo una notable mejora de los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro, como resultado de la fuerte apreciación de las monedas de los socios comerciales frente a las monedas nacionales que fueron sustituidas por el euro. Esta tendencia se invirtió de forma transitoria en 1998, como consecuencia de la recuperación de las monedas nacionales, pero se reanudó en los años 1999 y 2000, período en el que el euro se vio sometido a intensas presiones bajistas. La tendencia a la baja registrada en esos dos años se ha invertido completamente a partir de finales del 2000. En comparación con los años noventa, la posición competitiva de las empresas de la zona del euro se mantiene, actualmente, dentro de sus niveles históricos, pese a la fuerte apreciación del euro observada en el 2002 y en el primer semestre del 2003. Concretamente, en el segundo trimestre del 2003, todos los índices se situaron muy próximos a su media de los períodos para los que están disponibles. Para analizar más a fondo esta conclusión de que distintos indicadores de competitividad de la zona del euro se mantienen dentro de sus niveles históricos, se examina su evolución ampliando la cobertura de países o el horizonte temporal.

### Gráfico 2 Tipos de cambio efectivo real del euro elaborados con distintos deflatores<sup>1)</sup>

(datos trimestrales; índice: media (1991 I – 2003 II) = 100)

— TCER, IPC    - - - TCER, CLUM  
- - - TCER, IPRI    — TCER, CLUT  
- - - TCER, PIB



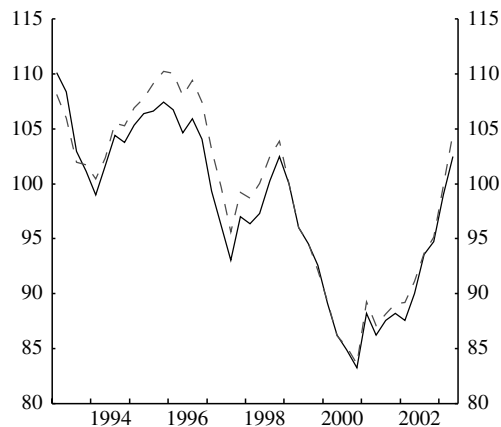
Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice representa una apreciación del euro. Para los TCER elaborados con los deflatores de CLUM, CLUT y del PIB, las últimas observaciones se basan en estimaciones.

### Gráfico 3 Tipos de cambio efectivo real del euro: grupo reducido y grupo amplio<sup>1)</sup>

(datos trimestrales; índice: 1999 I = 100)

— TCER, IPC, grupo amplio  
- - - TCER, IPC, grupo reducido



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice representa una apreciación del euro.

### Ampliación de la cobertura de países

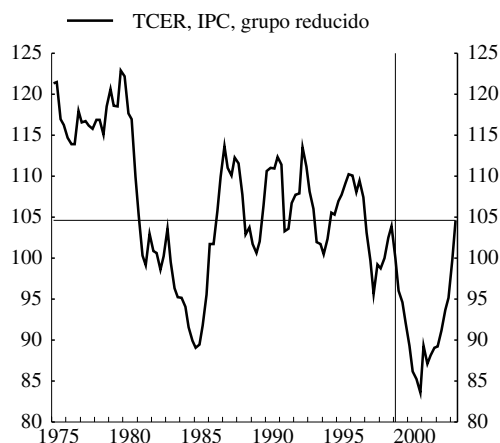
La elaboración de los indicadores de tipos de cambio efectivo real frente a un conjunto más amplio de socios comerciales es útil para determinar si la variación de los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro frente al grupo reducido de socios comerciales se ha visto acrecentada o compensada por una variación en la competitividad frente a otros socios comerciales (en particular, las economías emergentes). Esta comparación facilita una nueva verificación de las conclusiones generales extraídas del análisis expuesto anteriormente. Debido a razones de limitación de los datos, el índice amplio sólo está disponible en términos del IPC a partir de 1993 y comprende 26 economías emergentes, además de los países industrializados (incluidos Hong Kong, Corea del Sur y Singapur) integrados en el índice reducido. En este indicador amplio, los nuevos países representan algo más del 30% y el grupo reducido el 70% restante del comercio de la zona del euro. Habida cuenta de la manera en que se construyen las series, podría esperarse un grado bastante alto de co-movimientos. Sin embargo, su correlación es sorprendentemente elevada (véase gráfico 3), especialmente si se tienen en cuenta los movimientos, a veces erráticos, de las monedas de los mercados emergentes, que están sujetos a episodios de turbulencia en los tipos de cambio.

### Ampliación del horizonte temporal

Para evaluar el comportamiento del indicador de TCER elaborado con el IPC en un horizonte temporal más dilatado, éste se ha retrotraído hasta 1975 (véase gráfico 4), empleando un método coherente con las series oficiales publicadas por el BCE. Dada la elevada correlación existente entre los indicadores en los años noventa, debería obtenerse así una aproximación aceptable de la evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en los últimos 28 años. En comparación con mediados de los años ochenta, cuando se consideraba de forma generalizada que el dólar estaba sobrevalorado, las empresas de la zona del euro mantenían una posición competitiva más favorable a finales del año 2000. La posterior apreciación del euro originó, naturalmente, un deterioro de esta posición competitiva de las empresas de la zona del euro en los mercados internacionales. Sin embargo, en el segundo trimestre del 2003, la competitividad de

**Gráfico 4**  
Tipo de cambio efectivo real del euro (histórico)<sup>1)</sup>

(datos trimestrales; índice: 1999 I = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice representa una apreciación del euro. La línea horizontal indica la media desde 1975.

la zona del euro medida con los precios y costes se situó cerca de su media de los últimos 28 años (como muestra la línea horizontal del gráfico 4).

## 4 Conclusiones

En el presente artículo se ha analizado la evolución de la competitividad internacional de la zona del euro medida con distintos indicadores de precios y costes a la luz de la apreciación generalizada del tipo de cambio del euro observada en el 2002 y en el primer semestre del 2003, tras la fuerte depreciación experimentada por la moneda única en los años 1999 y 2000. El análisis ha mostrado que, en el segundo trimestre del 2003, todos los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro habían vuelto a los niveles registrados cuando se implantó el euro. Utilizando las medias a largo plazo como referencia aproximada para la evaluación de los niveles actuales del TCER del euro, se observa que la competitividad de la zona del euro se mantiene, en la actualidad, en niveles próximos a sus medias históricas. Este resultado es bastante robusto a cambios en los deflatores, en los

horizontes temporales y en los grupos comerciales frente a los que se realiza el análisis.

Por otro lado, se han presentado también dos nuevos indicadores del TCER del euro, elaborados con los CLUT y deflatores del PIB. Dado que ninguno de los indicadores de TCER utilizados cumple todas las condiciones de un indicador ideal de competitividad internacional, se adoptó un enfoque más pragmático, comparando cinco medidas diferentes del tipo de cambio efectivo real para contrastar los resultados. Los índices de TCER del euro frente al grupo reducido de socios comerciales presentan, efectivamente, un grado muy elevado de co-movimientos, lo que sugiere que estos indicadores son, en general, bastante representativos de la competitividad internacional de la zona del euro medida con precios y costes.



## **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 oficiales 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 y fondos de inversión de 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 inicial	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*
2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	30*
2.10 Balance agregado de los fondos de inversión: detalle por política de inversión	31*
2.11 Balance agregado de los fondos de inversión: detalle por tipo de inversor	33*
3 Mercados financieros y tipos de interés en la zona del euro	
3.1 Tipos de interés del mercado monetario	34*
3.2 Rendimientos de la deuda pública	35*
3.3 Índices bursátiles	36*
3.4 Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela	37*
3.5 Emisiones de valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	38*
3.6 Valores distintos de acciones denominados en euros por plazo a la emisión, residencia y sector emisor	40*
3.7 Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	46*
3.8 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	48*
4 IAPC y otros precios en la zona del euro	
4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo	50*
4.2 Otros indicadores de precios	51*
5 Indicadores de la economía real de la zona del euro	
5.1 Cuentas nacionales	52*
5.2 Otros indicadores de la economía real	54*
5.3 Encuestas de opinión de la Comisión Europea	55*
5.4 Indicadores del mercado de trabajo	56*
6 Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro	
6.1 Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros	58*
6.2 Inversión financiera y financiación de las empresas de seguros y los fondos de pensiones	62*
6.3 Ahorro, inversión y financiación	64*
7 Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas de la zona del euro y de los países de dicha zona	
7.1 Recursos, empleos y déficit / superávit	65*
7.2 Deuda	66*
7.3 Variaciones de la deuda	67*

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



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	68*
8.2	Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital	69*
8.3	Balanza de pagos: cuenta de rentas	70*
8.4	Balanza de pagos: cuenta de inversiones directas	71*
8.5	Balanza de pagos: cuenta de inversiones de cartera	72*
8.6	Balanza de pagos: cuenta de otras inversiones y activos de reserva	73*
8.7	Presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro	75*
8.8	Posición de inversión internacional y activos de reserva	76*
9	Comercio exterior de bienes de la zona del euro	78*
10	Tipos de cambio	80*
11	Evolución económica y financiera de los otros Estados miembros de la UE	82*
12	Evolución económica y financiera de otros países fuera de la UE	
12.1	Evolución económica y financiera	83*
12.2	Ahorro, inversión y financiación	84*
	<b>Notas técnicas</b>	85*
	<b>Notas generales</b>	89*

### **Novedades**

En el cuadro 10 se presentan dos nuevos tipos de cambio efectivos reales utilizando el deflactor del PIB (columna 4) y el índice de costes laborales unitarios del total de la economía (columna 6) como deflatores. Para conocer información más detallada sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el artículo titulado «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes» del presente *Boletín Mensual*, la nota explicativa que figura en el cuadro 10 y el Occasional Paper nº 2 del BCE, ambos disponibles en la dirección del BCE en Internet.

### **Signos utilizados en los cuadros**

- “–” inexistencia del fenómeno considerado / dato no aplicable
- “.” dato no disponible por el momento
- “...” cero o no significativo
- “mm” 10<sup>9</sup>
- <sup>(p)</sup> cifra 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 las IFM a 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	Media móvil de 3 meses (centrada)				
2001	3,6	4,2	5,3	-	7,8	27,6	4,26	5,03
2002	7,3	6,5	7,2	-	5,3	22,1	3,32	4,92
2002 III	7,6	6,5	7,0	-	5,2	18,3	3,36	4,77
IV	8,8	6,7	7,0	-	4,8	16,5	3,11	4,54
2003 I	10,3	7,1	7,6	-	4,9	16,6	2,69	4,16
II	11,5	8,2	8,5	-	4,6	.	2,37	3,96
2003 Feb	10,5	7,4	8,0	7,8	5,1	16,9	2,69	4,06
Mar	11,8	8,0	8,0	8,2	4,6	18,9	2,53	4,13
Abr	11,2	8,0	8,7	8,4	4,6	20,2	2,54	4,23
May	11,5	8,5	8,5	8,5	4,6	20,7	2,41	3,92
Jun	11,5	8,3	8,3	.	4,5	.	2,15	3,72
Jul	.	.	.	.	.	.	2,13	4,05

### 2. Evolución de los precios y de 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
2001	2,3	2,2	3,3	1,5	0,4	82,9	1,4	8,0
2002	2,3	0,0	3,7	0,8	-0,6	81,4	0,4	8,4
2002 III	2,1	0,0	3,5	1,0	0,0	81,5	0,3	8,4
IV	2,3	1,3	3,7	1,2	1,2	81,5	0,2	8,5
2003 I	2,3	2,4	2,7	0,8	1,0	81,1	0,1	8,7
II	2,0	.	.	.	.	80,7	.	.
2003 Feb	2,4	2,6	-	-	2,1	-	-	8,7
Mar	2,4	2,4	-	-	0,0	-	-	8,8
Abr	2,1	1,7	-	-	0,6	80,8	-	8,8
May	1,9	1,3	-	-	-1,3	-	-	8,8
Jun	2,0	.	-	-	.	-	-	.
Jul	1,9	.	-	-	.	80,6	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva grupo amplio (saldos a fin de período)	Tipo de cambio efectivo del euro: (1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense / euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							21	
2001	-9,8	75,5	-102,8	64,7	392,7	91,0	87,7	0,896
2002	71,2	131,1	-33,6	108,4	366,1	95,6	91,7	0,946
2002 III	25,3	38,5	-12,0	35,7	380,9	97,9	93,8	0,984
IV	25,1	34,6	3,6	36,2	366,1	99,4	94,9	0,999
2003 I	4,7	17,3	-7,7	2,8	339,1	104,1	99,2	1,073
II	.	.	.	.	326,1	107,9	102,7	1,137
2003 Feb	2,6	9,1	3,2	-12,0	352,2	104,4	99,4	1,077
Mar	4,9	6,2	-7,7	17,6	339,1	105,1	100,1	1,081
Abr	-8,5	7,4	-20,2	9,3	332,4	105,2	100,3	1,085
May	-0,1	8,3	-0,3	7,0	323,1	109,1	103,8	1,158
Jun	.	.	.	.	326,1	109,3	104,0	1,166
Jul	.	.	.	.	.	107,8	102,5	1,137

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 e interanuales se han calculado como medias del período. Las tasas de crecimiento de M1, M2, M3 y del crédito se calculan sobre la base de flujos y saldos mensuales desestacionalizados.

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

# 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
2003 Feb 28	130.314	228.349	17.331	5.926	223.186	178.001	45.000	0
Mar 7	130.314	227.928	17.384	6.164	182.175	137.090	45.000	0
14	130.314	226.868	17.048	5.511	270.123	225.091	45.000	0
21	130.314	223.947	17.725	5.121	234.917	189.001	45.000	0
28	130.314	224.146	16.800	5.202	232.049	187.000	45.000	0
Abr 4	122.728	216.872	17.072	4.783	220.040	174.999	45.000	0
11	122.728	215.994	16.736	4.496	217.097	172.000	44.973	0
18	122.728	215.786	16.528	4.551	223.000	177.998	44.973	0
25	122.274	215.757	16.919	4.575	247.011	201.999	44.973	0
May 2	122.274	214.456	16.721	4.597	207.989	163.001	44.979	0
9	122.274	214.120	17.116	4.821	211.999	166.992	44.979	0
16	122.274	215.054	16.946	4.493	218.054	173.001	44.979	0
23	122.274	216.212	17.234	3.656	238.095	192.998	44.979	0
30	122.246	214.154	17.283	3.384	247.352	202.001	44.988	0
Jun 6	122.245	213.549	16.428	3.487	223.508	178.372	44.988	0
13	122.245	214.814	15.494	3.322	246.854	201.372	44.988	0
20	122.244	211.995	16.793	3.446	237.979	191.001	44.988	0
27	122.244	212.918	17.133	3.411	257.883	212.000	45.000	0
Jul 4	119.980	206.413	15.586	3.963	251.103	205.999	45.000	0
11	119.980	208.438	14.968	3.641	245.051	200.000	45.000	0
18	119.980	205.363	15.799	4.420	244.057	198.999	45.000	0
25	119.947	204.022	15.209	4.388	277.751	232.002	45.000	0

### 2. Pasivo

	Billetes en circulación	Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	Cuentas corrientes (incluidas las 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
2003 Feb 28	345.414	125.405	125.346	59	0	0	0	62	2.029
Mar 7	350.078	89.529	89.431	98	0	0	0	62	2.029
14	350.014	177.351	177.262	89	0	0	0	15	2.029
21	350.482	128.616	127.972	623	0	0	21	15	2.029
28	351.783	129.392	129.356	23	0	0	13	15	2.029
Abr 4	357.775	131.573	131.477	90	0	0	6	76	2.029
11	360.186	128.359	128.321	29	0	0	9	76	2.029
18	367.559	132.655	132.436	216	0	0	3	15	2.029
25	363.873	147.509	147.427	80	0	0	2	15	2.029
May 2	367.432	122.600	122.512	87	0	0	1	15	2.029
9	368.111	129.360	129.284	75	0	0	1	15	2.029
16	366.888	128.610	128.532	77	0	0	1	15	2.029
23	365.344	126.340	121.748	741	3.850	0	1	15	2.029
30	371.002	134.948	134.842	105	0	0	1	15	2.029
Jun 6	376.039	112.718	112.667	50	0	0	1	15	2.029
13	376.498	139.059	139.000	59	0	0	0	15	2.029
20	375.979	134.360	134.098	262	0	0	0	15	2.029
27	377.232	130.970	130.891	61	0	0	18	31	2.029
Jul 4	383.664	133.314	133.183	109	0	0	22	31	2.029
11	386.242	130.912	130.866	24	0	0	22	31	2.029
18	386.913	133.797	133.735	43	0	0	19	31	2.029
25	386.347	142.560	142.502	34	0	0	24	31	2.029

Fuente: BCE.

							Total	
Operaciones temporales estructurales	Facilidad marginal de crédito	Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Otros activos en euros a entidades de crédito de la zona del euro	Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	Créditos en euros a las AAPP	Otros activos		
9	10	11	12	13	14	15	16	
0	148	37	552	33.484	44.355	107.151	790.649	2003 Feb 28
0	50	35	938	33.495	44.340	107.218	749.960	Mar 7
0	2	30	473	36.694	44.342	107.546	838.923	14
0	889	27	276	37.823	44.345	107.801	802.273	21
0	10	39	275	38.149	44.344	107.391	798.674	28
0	3	38	289	38.760	44.318	109.563	774.429	Abr 4
0	109	15	164	39.658	44.322	109.351	770.550	11
0	14	15	134	39.785	44.279	109.666	776.461	18
0	30	9	116	40.185	44.273	109.529	800.643	25
0	1	8	111	40.295	44.273	109.631	760.351	May 2
0	0	28	195	40.543	44.274	109.789	765.135	9
0	53	21	197	40.996	44.270	109.580	771.868	16
0	90	28	158	42.348	44.266	109.647	793.894	23
0	313	50	330	42.294	44.260	110.128	801.435	30
0	99	49	225	43.067	44.261	110.286	777.056	Jun 6
0	415	79	347	43.381	44.261	110.952	801.670	13
0	1.922	68	287	43.811	44.261	110.891	791.707	20
0	796	87	244	44.146	44.262	111.327	813.568	27
0	16	88	253	44.099	43.781	116.929	802.107	Jul 4
0	7	44	259	44.476	43.781	117.402	797.996	11
0	10	48	327	44.530	43.782	117.016	795.274	18
0	702	47	289	46.632	43.782	116.455	828.475	25

								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 asignados por el FMI	Otros pasivos	Cuentas de revalorización	Capital y reservas		
10	11	12	13	14	15	16	17	18	
70.147	8.704	1.024	14.054	6.339	70.187	82.840	64.444	790.649	2003 Feb 28
60.226	8.659	1.050	14.772	6.339	69.932	82.840	64.444	749.960	Mar 7
60.064	8.607	1.054	16.093	6.339	70.055	82.840	64.462	838.923	14
72.700	8.441	1.076	14.706	6.339	70.565	82.840	64.464	802.273	21
73.624	8.395	1.071	14.490	6.339	64.227	82.840	64.469	798.674	28
53.949	8.858	1.081	15.366	6.168	65.081	68.005	64.468	774.429	Abr 4
51.602	8.717	1.005	14.572	6.168	65.227	68.005	64.604	770.550	11
44.996	9.172	1.045	14.304	6.168	65.907	68.005	64.606	776.461	18
59.278	8.455	1.048	14.132	6.168	65.475	68.005	64.656	800.643	25
40.143	9.506	1.048	12.990	6.168	65.853	67.910	64.657	760.351	May 2
37.661	8.904	1.032	13.626	6.168	65.634	67.910	64.685	765.135	9
46.332	8.803	1.029	13.644	6.168	65.729	67.910	64.711	771.868	16
69.296	9.551	987	16.002	6.168	65.231	67.910	65.021	793.894	23
65.536	8.815	1.049	14.022	6.168	64.918	67.910	65.023	801.435	30
58.912	8.966	961	13.725	6.168	64.606	67.910	65.007	777.056	Jun 6
55.148	9.020	959	15.216	6.168	64.640	67.910	65.008	801.670	13
48.390	10.583	952	14.626	6.168	65.686	67.910	65.009	791.707	20
72.975	8.738	1.002	16.047	6.168	65.455	67.910	65.011	813.568	27
57.937	8.810	916	16.418	5.997	65.784	62.226	64.981	802.107	Jul 4
52.121	8.696	911	17.859	5.997	65.990	62.226	64.982	797.996	11
45.723	8.880	882	16.745	5.997	67.068	62.226	64.983	795.274	18
70.574	9.317	874	16.629	5.997	66.906	62.226	64.985	828.475	25

## Cuadro 1.2

### Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde <sup>1)</sup>	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación
			Nivel	Nivel			
1	2	3	4	5	6	7	
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
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
2002 Dic 6	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 Mar 7	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
Jun 6	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-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 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.

## Cuadro 1.3

### Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas<sup>1) 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación <sup>3)</sup>

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		Vencimiento a [...] días
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	
2003 Mar 4	54.090	54.090	-	2,75	2,75	2,75	15
12	126.251	106.000	-	2,50	2,57	2,63	13
12	75.870	65.000	-	2,50	2,55	2,64	7
19	129.827	83.000	-	2,50	2,58	2,59	14
25	115.518	104.000	-	2,50	2,53	2,55	15
Abr 2	112.031	71.000	-	2,50	2,53	2,54	14
9	133.547	101.000	-	2,50	2,53	2,53	14
16	126.889	77.000	-	2,50	2,53	2,54	14
23	156.979	125.000	-	2,50	2,54	2,55	14
30	106.071	38.000	-	2,50	2,55	2,55	14
May 7	120.843	76.000	-	2,50	2,53	2,54	14
7	67.356	53.000	-	2,50	2,53	2,54	7
14	145.595	97.000	-	2,50	2,53	2,54	14
21	157.067	96.000	-	2,50	2,57	2,58	14
28	184.856	106.000	-	2,50	2,59	2,61	12
Jun 4	72.372	72.372	-	2,50	2,50	2,50	14
7	145.751	129.000	-	2,00	2,09	2,11	16
18	111.215	62.000	-	2,00	2,12	2,12	14
25	166.404	150.000	-	2,00	2,10	2,12	14
Jul 2	111.698	56.000	-	2,00	2,10	2,11	14
9	130.689	101.000	-	2,00	2,08	2,10	14
9	67.965	43.000	-	2,00	2,09	2,10	7
16	147.621	98.000	-	2,00	2,08	2,09	14
23	141.573	134.000	-	2,00	2,06	2,08	14
30	114.569	73.000	-	2,00	2,06	2,07	14

## 2. Operaciones de financiación a plazo más largo

Fecha de liquidación	Importe de las pujas 1	Importe adjudicado 2	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		Vencimiento a [...] días 6
			Tipo fijo 3	Tipo marginal <sup>4)</sup> 4	Tipo medio ponderado 5		
2001 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	
Oct 31	27.820	15.000	-	3,22	3,24	91	
Nov 28	38.644	15.000	-	3,02	3,04	91	
Dic 23	42.305	15.000	-	2,93	2,95	94	
2003 Ene 30	31.716	15.000	-	2,78	2,80	90	
Feb 27	24.863	15.000	-	2,48	2,51	91	
Mar 27	33.367	15.000	-	2,49	2,51	91	
Abr 30	35.096	15.000	-	2,50	2,51	92	
May 29	30.218	15.000	-	2,25	2,27	91	
Jun 26	28.694	15.000	-	2,11	2,12	91	
Jul 31	25.416	15.000	-	2,08	2,10	91	

## 3. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas 1	Importe adjudicado 3	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días 8
				Tipo fijo 4	Tipo mínimo de puja 5	Tipo marginal <sup>4)</sup> 6	Tipo medio ponderado 7	
2000 Ene 5 <sup>5)</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
Dic 18	Operaciones temporales	28.480	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 May 23	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	3.850	2,50	-	-	-	3

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) Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (split tender operations), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 1.3.3.
- 3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.
- 4) 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.
- 5) 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 período)

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 <sup>3)</sup>		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2002 Jun	11.009,1	6.083,3	407,5	1.355,3	699,2	2.463,9	
Jul	10.999,6	6.069,3	408,6	1.368,0	691,0	2.462,7	
Ago	10.952,0	6.010,3	401,5	1.359,7	703,2	2.477,2	
Sep	11.054,3	6.055,4	405,0	1.373,5	747,6	2.472,7	
Oct	11.113,6	6.052,0	414,2	1.379,1	790,5	2.477,8	
Nov	11.207,0	6.142,9	426,9	1.365,2	784,2	2.487,7	
Dic	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3	
2003 Ene	11.100,8	6.048,5	426,0	1.385,7	773,9	2.466,7	
Feb	11.214,2	6.092,6	434,0	1.396,4	808,2	2.483,0	
Mar	11.229,9	6.117,2	427,4	1.404,1	782,7	2.498,5	
Abr	11.312,6	6.154,9	431,4	1.406,9	815,2	2.504,2	
May	11.340,5	6.182,9	423,1	1.401,2	815,9	2.517,3	
Jun <sup>(p)</sup>	11.369,3	6.216,1	412,3	1.421,5	783,2	2.536,2	

Fuente: BCE.

- 1) Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas a las reservas mínimas del SECB, al BCE y a los bancos centrales nacionales participantes se excluyen de la base de pasivos computables. Si una entidad no puede presentar justificación del importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta 2 años 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 períodos de mantenimiento comienzan el día 24 de cada mes y finalizan el día 23 del mes siguiente; las reservas obligatorias se calculan a partir de los pasivos computables al final del mes precedente.
- 3) Incluye instrumentos del mercado monetario. Para más detalles, véanse las notas generales.

#### 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 mínimas <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5
2002 Ago	129,3	129,7	0,5	0,0	3,29
Sep	129,0	129,5	0,5	0,0	3,28
Oct	127,7	128,2	0,5	0,0	3,28
Nov	128,7	129,2	0,5	0,0	3,28
Dic	128,8	129,4	0,7	0,0	3,06
2003 Ene	130,9	131,4	0,6	0,0	2,87
Feb	130,4	131,0	0,6	0,0	2,78
Mar	128,9	129,5	0,6	0,0	2,67
Abr	130,0	130,5	0,5	0,0	2,53
May	130,3	130,8	0,5	0,0	2,54
Jun	131,2	131,7	0,5	0,0	2,34
Jul	131,6	132,0	0,5	0,0	2,09
Ago <sup>(p)</sup>	132,0	.	.	.	.

Fuente: BCE.

- 1) Este cuadro contiene datos completos para períodos de mantenimiento finalizados, y las reservas obligatorias para el período de mantenimiento en curso.
- 2) El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula, 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 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 período 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 período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado por el 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					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>				Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>2)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002 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	362,3	140,9	50,8	0,1	0,0	0,2	0,0	323,6	49,1	51,7	129,6	453,4
Oct	370,0	146,1	45,3	0,1	0,0	0,1	0,0	329,2	45,6	58,2	128,3	457,6
Nov	372,1	147,5	45,0	0,1	0,0	0,1	0,0	334,0	42,8	58,6	129,3	463,4
Dic	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003 Ene	360,9	176,3	45,0	0,5	0,0	0,3	0,0	353,9	43,7	53,3	131,6	485,8
Feb	356,4	168,6	45,0	0,3	0,0	0,3	0,0	340,7	50,2	48,0	131,1	472,2
Mar	352,5	179,5	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	347,8	59,1	40,6	129,6	477,5
Abr	337,4	179,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	358,5	52,1	20,5	130,6	489,3
May	333,1	177,1	45,0	0,4	0,0	0,2	0,1	366,2	42,6	15,5	130,9	497,3
Jun	331,3	194,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,2	373,2	52,6	13,2	131,9	505,3
Jul <sup>6)</sup>	320,4	204,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,0	382,7	52,4	2,9	132,2	515,2

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 y fondos de inversión de la zona del euro

**Cuadro 2.1**

### Balance agregado del Eurosistema

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

#### 1. Activo

	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>				Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro			Activos frente a no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>	Activo fijo	Resto de activos	Total	
	1	IFM <sup>1)</sup>	AAPP	Otros sectores residentes	5	IFM	AAPP	Otros sectores residentes	9	IFM	Otros sectores residentes					12
2000	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 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	
III	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	
IV	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 I	381,3	354,9	25,8	0,6	106,5	4,1	101,0	1,4	13,8	4,7	9,1	414,4	11,9	101,5	1.029,4	
2002 Jun	387,7	361,3	25,7	0,6	107,9	4,9	101,6	1,4	12,9	4,7	8,2	372,7	12,0	108,7	1.001,8	
Jul	364,0	337,7	25,7	0,6	108,8	5,3	101,9	1,7	12,7	4,7	7,9	376,8	12,1	111,3	985,8	
Ago	363,4	337,5	25,3	0,6	110,8	5,4	103,3	2,1	12,8	4,8	8,0	377,7	12,1	111,0	987,8	
Sep	365,6	339,6	25,3	0,6	112,5	5,8	104,6	2,2	12,3	4,8	7,5	386,0	12,1	112,4	1.000,9	
Oct	370,8	344,8	25,3	0,6	113,5	6,5	106,1	0,9	13,0	4,8	8,2	379,3	12,1	115,7	1.004,4	
Nov	377,3	351,3	25,3	0,6	115,0	7,0	107,1	0,9	13,5	4,8	8,6	378,4	9,8	119,8	1.013,8	
Dic	416,2	391,3	24,2	0,6	94,5	7,6	86,0	0,8	13,2	4,8	8,3	374,8	11,9	132,3	1.042,8	
2003 Ene	412,3	387,5	24,2	0,6	96,7	8,5	87,4	0,8	13,0	4,9	8,1	373,3	12,1	116,9	1.024,8	
Feb	410,2	385,4	24,1	0,6	100,7	9,1	90,8	0,8	12,9	5,0	7,9	363,3	12,0	121,1	1.020,5	
Mar	411,8	387,0	24,1	0,6	105,2	9,5	94,8	0,8	12,5	5,1	7,5	349,7	11,9	123,6	1.015,1	
Abr	369,6	344,9	24,1	0,6	107,6	9,6	97,1	0,8	13,0	5,1	7,9	341,0	12,0	128,2	971,9	
May	444,7	420,0	24,0	0,7	112,0	10,4	100,5	1,0	12,2	4,4	7,7	333,4	11,9	131,0	1.045,8	
Jun <sup>(p)</sup>	469,3	445,0	23,7	0,6	114,2	10,0	103,1	1,1	12,4	4,4	8,0	334,6	12,0	131,4	1.074,6	

#### 2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>2)</sup>			Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>	Resto de pasivos	Total	
			IFM <sup>1)</sup>	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	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 II	368,8	342,2	274,1	51,8	16,3	5,6	223,7	32,6	54,2	1.027,2
III	346,1	323,6	269,4	37,6	16,6	5,5	209,2	30,0	57,3	971,7
IV	285,9	391,9	342,4	35,1	14,4	4,6	209,8	35,6	70,8	998,6
2002 I	309,1	355,1	282,4	56,3	16,4	4,6	217,8	36,9	105,9	1.029,4
2002 Jun	329,2	354,3	285,2	51,5	17,5	4,6	182,3	31,0	100,5	1.001,8
Jul	339,9	316,0	247,4	52,9	15,6	4,6	183,7	35,1	106,5	985,8
Ago	342,3	318,7	255,8	47,3	15,6	4,6	186,4	31,0	104,9	987,8
Sep	347,0	317,6	258,9	41,7	17,0	4,6	190,2	32,5	109,1	1.000,9
Oct	355,3	313,5	254,4	40,8	18,3	4,6	187,9	31,4	111,9	1.004,4
Nov	360,8	319,3	255,2	46,2	17,9	3,6	185,7	31,5	112,9	1.013,8
Dic	392,9	328,4	283,3	29,5	15,6	3,6	165,9	32,9	119,1	1.042,8
2003 Ene	352,1	348,3	284,1	49,3	15,0	3,6	164,2	30,2	126,4	1.024,8
Feb	358,1	346,0	276,9	54,2	14,9	2,8	159,5	28,6	125,5	1.020,5
Mar	365,4	345,8	279,0	50,7	16,2	2,7	149,2	28,7	123,3	1.015,1
Abr	378,7	292,1	233,2	42,0	16,9	2,7	144,6	27,7	126,1	971,9
May	384,1	361,9	297,6	45,9	18,4	2,7	141,0	28,1	127,9	1.045,8
Jun <sup>(p)</sup>	391,4	379,4	307,9	52,6	18,9	2,6	143,2	29,8	128,1	1.074,6

Fuente: BCE.

1) A partir de finales de noviembre del 2000, los saldos derivados del sistema TARGET se compensan diariamente por novación. Por lo tanto, los saldos bilaterales de cada BCN frente al BCE y a otros BCN se han sustituido por un único saldo bilateral neto frente al BCE. Para los saldos brutos 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.

2) Incluye instrumentos del mercado monetario. Para más detalles, véanse las notas generales.

**Cuadro 2.2**

**Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema**

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

**1. Activo**

															Total	
	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>				Participaciones en FMM	Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro			Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo		Resto de activos
	IFM	AAPP	Otros sectores residentes		IFM	AAPP	Otros sectores residentes	IFM		Otros sectores residentes						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2000	10.419,8	3.510,4	817,8	6.091,5	2.311,5	1.051,4	995,9	264,2	23,3	750,9	240,2	510,8	2.026,2	158,7	1.015,2	16.705,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 II	10.894,4	3.698,3	808,5	6.387,6	2.529,2	1.123,3	1.104,9	300,9	32,9	799,3	251,3	548,0	2.290,1	163,5	1.128,3	17.837,7
III	10.953,2	3.729,3	802,6	6.421,3	2.543,2	1.123,5	1.093,3	326,4	36,1	771,6	245,1	526,4	2.300,6	165,7	1.115,8	17.886,2
IV	11.134,7	3.794,0	822,0	6.518,7	2.535,9	1.122,9	1.077,4	335,6	38,5	810,8	251,9	559,0	2.408,8	168,1	1.129,5	18.226,3
2001 I	11.210,8	3.778,4	826,8	6.605,5	2.646,9	1.173,5	1.128,1	345,3	46,6	811,4	260,0	551,4	2.430,8	164,5	1.031,1	18.342,2
2002 Jun	11.334,7	3.839,8	804,4	6.690,5	2.675,0	1.195,9	1.137,5	341,7	58,3	819,0	263,4	555,6	2.358,6	164,3	1.002,3	18.412,2
Jul	11.339,5	3.844,7	802,8	6.691,9	2.671,9	1.192,8	1.135,5	343,6	60,5	808,1	266,9	541,2	2.378,8	164,6	1.025,6	18.449,0
Ago	11.321,2	3.836,8	792,7	6.691,7	2.657,6	1.187,0	1.131,7	338,9	60,9	816,7	265,5	551,1	2.367,3	165,6	1.011,0	18.400,2
Sep	11.406,6	3.885,0	795,5	6.726,1	2.687,2	1.190,0	1.148,6	348,6	62,1	805,1	263,6	541,5	2.427,5	166,2	1.057,9	18.612,6
Oct	11.463,5	3.926,4	795,1	6.742,0	2.680,0	1.185,5	1.142,3	352,2	63,7	819,5	266,0	553,5	2.483,6	167,1	1.021,1	18.698,6
Nov	11.592,2	4.034,5	803,9	6.753,9	2.706,7	1.203,5	1.147,3	355,8	65,6	822,9	264,7	558,2	2.558,2	167,1	1.055,3	18.968,1
Dic	11.613,1	4.019,7	812,6	6.780,9	2.671,2	1.170,0	1.135,0	366,2	62,4	827,6	263,3	564,4	2.465,5	167,6	1.051,8	18.859,3
2003 Ene	11.657,7	4.048,9	804,7	6.804,1	2.780,7	1.218,6	1.188,2	373,9	65,3	815,5	256,0	559,5	2.478,6	164,2	1.015,5	18.977,7
Feb	11.734,1	4.099,3	804,1	6.830,7	2.815,9	1.227,8	1.207,8	380,4	66,4	812,1	255,9	556,2	2.545,7	162,9	1.042,1	19.179,2
Mar	11.735,2	4.076,4	804,6	6.854,2	2.830,3	1.234,5	1.210,0	385,8	66,8	818,3	260,4	557,9	2.545,1	160,8	1.029,5	19.186,2
Abr	11.799,1	4.109,2	799,2	6.890,7	2.852,6	1.223,1	1.226,2	403,3	69,6	837,2	260,9	576,3	2.564,8	158,8	1.037,6	19.319,8
May	11.892,6	4.191,2	794,8	6.906,6	2.896,5	1.234,0	1.256,6	405,9	70,7	854,1	265,6	588,5	2.544,4	159,4	1.072,8	19.490,5
Jun <sup>2)</sup>	11.884,0	4.143,9	795,9	6.944,2	2.887,3	1.243,3	1.238,5	405,6	68,9	849,4	267,0	582,5	2.625,0	158,3	1.061,1	19.534,1

**2. Pasivo**

															Total	
	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro								Participaciones emitidas por FMM <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>1) 2)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos		
		IFM	Admis-tración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesio-nes temporales								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2000	0,0	9.057,1	3.679,3	117,4	5.260,5	1.648,9	2.159,8	1.276,9	174,9	323,3	2.712,9	940,5	2.299,5	1.372,2	16.705,6	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001 II	0,0	9.424,3	3.805,6	113,7	5.505,0	1.716,1	2.236,6	1.330,8	221,5	390,2	2.861,3	998,0	2.713,8	1.450,1	17.837,7	
III	0,0	9.484,8	3.839,0	110,2	5.535,5	1.733,7	2.233,5	1.342,6	225,7	417,3	2.875,5	1.011,1	2.613,4	1.484,1	17.886,2	
IV	0,0	9.696,6	3.829,6	103,9	5.763,1	1.882,1	2.257,5	1.405,0	218,5	436,5	2.882,9	1.041,9	2.687,4	1.480,9	18.226,3	
2001 I	0,0	9.695,4	3.852,1	101,2	5.742,1	1.823,1	2.266,3	1.423,0	229,6	477,9	2.966,1	1.057,6	2.754,4	1.390,7	18.342,2	
2002 Jun	0,0	9.836,4	3.926,6	103,5	5.806,3	1.898,8	2.256,3	1.421,7	229,6	497,5	2.984,6	1.071,6	2.589,0	1.433,2	18.412,2	
Jul	0,0	9.818,1	3.932,1	99,0	5.787,1	1.870,1	2.263,8	1.424,3	228,8	510,7	2.989,6	1.081,4	2.613,1	1.436,1	18.449,0	
Ago	0,0	9.779,9	3.918,3	93,6	5.768,0	1.836,2	2.265,4	1.429,8	236,5	524,3	3.002,0	1.088,2	2.585,3	1.420,5	18.400,2	
Sep	0,0	9.870,6	3.960,8	104,6	5.805,2	1.891,3	2.242,8	1.432,8	238,3	522,5	3.004,3	1.094,1	2.642,2	1.478,9	18.612,6	
Oct	0,0	9.942,0	4.020,2	111,0	5.810,8	1.873,5	2.263,8	1.438,1	235,6	526,4	3.010,4	1.097,0	2.666,5	1.456,3	18.698,6	
Nov	0,0	10.092,3	4.127,2	101,3	5.863,8	1.925,7	2.259,8	1.448,7	229,6	542,8	3.038,1	1.100,1	2.706,2	1.488,6	18.968,1	
Dic	0,0	10.198,9	4.136,5	106,9	5.955,5	1.984,6	2.264,5	1.479,6	226,9	532,9	2.992,7	1.108,8	2.594,3	1.431,7	18.859,3	
2003 Ene	0,0	10.200,0	4.162,0	105,4	5.932,5	1.933,2	2.268,8	1.497,5	233,0	600,3	3.017,2	1.113,0	2.632,7	1.414,6	18.977,7	
Feb	0,0	10.297,4	4.220,3	121,6	5.955,5	1.932,9	2.277,8	1.511,0	233,8	613,8	3.037,2	1.110,7	2.685,9	1.434,2	19.179,2	
Mar	0,0	10.318,4	4.198,8	125,5	5.994,1	1.970,2	2.277,5	1.522,3	224,0	617,6	3.045,9	1.115,8	2.666,0	1.422,6	19.186,2	
Abr	0,0	10.350,2	4.200,8	117,8	6.031,6	1.989,4	2.283,3	1.528,4	230,5	632,6	3.064,7	1.116,9	2.687,9	1.467,5	19.319,8	
May	0,0	10.517,3	4.310,1	124,2	6.082,9	2.014,1	2.304,8	1.532,7	231,4	641,9	3.062,9	1.120,5	2.625,3	1.522,6	19.490,5	
Jun <sup>2)</sup>	0,0	10.545,2	4.302,9	147,3	6.094,9	2.063,0	2.271,5	1.545,6	214,8	639,2	3.082,6	1.129,0	2.644,6	1.493,5	19.534,1	

Fuente: BCE.

1) Incluye instrumentos del mercado monetario. Para más detalles, véanse las notas generales.

2) Saldo mantenidos por residentes en la zona del euro. Los saldos en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

### Cuadro 2.3

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

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

##### 1. Activo: Saldos

											Total
	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>	Activo fijo	Resto de activos	
	1	2	3	4	5	6					
2001 Dic	7.367,0	847,7	6.519,3	1.516,1	1.179,2	336,9	568,1	2.807,8	180,0	1.137,6	13.576,7
2002 Ene	7.379,2	844,8	6.534,4	1.548,3	1.206,3	341,9	568,1	2.830,6	177,5	1.163,7	13.667,3
Feb	7.396,2	847,5	6.548,7	1.557,7	1.207,8	349,9	566,7	2.835,9	176,6	1.124,1	13.657,2
Mar	7.458,8	852,6	6.606,1	1.575,7	1.229,1	346,6	560,5	2.845,2	176,4	1.077,7	13.694,3
Abr	7.473,6	832,4	6.641,2	1.572,2	1.229,3	342,9	566,8	2.826,0	176,2	1.065,4	13.680,2
May	7.488,9	829,2	6.659,7	1.587,2	1.242,3	345,0	568,9	2.845,8	176,4	1.044,4	13.711,5
Jun	7.521,2	830,1	6.691,1	1.582,0	1.239,0	343,0	563,9	2.731,2	176,2	1.067,5	13.642,1
Jul	7.521,1	828,5	6.692,6	1.582,7	1.237,4	345,3	549,1	2.755,6	176,7	1.093,6	13.678,9
Ago	7.510,4	818,0	6.692,3	1.576,0	1.235,0	341,0	559,1	2.745,1	177,7	1.080,8	13.649,1
Sep	7.547,5	820,8	6.726,8	1.603,9	1.253,2	350,8	549,1	2.813,5	178,3	1.130,0	13.822,2
Oct	7.563,1	820,4	6.742,7	1.601,6	1.248,5	353,1	561,6	2.862,9	179,3	1.095,4	13.863,9
Nov	7.583,7	829,2	6.754,5	1.611,1	1.254,4	356,7	566,9	2.936,6	177,0	1.135,7	14.010,9
Dic	7.618,3	836,8	6.781,5	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.840,3	179,5	1.132,2	13.931,1
2003 Ene	7.633,6	828,9	6.804,7	1.650,3	1.275,5	374,8	567,5	2.851,9	176,3	1.092,4	13.972,8
Feb	7.659,6	828,3	6.831,3	1.679,7	1.298,6	381,1	564,1	2.908,9	174,9	1.124,4	14.112,1
Mar	7.683,6	828,7	6.854,9	1.691,4	1.304,8	386,6	565,4	2.894,8	172,7	1.114,9	14.123,4
Abr	7.714,7	823,3	6.891,4	1.727,4	1.323,3	404,1	584,2	2.905,8	170,8	1.123,5	14.226,9
May	7.726,1	818,9	6.907,3	1.764,0	1.357,0	406,9	596,2	2.877,8	171,3	1.163,4	14.299,5
Jun <sup>(p)</sup>	7.764,5	819,6	6.944,9	1.748,3	1.341,6	406,7	590,4	2.959,5	170,4	1.152,1	14.385,8

##### 2. Pasivo: Saldos

													Total	
	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Participaciones emitidas por FMM <sup>4)</sup>	Instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>	Resto de pasivos		Discrepancias de pasivos entre IFM
2001 Dic	239,7	139,0	5.777,6	1.896,2	2.257,9	1.405,0	218,5	398,0	1.760,8	995,2	2.723,0	1.551,8	-8,5	13.576,7
2002 Ene	246,5	148,9	5.736,9	1.847,8	2.254,1	1.418,8	216,2	416,6	1.775,9	1.007,5	2.759,4	1.573,6	2,0	13.667,3
Feb	240,3	155,7	5.736,7	1.843,3	2.251,4	1.420,9	221,1	427,0	1.778,2	1.011,5	2.768,0	1.538,8	1,1	13.657,2
Mar	254,3	157,5	5.758,5	1.839,1	2.266,7	1.423,0	229,6	431,2	1.793,1	1.010,7	2.791,3	1.496,6	1,3	13.694,3
Abr	261,7	157,5	5.781,8	1.869,7	2.269,3	1.414,7	228,1	437,5	1.785,5	1.004,6	2.773,9	1.486,6	-8,9	13.680,2
May	273,8	149,0	5.799,3	1.869,8	2.279,1	1.415,5	234,8	442,6	1.805,0	1.008,8	2.755,0	1.485,2	-7,3	13.711,5
Jun	285,7	155,0	5.823,9	1.916,0	2.256,6	1.421,7	229,6	439,2	1.788,3	985,8	2.619,9	1.533,6	10,7	13.642,1
Jul	296,6	151,9	5.802,6	1.885,4	2.264,1	1.424,3	228,8	450,3	1.796,1	993,4	2.648,2	1.542,7	-2,9	13.678,9
Ago	301,1	141,0	5.783,6	1.851,6	2.265,7	1.429,8	236,5	463,4	1.814,3	1.004,3	2.616,3	1.525,4	-0,2	13.649,1
Sep	306,7	146,3	5.822,2	1.908,0	2.243,1	1.432,8	238,3	460,4	1.813,0	1.015,9	2.674,8	1.588,0	-5,0	13.822,2
Oct	313,9	151,8	5.829,1	1.891,4	2.264,1	1.438,1	235,6	462,7	1.823,0	1.014,0	2.697,9	1.568,2	3,3	13.863,9
Nov	321,4	147,5	5.881,7	1.943,2	2.260,2	1.448,7	229,6	477,1	1.831,1	1.016,2	2.737,7	1.601,5	-3,4	14.010,9
Dic	341,2	136,4	5.971,1	1.999,8	2.264,8	1.479,6	226,9	470,6	1.818,6	1.006,5	2.627,2	1.550,8	8,8	13.931,1
2003 Ene	312,1	154,7	5.947,5	1.947,9	2.269,1	1.497,5	233,0	535,0	1.793,6	1.016,3	2.662,9	1.541,0	9,7	13.972,8
Feb	319,3	175,8	5.970,4	1.947,5	2.278,1	1.511,0	233,8	547,4	1.803,1	1.009,4	2.714,5	1.559,8	12,5	14.112,1
Mar	327,2	176,2	6.010,3	1.986,1	2.277,8	1.522,3	224,0	550,8	1.804,6	999,5	2.694,6	1.545,8	14,3	14.123,4
Abr	336,3	159,7	6.048,5	2.006,1	2.283,6	1.528,4	230,5	563,0	1.834,7	995,6	2.715,6	1.593,6	-20,1	14.226,9
May	343,8	170,1	6.101,4	2.032,3	2.305,0	1.532,7	231,4	571,1	1.821,1	991,4	2.653,4	1.650,6	-3,4	14.299,5
Jun <sup>(p)</sup>	351,0	200,0	6.113,8	2.081,6	2.271,8	1.545,6	214,8	570,3	1.831,9	1.000,7	2.674,4	1.621,7	21,9	14.385,8

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) Incluye instrumentos del mercado monetario. Para más detalles, véanse las notas generales.
- 3) Véase el cuadro 2.1, nota 1.
- 4) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro. Los saldos en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

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

	Total										11
	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro	AAPP	Otros sectores residentes	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>	Activo fijo	Resto del activo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2002 Ene	9,5	-3,1	12,6	27,1	21,9	5,2	-0,3	0,9	-2,5	25,5	60,2
Feb	19,0	2,7	16,2	9,2	1,2	8,0	0,6	3,0	-0,9	-41,0	-10,1
Mar	64,2	5,2	59,0	14,1	16,9	-2,9	-7,6	19,9	0,0	-45,4	45,1
Abr	21,7	-20,0	41,7	-1,9	1,5	-3,3	6,3	17,5	-0,2	-12,7	30,8
May	25,4	-2,8	28,2	12,7	9,7	3,0	0,9	73,8	0,2	-21,2	91,9
Jun	40,7	1,4	39,3	-3,0	-1,3	-1,7	-5,1	-26,8	-0,2	23,5	29,0
Jul	-4,7	-1,8	-2,9	-2,5	-2,0	-0,5	-11,7	-3,5	0,5	24,9	3,0
Ago	-10,6	-10,9	0,3	-5,7	-3,1	-2,6	9,4	-10,7	1,0	-12,8	-27,5
Sep	38,3	2,8	35,4	20,8	11,5	9,3	-4,4	65,5	0,6	47,6	168,3
Oct	18,2	-0,4	18,6	-0,4	-2,6	2,2	10,5	55,1	0,9	-35,3	49,2
Nov	25,7	9,0	16,7	9,4	6,1	3,4	2,2	84,4	-2,3	39,6	159,0
Dic	50,1	8,0	42,0	-3,9	-14,1	10,2	4,6	-33,2	1,7	-13,3	5,8
2003 Ene	25,9	1,3	24,7	24,1	20,0	4,1	-0,6	18,0	-2,0	-25,7	40,3
Feb	28,5	-2,4	30,8	24,5	17,8	6,7	-2,3	67,1	-1,5	29,0	145,2
Mar	32,0	0,6	31,4	14,3	8,6	5,7	2,0	6,6	-0,2	-20,1	34,8
Abr	38,8	-5,2	44,0	33,4	21,0	12,4	15,4	39,7	-1,9	4,6	129,9
May	24,1	-4,0	28,1	33,9	30,7	3,2	11,1	41,9	0,5	39,2	150,8
Jun <sup>4)</sup>	34,5	0,6	34,0	-15,9	-15,1	-0,8	-7,8	40,5	-0,8	-10,6	39,9

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

	Total													14
	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes					Participaciones emitidas por FMM <sup>4)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>2)4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>	Resto del pasivo	Discrepancias de pasivos entre IFM	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2002 Ene	6,8	10,4	-42,5	-49,5	-3,1	12,4	-2,3	19,5	10,4	14,2	14,2	15,7	11,3	60,2
Feb	-6,2	6,9	0,2	-4,3	-2,5	2,1	4,9	10,4	4,8	-0,8	11,2	-35,8	-0,7	-10,1
Mar	14,0	1,7	22,8	-3,8	16,1	2,2	8,4	3,3	18,4	2,7	25,5	-52,5	9,3	45,1
Abr	7,4	0,0	27,6	32,1	5,2	-8,2	-1,5	7,9	-1,6	-5,2	20,5	-16,3	-9,6	30,8
May	12,2	-8,5	24,6	2,4	14,4	1,1	6,7	4,0	29,7	3,7	34,8	-10,1	1,5	91,9
Jun	11,8	6,0	31,1	48,2	-17,3	6,4	-6,1	-7,3	1,5	-17,1	-67,8	55,1	15,6	29,0
Jul	10,9	-3,1	-24,5	-31,8	5,4	2,5	-0,7	12,0	5,3	9,6	-5,0	11,3	-13,5	3,0
Ago	4,5	-11,0	-4,7	-33,6	15,7	5,5	7,7	12,3	4,1	9,0	-24,8	-19,7	2,8	-27,5
Sep	5,6	1,6	39,5	56,4	-22,3	3,0	2,4	-2,7	15,7	9,3	47,4	53,9	-1,9	168,3
Oct	7,2	5,5	7,8	-16,4	21,7	5,3	-2,8	2,1	11,3	0,4	25,5	-20,0	9,4	49,2
Nov	7,5	-4,3	54,9	52,2	-3,6	10,6	-4,4	14,7	11,6	2,4	49,5	28,6	-5,9	159,0
Dic	19,8	-11,0	86,3	49,2	8,6	31,2	-2,8	-6,1	-6,0	8,7	-55,0	-43,2	12,3	5,8
2003 Ene	-7,4	15,2	-16,5	-50,3	1,1	18,1	14,7	19,4	12,4	11,0	10,7	-9,5	5,0	40,3
Feb	7,2	18,6	23,0	-0,4	9,1	13,5	0,9	12,2	10,0	-4,3	56,4	16,6	5,4	145,2
Mar	7,9	-1,0	41,8	39,3	0,9	11,4	-9,8	4,2	2,6	-5,4	-7,2	-11,1	3,1	34,8
Abr	9,1	-16,5	41,8	21,3	7,8	6,2	6,4	11,8	30,1	-0,1	44,1	43,2	-33,7	129,9
May	7,4	10,4	61,2	29,3	26,4	4,6	1,0	8,8	2,4	-6,9	0,6	52,6	14,3	150,8
Jun <sup>4)</sup>	7,3	29,9	7,7	47,6	-36,0	12,7	-16,6	-1,6	2,5	9,9	-16,0	-25,7	25,9	39,9

## 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		Total	Índice dic 01=100 <sup>3)</sup>	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	M2	
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista					Total	Índice dic 01=100 <sup>3)</sup>
			1	2	3	4		
2001 Dic	239,7	1.968,2	2.207,9	100,00	1.088,8	1.371,0	4.667,7	100,00
2002 Ene	246,5	1.921,9	2.168,4	98,16	1.081,0	1.389,9	4.639,2	99,36
Feb	240,3	1.917,1	2.157,4	97,67	1.076,8	1.394,2	4.628,4	99,14
Mar	254,3	1.914,2	2.168,5	98,19	1.088,5	1.397,7	4.654,7	99,72
Abr	261,7	1.945,5	2.207,2	100,01	1.092,1	1.391,4	4.690,6	100,57
May	273,8	1.945,4	2.219,3	100,66	1.099,6	1.393,5	4.712,4	101,16
Jun	285,7	1.992,1	2.277,8	103,40	1.074,9	1.399,6	4.752,2	102,15
Jul	296,6	1.959,4	2.255,9	102,36	1.083,7	1.402,7	4.742,3	101,81
Ago	301,1	1.927,4	2.228,6	101,13	1.096,9	1.408,8	4.734,2	101,65
Sep	306,7	1.984,4	2.291,1	103,96	1.073,6	1.411,4	4.776,1	102,55
Oct	313,9	1.968,4	2.282,2	103,57	1.093,7	1.418,4	4.794,4	102,95
Nov	321,4	2.020,5	2.341,9	106,30	1.086,4	1.430,0	4.858,3	104,34
Dic	341,2	2.084,4	2.425,5	109,76	1.075,5	1.463,5	4.964,6	106,53
2003 Ene	312,1	2.031,6	2.343,7	107,11	1.077,9	1.485,2	4.906,7	105,81
Feb	319,3	2.032,5	2.351,8	107,48	1.080,6	1.501,0	4.933,4	106,39
Mar	327,2	2.070,5	2.397,8	109,61	1.073,6	1.514,3	4.985,6	107,55
Abr	336,3	2.090,3	2.426,6	110,99	1.082,2	1.522,8	5.031,6	108,61
May	343,8	2.115,2	2.458,9	112,61	1.097,0	1.530,1	5.086,1	109,94
Jun <sup>(p)</sup>	351,0	2.164,5	2.515,5	115,12	1.059,5	1.545,1	5.120,0	110,59

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

	M1		Total	Tasa de crecimiento interanual <sup>3)</sup>	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	M2	
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista					Total	Tasa de crecimiento interanual <sup>3)</sup>
			1	2	3	4		
2002 Ene	6,8	-47,4	-40,6	6,7	-6,7	17,5	-29,9	6,7
Feb	-6,2	-4,6	-10,8	6,3	-4,0	4,4	-10,5	6,4
Mar	14,0	-2,5	11,5	6,3	12,3	3,5	27,3	6,4
Abr	7,4	32,8	40,2	6,6	5,4	-6,2	39,4	6,4
May	12,2	2,1	14,3	6,4	10,9	2,4	27,6	6,7
Jun	11,8	48,6	60,5	7,3	-20,6	6,3	46,2	6,6
Jul	10,9	-33,8	-22,9	7,3	4,2	3,0	-15,8	6,4
Ago	4,5	-31,7	-27,1	8,0	13,5	6,2	-7,5	6,6
Sep	5,6	56,9	62,5	8,0	-23,3	2,6	41,8	6,4
Oct	7,2	-15,9	-8,7	8,3	20,6	7,1	19,0	6,8
Nov	7,5	52,6	60,1	9,5	-7,3	11,6	64,4	7,0
Dic	19,8	56,5	76,3	9,8	-7,8	33,8	102,2	6,5
2003 Ene	-7,4	-51,2	-58,6	9,1	3,4	21,8	-33,4	6,5
Feb	7,2	0,9	8,1	10,0	2,8	15,9	26,8	7,3
Mar	7,9	38,7	46,7	11,6	-6,1	13,3	53,9	7,9
Abr	9,1	21,0	30,1	11,0	10,2	8,7	49,0	8,0
May	7,4	28,0	35,4	11,9	18,6	7,6	61,7	8,7
Jun <sup>(p)</sup>	7,3	47,6	54,9	11,3	-39,7	14,7	29,9	8,3

Fuente: BCE.

1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central.

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

M3 <sup>2)</sup>					
Cesiones temporales	Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones hasta 2 años <sup>5)</sup>	Total	Índice dic 01=100 <sup>3)</sup>	
9	10	11	12	13	
218,5	398,0	145,9	5.430,2	100,00	2001 Dic
216,2	416,6	141,8	5.413,9	99,76	2002 Ene
221,1	427,0	138,8	5.415,2	99,78	Feb
229,6	431,2	137,2	5.452,8	100,50	Mar
228,1	437,5	134,7	5.490,9	101,28	Abr
234,8	442,6	144,0	5.533,8	102,17	May
229,6	439,2	132,8	5.553,8	102,64	Jun
228,8	450,3	125,5	5.546,9	102,40	Jul
236,5	463,4	126,5	5.560,7	102,65	Ago
238,3	460,4	131,3	5.606,1	103,48	Sep
235,6	462,7	133,7	5.626,4	103,86	Oct
229,6	477,1	131,1	5.696,2	105,19	Nov
226,9	470,6	127,7	5.789,8	106,85	Dic
233,0	535,0	108,3	5.782,9	106,97	2003 Ene
233,8	547,4	108,8	5.823,4	107,72	Feb
224,0	550,8	99,4	5.859,8	108,42	Mar
230,5	563,0	124,0	5.948,9	110,04	Abr
231,4	571,1	105,0	5.993,6	111,03	May
214,8	570,3	95,7	6.000,9	111,09	Jun <sup>6)</sup>

M3 <sup>2)</sup>					
Cesiones temporales	Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones hasta 2 años <sup>5)</sup>	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>	
9	10	11	12	13	
-2,3	19,5	-0,3	-12,9	7,7	2002 Ene
4,9	10,4	-3,9	0,9	7,3	Feb
8,4	3,3	0,2	39,1	7,3	Mar
-1,5	7,9	-3,4	42,4	7,2	Abr
6,7	4,0	9,8	48,1	7,5	May
-6,1	-7,3	-7,4	25,5	7,2	Jun
-0,7	12,0	-8,7	-13,2	6,9	Jul
7,7	12,3	1,1	13,6	7,1	Ago
2,4	-2,7	3,6	45,1	7,0	Sep
-2,8	2,1	2,6	20,8	6,9	Oct
-4,4	14,7	-2,7	72,1	7,2	Nov
-2,8	-6,1	-3,9	89,5	6,8	Dic
14,7	19,4	6,2	6,8	7,2	2003 Ene
0,9	12,2	0,3	40,1	8,0	Feb
-9,8	4,2	-10,2	38,0	7,9	Mar
6,4	11,8	20,3	87,5	8,6	Abr
1,0	8,8	-17,7	53,8	8,7	May
-16,6	-1,6	-8,8	3,0	8,2	Jun <sup>6)</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.

5) Incluye instrumentos del mercado monetario. Para más detalles, véanse las notas generales.

## 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

			M1				M2		Total	Índice <sup>4)</sup>
					Otros depósitos a corto plazo <sup>5)</sup>		Índice <sup>4)</sup>			
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Índice <sup>4)</sup>	Total	Índice <sup>4)</sup>				
								1		
2001 Dic	233,3	1.917,8	2.151,1	97,43	2.450,9	99,64	4.602,1	98,59		
2002 Ene	251,7	1.924,5	2.176,2	98,52	2.452,4	99,68	4.628,6	99,13		
Feb	244,8	1.932,3	2.177,1	98,56	2.449,3	99,57	4.626,4	99,09		
Mar	254,1	1.921,7	2.175,9	98,52	2.471,6	100,50	4.647,5	99,57		
Abr	263,4	1.939,3	2.202,7	99,80	2.476,9	100,80	4.679,6	100,33		
May	272,5	1.945,4	2.217,9	100,60	2.480,6	101,10	4.698,5	100,86		
Jun	281,7	1.948,2	2.230,0	101,23	2.486,1	101,50	4.716,1	101,37		
Jul	292,1	1.959,4	2.251,5	102,16	2.496,8	101,74	4.748,4	101,94		
Ago	299,1	1.971,0	2.270,0	103,01	2.503,3	102,02	4.773,4	102,49		
Sep	307,5	1.988,6	2.296,0	104,19	2.511,5	102,35	4.807,6	103,22		
Oct	315,7	1.996,0	2.311,7	104,91	2.532,7	103,24	4.844,4	104,03		
Nov	321,9	2.017,4	2.339,3	106,18	2.534,2	103,30	4.873,4	104,66		
Dic	332,7	2.033,5	2.366,2	107,07	2.532,6	103,37	4.898,7	105,12		
2003 Ene	317,4	2.043,1	2.360,5	107,87	2.538,9	103,67	4.899,3	105,66		
Feb	323,6	2.059,2	2.382,8	108,90	2.553,1	104,26	4.936,0	106,45		
Mar	332,4	2.077,4	2.409,8	110,16	2.575,0	105,19	4.984,7	107,53		
Abr	338,7	2.088,7	2.427,4	111,03	2.594,3	106,05	5.021,8	108,40		
May	342,3	2.106,6	2.448,9	112,15	2.614,8	107,06	5.063,7	109,46		
Jun <sup>6)</sup>	347,6	2.118,0	2.465,7	112,84	2.619,4	107,15	5.085,1	109,83		

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

			M1				M2			Tasa de crecimiento mensual (%) <sup>4)</sup>	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>4)</sup>
					Otros depósitos a corto plazo <sup>5)</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		
2002 Ene	18,4	5,6	24,1	1,1	6,6	1,1	0,0	6,9	25,2	0,5	6,8
Feb	-6,9	8,0	1,0	0,0	6,1	-2,8	-0,1	6,5	-1,8	0,0	6,3
Mar	9,3	-10,2	-0,9	0,0	6,0	22,9	0,9	6,5	22,0	0,5	6,3
Abr	9,3	19,0	28,3	1,3	6,7	7,3	0,3	6,2	35,5	0,8	6,4
May	9,1	8,4	17,5	0,8	6,8	7,3	0,3	6,6	24,8	0,5	6,7
Jun	9,2	4,8	14,0	0,6	6,9	9,8	0,4	6,0	23,8	0,5	6,4
Jul	10,4	10,1	20,4	0,9	7,6	5,9	0,2	5,5	26,4	0,6	6,5
Ago	7,0	11,8	18,8	0,8	7,7	6,9	0,3	5,4	25,6	0,5	6,5
Sep	8,4	17,6	26,0	1,1	8,1	8,2	0,3	5,1	34,2	0,7	6,5
Oct	8,2	7,6	15,8	0,7	8,3	21,7	0,9	5,4	37,5	0,8	6,8
Nov	6,2	21,8	28,0	1,2	9,0	1,6	0,1	4,9	29,6	0,6	6,8
Dic	10,8	8,9	19,7	0,8	9,9	1,7	0,1	3,7	21,4	0,4	6,6
2003 Ene	6,6	11,1	17,7	0,7	9,5	7,5	0,3	4,0	25,2	0,5	6,6
Feb	6,3	16,1	22,4	0,9	10,5	14,3	0,6	4,7	36,7	0,7	7,4
Mar	8,8	18,9	27,6	1,2	11,8	22,8	0,9	4,7	50,4	1,0	8,0
Abr	6,3	12,6	18,9	0,8	11,2	21,1	0,8	5,2	40,0	0,8	8,0
May	3,6	21,0	24,6	1,0	11,5	24,6	0,9	5,9	49,1	1,0	8,5
Jun <sup>6)</sup>	5,3	9,7	15,0	0,6	11,5	2,3	0,1	5,6	17,3	0,3	8,3

Fuente: BCE.

- 1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central.
- 2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en FMM y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- 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 las AAPP) <sup>3)</sup>			
Instrumentos negociables <sup>6)</sup>		Total	Índice <sup>4)</sup>	Total	Índice <sup>4)</sup>	Total	Índice <sup>4)</sup>
Total	Índice <sup>4)</sup>						
9	10	11	12	13	14		
789,1	103,50	5.391,1	99,28	6.513,1	99,91		2001 Dic
778,5	102,73	5.407,0	99,64	6.534,3	100,19		2002 Ene
780,9	102,95	5.407,3	99,63	6.558,6	100,59		Feb
784,5	103,49	5.432,0	100,12	6.595,8	101,19		Mar
787,6	104,00	5.467,2	100,84	6.625,1	101,74		Abr
800,7	105,67	5.499,3	101,53	6.661,8	102,45		May
802,2	105,75	5.518,3	101,98	6.660,8	102,56		Jun
809,9	106,70	5.558,2	102,60	6.680,5	102,79		Jul
823,9	108,45	5.597,3	103,32	6.718,4	103,38		Ago
838,3	110,30	5.645,8	104,21	6.737,2	103,69		Sep
838,6	110,33	5.683,0	104,91	6.757,2	104,04		Oct
843,6	111,22	5.717,1	105,58	6.764,4	104,22		Nov
853,7	112,55	5.752,4	106,16	6.778,5	104,67		Dic
879,4	114,50	5.778,7	106,90	6.806,3	105,12		2003 Ene
883,3	114,95	5.819,2	107,64	6.842,3	105,75		Feb
858,9	111,78	5.843,7	108,12	6.843,3	105,88		Mar
903,6	117,00	5.925,4	109,60	6.873,6	106,47		Abr
884,7	114,79	5.948,4	110,20	6.908,9	107,20		May
882,4	114,46	5.967,5	110,47	6.913,1	107,21		Jun <sup>6)</sup>

M3 <sup>2)</sup>							Préstamos a otros residentes en la zona del euro (excluidas las 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		
-5,9	-0,7	13,9	19,3	0,4	7,7	7,6	18,7	0,3	5,7	2002 Ene	
1,7	0,2	13,4	-0,1	0,0	7,3	7,4	26,2	0,4	5,6	Feb	
4,1	0,5	12,8	26,2	0,5	7,2	7,2	38,7	0,6	5,5	Mar	
3,9	0,5	12,6	39,4	0,7	7,3	7,3	36,0	0,5	5,5	Abr	
12,6	1,6	12,9	37,4	0,7	7,5	7,3	46,4	0,7	5,8	May	
0,6	0,1	10,9	24,4	0,4	7,1	7,2	6,9	0,1	5,4	Jun	
7,2	0,9	10,2	33,6	0,6	7,0	7,0	15,3	0,2	5,1	Jul	
13,3	1,6	9,9	38,9	0,7	7,0	7,0	38,4	0,6	5,4	Ago	
14,1	1,7	10,8	48,2	0,9	7,1	7,0	19,9	0,3	5,1	Sep	
0,2	0,0	7,8	37,7	0,7	6,9	7,0	22,6	0,3	4,9	Oct	
6,8	0,8	8,1	36,4	0,6	7,0	7,0	12,0	0,2	4,4	Nov	
10,1	1,2	8,7	31,5	0,5	6,9	7,1	29,1	0,4	4,8	Dic	
14,8	1,7	11,5	40,0	0,7	7,3	7,4	29,3	0,4	4,9	2003 Ene	
3,4	0,4	11,7	40,1	0,7	8,0	7,8	40,2	0,6	5,1	Feb	
-24,4	-2,8	8,0	26,0	0,4	8,0	8,2	8,9	0,1	4,6	Mar	
40,1	4,7	12,5	80,2	1,4	8,7	8,4	37,7	0,6	4,6	Abr	
-17,1	-1,9	8,6	32,1	0,5	8,5	8,5	47,6	0,7	4,6	May	
-2,6	-0,3	8,2	14,7	0,2	8,3	.	0,6	0,0	4,5	Jun <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 y valores distintos de acciones 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 más largo plazo de las IFM				Crédito <sup>2)</sup>				Activos exteriores netos	Activo fijo
	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos con preaviso superior a 3 meses	Valores distintos de acciones 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 01 =100 <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001 Dic	1.169,1	115,8	1.613,6	995,2	2.026,9	7.424,4	6.519,3	100,00	84,7	180,0
2002 Ene	1.173,2	112,3	1.632,9	1.007,5	2.051,1	7.444,4	6.534,4	100,19	71,2	177,5
Feb	1.174,7	111,2	1.638,8	1.011,5	2.055,3	7.465,4	6.548,7	100,44	68,0	176,6
Mar	1.178,2	109,9	1.655,8	1.010,7	2.081,7	7.513,2	6.606,1	101,35	54,0	176,4
Abr	1.177,3	108,0	1.650,2	1.004,6	2.061,7	7.550,9	6.641,2	101,99	52,1	176,2
May	1.179,6	106,8	1.660,6	1.008,8	2.071,5	7.573,6	6.659,7	102,42	90,7	176,4
Jun	1.181,7	106,6	1.655,2	985,8	2.069,1	7.598,0	6.691,1	103,02	111,3	176,2
Jul	1.180,4	106,6	1.670,1	993,4	2.065,9	7.587,0	6.692,6	102,98	107,5	176,7
Ago	1.168,9	106,8	1.687,1	1.004,3	2.053,0	7.592,5	6.692,3	102,98	128,8	177,7
Sep	1.169,5	107,2	1.680,8	1.015,9	2.073,9	7.626,6	6.726,8	103,53	138,7	178,3
Oct	1.170,5	106,2	1.688,7	1.014,0	2.068,8	7.657,4	6.742,7	103,81	165,0	179,3
Nov	1.174,0	105,7	1.698,5	1.016,2	2.083,6	7.678,1	6.754,5	104,07	198,8	177,0
Dic	1.189,5	105,8	1.689,7	1.006,5	2.057,8	7.721,2	6.781,5	104,72	213,1	179,5
2003 Ene	1.191,5	103,7	1.684,5	1.016,3	2.104,4	7.747,0	6.804,7	105,10	189,0	176,3
Feb	1.198,4	102,5	1.693,7	1.009,4	2.126,8	7.776,5	6.831,3	105,58	194,4	174,9
Mar	1.205,4	100,9	1.704,4	999,5	2.133,5	7.806,9	6.854,9	106,06	200,2	172,7
Abr	1.202,1	98,3	1.709,9	995,6	2.146,6	7.879,7	6.891,4	106,74	190,2	170,8
May	1.208,4	96,9	1.714,3	991,4	2.175,9	7.910,5	6.907,3	107,18	224,4	171,3
Jun <sup>(p)</sup>	1.212,6	95,5	1.734,4	1.000,7	2.161,2	7.942,0	6.944,9	107,71	285,1	170,4

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

	Pasivos a más largo plazo de las IFM				Crédito <sup>2)</sup>				Activos netos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo
	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos con preaviso superior a 3 meses	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Capital y reservas	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Del cual:			
							Préstamos	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2002 Ene	3,6	-3,6	10,8	14,2	18,7	17,5	12,6	5,7	-13,3	-2,5
Feb	1,6	-1,0	9,2	-0,8	3,9	24,9	16,2	5,6	-8,2	-0,9
Mar	3,7	-1,3	18,8	2,7	22,1	48,5	59,0	5,5	-5,6	0,0
Abr	-0,2	-1,9	1,3	-5,2	-18,5	44,6	41,7	5,5	-3,0	-0,2
May	3,5	-1,2	20,0	3,7	6,9	32,1	28,2	5,8	39,0	0,2
Jun	3,3	-0,2	9,0	-17,1	0,1	32,5	39,3	5,4	41,0	-0,2
Jul	1,3	0,0	13,8	9,6	-3,8	-15,1	-2,9	5,1	1,5	0,5
Ago	2,2	0,2	2,8	9,0	-14,0	7,1	0,3	5,4	14,1	1,0
Sep	1,0	0,4	12,0	9,3	14,3	40,3	35,4	5,1	18,1	0,6
Oct	1,3	-1,0	9,0	0,4	-3,0	31,3	18,6	5,0	29,7	0,9
Nov	3,7	-0,5	13,4	2,4	15,1	22,2	16,7	4,4	34,9	-2,3
Dic	16,5	0,1	-1,8	8,7	-6,1	56,8	42,0	4,7	21,8	1,7
2003 Ene	-2,3	-2,1	6,5	11,0	21,3	28,1	24,7	4,9	7,2	-2,0
Feb	6,9	-1,2	10,1	-4,3	15,5	35,2	30,8	5,1	10,6	-1,5
Mar	7,2	-1,6	12,4	-5,4	9,2	39,1	31,4	4,7	13,9	-0,2
Abr	-2,7	-2,6	9,9	-0,1	15,8	71,7	44,0	4,7	-4,4	-1,9
May	7,4	-1,3	19,0	-6,9	26,7	42,4	28,1	4,6	41,3	0,5
Jun <sup>(p)</sup>	3,6	-1,5	11,3	9,9	-14,5	25,4	34,0	4,5	56,5	-0,8

1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central.

2) El crédito incluye los préstamos a residentes en la zona del euro distintos de IFM y las 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 inicial<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 01 =100 <sup>2)</sup>	
	Total		Índice dic 01 =100 <sup>2)</sup>	Total		Índice dic 01 =100 <sup>2)</sup>	Adminis-tración Central <sup>3)</sup>	Otras AAPP			Admones de Seguridad Social	Total			Índice dic 01 =100 <sup>2)</sup>
	Hasta 1 año	1		Hasta 1 año	2			Adminis-tración Regional	Más de 5 años	Adminis-tración Local					
			8			9									
2001 III	409,0	256,8	93,7	37,4	26,9	107,3	167,3	293,9	254,1	349,7	312,0	18,9	829,8	98,0	
IV	434,4	276,0	100,0	34,9	24,8	100,0	170,1	298,3	252,0	362,9	322,3	16,4	847,7	100,0	
2002 I	459,4	305,3	105,9	38,9	28,3	111,3	180,3	294,0	248,2	361,8	317,9	16,4	852,6	100,6	
II	461,1	303,4	106,3	42,5	30,5	120,8	163,0	280,9	245,8	366,6	314,5	19,5	830,1	98,0	
III	452,4	288,0	104,3	42,1	30,1	113,6	156,4	274,7	241,6	367,8	315,6	21,9	820,8	96,9	
IV	453,9	288,0	105,4	33,0	19,7	88,9	155,2	277,7	237,0	382,8	327,1	21,2	836,8	98,8	
2003 I <sup>4)</sup>	470,2	301,0	107,5	42,4	30,0	119,3	158,7	267,2	229,2	382,2	330,0	21,1	829,1	97,8	

#### 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			Admones de Seguridad Social	Total			Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup>
	Hasta 1 año	1		Hasta 1 año	2			Adminis-tración Regional	Más de 5 años	Adminis-tración Local					
			8			9									
2001 IV	27,5	21,3	12,0	-2,5	-2,1	11,5	1,9	4,4	-2,1	13,2	10,3	-2,5	16,9	-0,9	
2002 I	25,6	29,8	10,5	3,9	3,5	7,5	10,1	-4,3	-3,8	-1,1	-4,4	0,1	4,8	0,0	
II	1,6	-1,8	9,0	3,3	2,1	17,4	-16,2	-13,1	-2,4	4,8	-3,5	3,1	-21,4	-0,6	
III	-8,7	-15,4	11,3	-2,5	-0,4	5,9	-6,7	-6,8	-4,7	1,2	1,1	2,4	-9,9	-1,1	
IV	4,7	3,4	5,4	-9,2	-10,5	-11,1	-0,8	3,1	-4,6	15,0	11,5	-0,7	16,6	-1,2	
2003 I <sup>4)</sup>	9,0	5,1	1,5	11,3	10,3	7,2	2,2	-10,5	-7,9	-0,6	3,2	-0,1	-9,0	-2,8	

Fuente: BCE.

1) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: sociedades no financieras: S.11; hogares: S.14; instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares: S.15; intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones (correspondiente al sector otros intermediarios financieros del SEC 95): S.123 (incluidos auxiliares financieros, S.124); empresas de seguros y fondos de pensiones: S.125; AAPP: S.13.

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 inicial<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 01=100 <sup>2)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice dic 01=100 <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 III	1.027,2	467,3	1.372,1	2.866,6	98,7	100,6	170,7	219,6	490,9	98,9
IV	1.019,0	489,8	1.394,5	2.903,3	100,0	102,5	170,4	224,2	497,1	100,0
2002 I	1.018,8	494,8	1.418,9	2.932,5	100,8	99,3	170,5	226,5	496,2	99,8
II	1.008,4	502,7	1.434,1	2.945,2	102,1	102,2	173,6	230,1	505,9	101,3
III	992,9	505,4	1.450,4	2.948,8	102,2	104,1	175,6	233,8	513,5	102,4
IV	980,8	514,3	1.477,2	2.972,3	103,5	102,2	179,1	236,4	517,8	103,8
2003 I <sup>(p)</sup>	991,3	512,6	1.487,3	2.991,3	104,6	110,9	176,0	208,1	495,0	103,1

#### 4. Préstamos a instituciones no financieras distintas 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 IV	-9,1	23,2	22,4	36,5	7,8	1,8	-0,7	4,6	5,7	4,2
2002 I	-2,1	4,7	20,3	22,8	5,0	-4,2	1,2	2,3	-0,7	4,0
II	-2,3	13,3	27,5	38,6	4,4	2,9	0,7	3,7	7,3	3,4
III	-13,1	0,2	14,9	2,0	3,5	1,9	0,0	3,7	5,6	3,6
IV	-8,4	12,8	34,8	39,2	3,5	2,5	3,0	1,5	7,0	3,8
2003 I <sup>(p)</sup>	13,1	2,3	16,2	31,6	3,8	8,3	-4,6	-7,5	-3,8	3,2

Fuente: BCE.

1) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: sociedades no financieras: S.11; hogares: S.14; instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares: S.15; intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones (correspondiente al sector otros intermediarios financieros del SEC 95): S.123 (incluidos auxiliares financieros, S.124); empresas de seguros y fondos de pensiones: S.125; AAPP: S.13.

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

Hogares													
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>					Otras finalidades <sup>5)</sup>					Total	Índice dic 01 =100 <sup>2)</sup>		
Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice dic 01 =100 <sup>2)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice dic 01 =100 <sup>2)</sup>				
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
22,5	61,1	1.907,4	1.991,0	98,6	153,4	104,2	368,6	626,2	99,4	3.108,8	98,8	2001 III	
22,7	61,0	1.937,0	2.020,6	100,0	152,8	105,3	370,3	628,3	100,0	3.146,7	100,0	IV	
23,1	60,7	1.975,0	2.058,7	101,9	150,6	104,7	364,5	619,8	99,5	3.175,4	101,1	2002 I	
23,7	60,7	2.019,1	2.103,5	104,1	157,6	107,2	367,5	632,3	101,7	3.242,3	103,2	II	
24,6	60,7	2.059,1	2.144,4	106,1	151,3	103,7	370,0	625,0	101,1	3.283,5	104,5	III	
25,8	64,9	2.087,3	2.177,9	107,7	157,1	98,9	370,0	626,0	101,7	3.322,3	105,9	IV	
16,1	69,0	2.125,5	2.210,6	109,3	145,7	94,1	405,3	645,1	102,7	3.351,0	107,0	2003 I <sup>(p)</sup>	

Hogares													
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>					Otras finalidades <sup>5)</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		
0,1	-0,1	29,2	29,3	7,5	-0,6	2,2	2,3	4,0	1,7	39,0	5,8	2001 IV	
0,4	-0,4	38,1	38,1	7,2	-1,7	-0,3	-1,2	-3,1	0,6	34,2	5,4	2002 I	
0,6	0,0	44,2	44,8	7,7	7,1	2,8	3,7	13,7	1,4	65,8	5,7	II	
0,9	0,0	39,6	40,5	7,7	-6,3	-1,5	3,8	-4,0	1,7	42,2	5,8	III	
1,2	2,3	27,8	31,3	7,7	2,4	0,3	1,4	4,1	1,7	42,9	5,9	IV	
-9,5	4,2	38,3	32,9	7,3	-9,1	-2,2	17,4	6,1	3,2	34,9	5,9	2003 I <sup>(p)</sup>	

3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para adquisición 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.

5) «Otras finalidades» incluye los préstamos a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

## Cuadro 2.6

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

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

#### 1. Depósitos de las 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 01 =100 <sup>3)</sup>	Total <sup>2)</sup>				Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>	Adminis-tración Central	Otras AAPP			Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>
	A la vista	A plazo	Cesiones temporales			A la vista	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 III	455,3	162,7	201,8	85,6	98,8	487,8	39,3	426,9	17,9	98,5	147,8	33,3	67,4	60,4	308,9	103,3
IV	465,8	157,9	217,3	85,3	100,0	495,4	48,0	427,5	16,4	100,0	139,0	30,0	68,9	61,0	299,0	100,0
2002 I	485,5	157,8	228,8	92,8	103,8	498,6	43,9	433,0	17,7	100,6	157,5	31,0	64,2	61,8	314,5	105,4
II	492,4	164,0	229,9	93,0	104,8	503,9	48,4	432,9	19,0	101,7	155,0	34,2	65,7	59,8	314,7	105,4
III	488,5	158,2	219,4	105,2	106,4	506,3	50,1	437,9	14,4	102,2	146,3	34,3	63,8	55,0	299,4	99,1
IV	483,4	153,7	226,0	97,1	105,5	522,8	55,9	445,6	17,9	105,5	136,4	31,7	69,2	52,4	289,8	95,9
2003 I <sup>4)</sup>	524,7	166,3	250,7	99,5	116,2	535,2	59,5	453,8	18,2	107,8	170,9	32,2	65,9	53,1	322,1	104,7

#### 2. Depósitos de las 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>
	A la vista	A plazo	Cesiones temporales			A la vista	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 IV	5,7	-4,7	10,5	-0,2	4,2	7,6	8,8	0,6	-1,4	3,8	-8,8	-3,4	1,5	0,7	-10,0	-6,9
2002 I	17,7	0,0	9,6	7,4	5,5	3,0	-4,2	5,3	1,3	3,1	19,0	1,0	-4,7	0,7	16,1	3,8
II	4,8	5,8	1,4	-0,4	4,2	5,3	4,5	-0,1	1,2	3,6	-2,5	3,3	1,5	-2,1	0,2	-2,9
III	7,3	-6,2	1,2	12,2	7,7	2,5	1,7	5,1	-4,6	3,8	-12,5	0,1	-1,9	-4,7	-19,0	-4,1
IV	-3,9	-4,5	6,1	-6,5	5,5	16,5	5,8	7,7	3,5	5,5	-9,9	-2,6	5,5	-2,6	-9,5	-4,1
2003 I <sup>4)</sup>	48,9	12,6	23,7	10,9	12,0	11,6	3,7	7,4	0,4	7,2	28,9	0,5	-3,3	0,6	26,7	-0,6

Fuente: BCE.

1) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: sociedades no financieras: S.11; hogares: S.14; instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares: S.15; intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones (correspondiente al sector otros intermediarios financieros del SEC 95): S.123 (incluidos auxiliares financieros, S.124); empresas de seguros y fondos de pensiones: S.125; AAPP: S.13.

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 en las IFM por contrapartida e instrumento<sup>1)</sup>

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

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

	Sociedades no financieras						Hogares <sup>2)</sup>					
	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	Índice dic 01=100 <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001 III	514,8	318,4	25,4	32,0	890,7	91,5	963,6	1.203,8	1.305,3	84,6	3.557,3	96,5
IV	577,1	335,2	27,5	36,2	976,0	100,0	1.043,5	1.194,6	1.365,7	76,6	3.680,4	100,0
2002 I	529,1	344,5	27,5	33,8	934,9	95,7	1.039,1	1.180,1	1.382,6	80,6	3.682,4	100,1
II	555,7	337,5	27,7	37,0	957,9	99,9	1.076,3	1.174,7	1.382,0	77,0	3.710,0	100,9
III	562,3	337,9	28,7	36,4	965,3	100,7	1.066,7	1.172,2	1.391,8	78,4	3.709,0	100,9
IV	596,9	340,3	30,5	34,7	1.002,4	105,6	1.117,7	1.180,8	1.435,9	74,7	3.809,0	103,3
2003 I <sup>4)</sup>	561,8	331,8	34,4	31,6	959,7	101,8	1.125,8	1.167,7	1.471,5	70,6	3.835,7	104,0

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

	Sociedades no financieras						Hogares <sup>2)</sup>					
	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup>	A la vista	A plazo	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 IV	62,1	14,5	2,0	4,3	82,8	12,4	80,1	-4,1	60,3	-8,0	128,3	10,4
2002 I	-48,5	9,2	0,0	-2,5	-41,8	8,0	-4,5	-10,1	15,1	4,0	4,5	6,5
II	33,0	4,6	0,2	3,0	40,8	10,3	36,9	-5,1	1,6	-3,7	29,7	5,7
III	5,6	1,4	0,9	0,0	8,0	10,1	-9,2	-2,8	9,7	1,4	-0,8	4,5
IV	38,3	7,7	2,8	-1,7	47,1	5,6	40,5	8,6	43,4	-3,7	88,8	3,3
2003 I <sup>4)</sup>	-32,9	-4,9	3,9	-3,0	-36,9	6,3	8,1	-16,7	35,9	-4,1	23,2	3,8

Fuente: BCE.

1) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: sociedades no financieras: S.11; hogares: S.14; instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares: S.15; intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones (correspondiente al sector otros intermediarios financieros del SEC 95): S.123 (incluidos auxiliares financieros, S.124); empresas de seguros y fondos de pensiones: S.125; AAPP: S.13.

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 01 =100 <sup>3)</sup>	Bancos <sup>1)</sup>		No bancos				Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>
	Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>	AAPP	Otros	Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>			Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>	AAPP	Otros	Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 III	1.084,7	97,4	75,1	527,4	602,5	99,0	1.687,2	97,9	206,7	88,8	273,8	213,1	486,9	97,1	693,6	94,5
IV	1.119,7	100,0	75,2	543,3	618,6	100,0	1.738,3	100,0	236,6	100,0	290,2	218,0	508,2	100,0	744,8	100,0
2002 I	1.104,8	98,5	76,8	556,1	633,0	102,5	1.737,8	99,9	262,9	110,8	275,9	217,8	493,7	97,3	756,6	101,6
II	1.083,4	102,9	73,2	529,6	602,9	104,8	1.686,3	103,6	244,0	109,2	244,5	214,6	459,2	96,0	703,2	100,2
III	1.122,2	105,6	76,3	540,1	616,3	106,3	1.738,5	105,9	249,8	110,2	253,1	231,8	484,9	99,9	734,7	103,2
IV	1.183,4	114,2	72,0	520,0	592,0	105,5	1.775,4	111,2	244,2	110,9	248,2	229,1	477,3	101,3	721,5	104,4
2003 I <sup>(p)</sup>	1.220,2	119,6	63,1	527,8	590,9	107,6	1.811,1	115,4	261,5	117,3	239,1	245,4	484,6	102,6	746,0	107,3

#### 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 IV	29,2	14,0	0,1	6,1	6,2	16,0	35,4	14,7	26,0	33,3	16,7	-2,1	14,6	7,3	40,6	14,3
2002 I	-17,3	4,4	3,6	11,8	15,4	6,3	-2,0	5,1	25,6	35,7	-10,9	-2,8	-13,7	0,9	11,9	10,7
II	50,2	9,1	-3,6	18,1	14,5	10,6	64,7	9,7	-3,8	24,7	-34,1	27,5	-6,6	-1,2	-10,4	6,5
III	28,4	8,5	3,0	5,3	8,3	7,4	36,7	8,1	2,3	24,1	4,6	14,0	18,6	2,9	20,9	9,2
IV	91,6	14,2	-4,3	-0,2	-4,5	5,5	87,1	11,2	1,4	10,9	-5,2	12,1	6,9	1,3	8,3	4,4
2003 I <sup>(p)</sup>	55,6	21,5	-8,9	20,5	11,6	5,0	67,2	15,5	14,1	5,8	-9,7	15,9	6,2	5,5	20,3	5,6

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 otras participaciones emitidas por no residentes <sup>5)</sup>						Depósitos de no residentes									
Bancos <sup>1)</sup>		Otros		Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>	Bancos <sup>1)</sup>		No bancos				Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>		
Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>	Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>			Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>	AAPP	Otros	Total	Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup>				
17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30		
63,6	90,9	89,9	99,2	153,5	95,6	1.710,8	100,7	93,0	588,5	681,5	97,2	2.392,3	99,7	2001 III	
73,1	100,0	89,8	100,0	162,9	100,0	1.718,4	100,0	95,3	615,0	710,3	100,0	2.428,8	100,0	IV	
77,1	104,5	98,5	110,9	175,6	108,0	1.740,4	100,4	99,0	636,8	735,9	103,3	2.476,3	101,3	2002 I	
77,0	104,2	100,9	113,4	177,9	109,3	1.605,9	98,9	96,2	607,6	703,8	104,6	2.309,7	100,6	II	
79,5	107,6	94,3	105,9	173,9	106,7	1.644,0	99,3	102,5	613,5	715,9	105,8	2.359,9	101,2	III	
78,7	107,4	98,7	113,2	177,4	110,6	1.607,9	99,9	98,7	591,2	689,9	104,5	2.297,8	101,2	IV	
-	-	-	-	-	-	1.611,1	101,8	98,4	604,4	702,8	108,4	2.313,9	103,7	2003 I <sup>(p)</sup>	

Acciones y otras participaciones emitidas por no residentes <sup>5)</sup>						Depósitos de 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		
6,3	11,8	0,8	12,9	7,1	12,4	-12,0	8,7	2,3	17,5	19,8	18,0	7,8	11,2	2001 IV	
3,3	12,0	9,8	6,1	13,0	8,4	7,6	-2,9	4,2	19,0	23,2	9,9	30,8	0,6	2002 I	
-0,2	19,1	2,3	5,5	2,1	10,6	-26,1	-4,2	-2,8	12,3	9,5	10,9	-16,6	-0,1	II	
2,5	18,4	-6,7	6,8	-4,1	11,7	5,8	-1,4	6,1	2,2	8,2	8,9	14,1	1,5	III	
-0,1	7,4	6,5	13,2	6,3	10,6	9,9	-0,1	-3,7	-5,1	-8,9	4,5	1,0	1,2	IV	
-	-	-	-	-	-	31,0	1,4	-0,3	26,2	25,9	5,0	56,8	2,5	2003 I <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 derivan de operaciones.

5) El detalle de esta categoría se suprimió con la entrada en vigor del Reglamento BCE/2001/13



## 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; (saldos a fin de período; sin desestacionalizar)]

#### Pasivos: Saldos

##### 1. Depósitos colocados por residentes en la zona del euro

	IFM Total								No IFM Total							
	monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas			
					Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 III	4.108,4	3.628,3	48,9	431,2	300,6	41,7	71,0	17,9	5.700,0	5.503,7	28,2	168,1	125,7	19,4	10,8	12,2
IV	4.171,9	3.699,5	46,6	425,9	307,6	33,5	67,2	17,6	5.916,6	5.715,8	26,0	174,8	127,4	23,9	10,5	13,0
2002 I	4.134,6	3.645,4	46,1	443,0	315,8	40,6	65,6	21,0	5.915,9	5.712,5	28,8	174,6	126,8	22,4	10,7	14,6
II	4.211,9	3.771,7	41,3	398,8	276,4	40,8	62,8	18,8	5.978,9	5.791,1	26,7	161,0	115,0	22,3	10,9	12,8
III	4.219,7	3.799,3	38,8	381,6	266,0	37,1	58,1	20,4	5.968,5	5.782,3	27,3	158,9	115,6	20,8	9,5	13,0
IV	4.419,8	4.014,2	36,6	369,0	252,9	33,2	60,3	22,6	6.107,4	5.929,8	24,2	153,4	109,0	20,1	11,3	13,0
2003 I <sup>3)</sup>	4.476,2	4.076,4	38,8	361,0	251,8	32,1	58,6	18,5	6.177,3	5.999,5	25,6	152,2	107,4	20,9	11,7	12,2

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

	Bancos <sup>3)</sup> Total								No bancos Total							
	monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas			
					Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 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	661,8	144,8	933,8	781,0	44,4	74,6	33,8	735,9	312,7	66,6	356,6	302,8	20,0	18,9	14,8
II	1.605,9	648,9	141,6	815,4	665,8	40,5	73,4	35,7	703,8	322,4	63,3	318,1	268,7	19,4	17,8	12,2
III	1.644,0	703,2	147,8	793,0	649,0	37,7	73,0	33,3	715,9	335,7	68,2	312,1	261,7	17,7	16,4	16,4
IV	1.607,9	701,0	140,7	766,2	634,9	33,5	68,8	29,0	689,9	332,5	71,9	285,5	242,9	15,5	13,2	13,9
2003 I <sup>3)</sup>	1.611,1	740,9	133,8	736,3	598,7	33,9	70,6	33,1	702,8	363,4	66,6	272,8	224,8	17,6	14,0	16,4

##### 3. Valores distintos de acciones e instrumentos del mercado monetario emitidos por las IFM de la zona del euro <sup>4)</sup>

	Valores distintos de acciones e instrumentos del mercado monetario							
	Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
				Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	
1	2	3	4	5	6	7	8	
2001 III	3.016,5	2.602,6	56,8	357,1	223,5	71,7	41,3	20,7
IV	3.034,8	2.582,7	73,8	378,3	247,6	66,6	42,8	21,3
2002 I	3.119,5	2.654,8	76,8	387,8	256,6	58,8	45,9	26,5
II	3.136,0	2.682,1	75,1	378,9	247,4	56,6	46,8	28,1
III	3.149,5	2.692,4	79,1	378,0	243,6	54,4	50,8	29,2
IV	3.142,4	2.683,3	80,1	378,9	241,0	57,1	50,8	30,0
2003 I <sup>3)</sup>	3.195,3	2.726,8	75,1	393,4	258,0	55,1	51,8	28,6

Fuente: BCE.

1) Saldos a fin de período. Los datos han sido en parte estimados. Para más detalles, 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.

4) Incluye instrumentos del mercado monetario. Para más detalles, véanse las notas generales.

**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; (saldos a fin de período; sin desestacionalizar)]

**Activo: Saldos**

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

	IFM Total monedas								No IFM Total monedas							
	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas					
				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	
2001 III	4.089,7	-	-	-	-	-	-	-7.251,7	6.907,3	30,9	313,5	178,2	52,1	77,3	5,8	
IV	4.180,4	-	-	-	-	-	-	-7.367,0	7.025,2	29,8	312,0	181,6	47,8	77,5	5,1	
2002 I	4.133,3	-	-	-	-	-	-	-7.458,8	7.106,7	30,5	321,5	187,4	51,0	76,8	6,3	
II	4.201,2	-	-	-	-	-	-	-7.521,2	7.209,0	28,9	283,3	152,5	46,7	78,3	5,8	
III	4.224,7	-	-	-	-	-	-	-7.547,5	7.238,6	28,4	280,5	148,1	45,4	81,2	5,8	
IV	4.411,0	-	-	-	-	-	-	-7.618,3	7.327,4	28,1	262,8	133,7	40,3	83,3	5,5	
2003 I <sup>(p)</sup>	4.451,8	-	-	-	-	-	-	-7.685,7	7.394,0	27,5	264,2	136,3	36,9	83,9	7,1	

**5. Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro**

	IFM Total monedas								No IFM Total monedas							
	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas					
				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	
2001 III	1.127,2	1.073,9	256,3	226,6	203,8	9,1	7,0	6,8	1.522,6	1.483,6	4,2	34,8	20,4	12,6	1,2	0,6
IV	1.126,7	1.071,6	24,1	50,8	37,9	9,0	1,8	2,1	1.516,1	1.478,6	3,6	33,9	20,1	12,1	1,1	0,6
2002 I	1.177,7	1.117,0	29,5	54,0	35,5	14,5	1,9	2,1	1.575,7	1.539,1	3,7	32,9	19,5	11,7	1,1	0,6
II	1.200,8	1.140,8	30,2	51,8	33,3	13,8	2,8	1,9	1.582,0	1.547,8	4,5	29,8	15,5	12,2	1,2	0,8
III	1.195,8	1.136,9	35,2	46,2	27,5	14,0	2,6	2,1	1.603,9	1.568,9	5,1	29,8	15,9	11,7	1,4	0,7
IV	1.177,7	1.126,8	29,7	37,6	27,2	6,7	1,9	1,8	1.588,1	1.552,6	6,2	29,2	15,9	11,1	1,5	0,7
2003 I <sup>(p)</sup>	1.245,0	1.181,3	27,7	36,0	23,0	8,0	2,6	2,4	1.691,3	1.652,7	4,6	34,0	21,9	10,2	1,1	0,8

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

	Bancos <sup>3)</sup> Total monedas								No bancos Total monedas							
	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas					
				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	
2001 III	1.084,7	488,3	101,5	494,8	378,6	42,0	40,3	33,9	602,5	201,5	46,8	354,2	307,5	12,7	24,9	9,0
IV	1.119,7	452,2	114,7	552,9	435,9	45,2	37,9	33,8	618,6	202,3	46,8	369,5	323,4	12,0	25,7	8,4
2002 I	1.104,8	432,2	131,1	541,6	424,4	45,6	37,3	34,3	633,0	199,4	49,9	383,7	331,2	16,4	26,9	9,2
II	1.083,4	457,7	129,9	495,9	375,0	61,4	36,1	23,4	602,9	205,7	46,6	350,5	300,8	12,8	28,1	8,8
III	1.122,2	495,3	143,8	483,0	369,9	55,8	33,4	23,9	616,3	219,8	46,2	350,3	297,0	15,4	29,0	8,9
IV	1.183,4	554,3	119,7	509,4	401,0	55,1	31,7	21,8	592,0	212,6	45,0	334,5	283,3	14,2	27,8	9,1
2003 I <sup>(p)</sup>	1.220,2	598,7	114,0	507,5	399,0	53,3	32,2	23,0	590,9	222,5	44,4	324,1	276,2	11,7	27,4	8,8

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

	Bancos <sup>3)</sup> Total monedas								No bancos Total monedas							
	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas					
				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	
2001 III	206,7	76,5	27,0	103,2	93,1	4,7	2,1	3,4	486,9	129,1	27,1	330,7	292,7	27,1	3,9	7,1
IV	236,6	80,7	27,6	128,3	118,1	4,2	2,7	3,3	508,2	131,5	27,1	349,6	306,4	30,3	4,2	8,7
2002 I	262,9	87,1	33,5	142,4	130,5	4,4	2,9	4,5	493,7	127,9	26,9	339,0	298,6	24,6	5,0	10,8
II	244,0	87,5	32,6	123,9	111,8	4,0	2,3	5,9	459,2	132,4	25,0	301,7	260,7	24,3	5,0	11,7
III	249,8	90,9	38,7	120,1	111,6	4,0	1,4	3,2	484,9	136,3	31,6	316,9	273,8	26,2	5,4	11,6
IV	244,2	89,2	34,8	120,1	111,8	4,1	1,4	2,9	477,3	133,9	33,6	309,8	268,2	25,4	5,8	10,4
2003 I <sup>(p)</sup>	261,5	101,0	42,2	118,3	97,6	9,6	8,6	2,5	484,6	152,1	34,5	298,0	245,2	36,6	3,6	12,6

## Cuadro 2.9

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

[mm de euros; (saldos a fin de período; sin desestacionalizar)]

#### 1. Activo

	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos	Total
			Hasta un año	Más de un año					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 III	242,4	1.293,9	62,6	1.231,4	1.053,9	192,4	105,0	90,4	2.977,9
IV	244,6	1.309,9	63,5	1.246,5	1.219,1	209,6	108,9	98,7	3.190,8
2002 I	253,6	1.308,7	70,7	1.238,0	1.263,3	224,6	111,0	98,0	3.259,2
II	242,8	1.312,6	75,4	1.237,1	1.056,1	215,2	108,0	99,8	3.034,4
III	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	103,2	2.846,5
IV	242,0	1.335,3	72,2	1.263,2	853,2	203,1	123,7	106,4	2.863,7
2003 I <sup>(p)</sup>	216,9	1.331,6	70,7	1.260,9	767,0	205,4	120,0	108,5	2.749,3

#### 2. Pasivo

	Depósitos y préstamos recibidos		Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos	Total
	1	2			
2001 III		41,5	2.858,8	77,6	2.977,9
IV		41,1	3.075,6	74,1	3.190,8
2002 I		42,6	3.137,7	78,8	3.259,2
II		39,1	2.919,8	75,5	3.034,4
III		38,9	2.732,3	75,3	2.846,5
IV		40,2	2.746,6	76,9	2.863,7
2003 I <sup>(p)</sup>		41,0	2.629,8	78,5	2.749,3

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

	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor		Total
	Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos inversores especiales	
	1	2	3	4	5	6	7	
2001 III	738,2	1.019,1	756,0	127,0	337,7	2.241,8	736,1	2.977,9
IV	839,6	1.031,7	810,3	134,0	375,2	2.408,1	782,7	3.190,8
2002 I	862,4	1.039,3	820,3	142,3	394,8	2.464,2	794,9	3.259,2
II	728,7	1.037,0	762,6	139,2	366,9	2.262,4	772,0	3.034,4
III	585,2	1.063,2	699,9	145,6	352,6	2.092,3	754,2	2.846,5
IV	593,9	1.068,2	701,6	150,8	349,2	2.090,9	772,9	2.863,7
2003 I <sup>(p)</sup>	525,7	1.054,2	675,3	157,3	336,8	1.978,9	770,4	2.749,3

Fuente: BCE.

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

**Cuadro 2.10****Balance agregado de los fondos de inversión: detalle por política de inversión***[mm de euros; (saldos a fin de período; sin desestacionalizar)]***1. Activo de los fondos de renta variable**

	Depósitos				Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Otros activos	Total
	1	Valores distintos de acciones	2					
			Hasta un año	Más de un año				
3	4	5	6	7	8			
2001 III	41,2	30,6	4,2	26,4	636,1	16,7	13,6	738,2
IV	39,5	29,0	3,0	26,1	735,2	19,4	16,5	839,6
2002 I	39,3	28,7	2,9	25,8	759,1	20,6	14,7	862,4
II	34,0	27,4	4,0	23,4	630,0	22,2	15,0	728,7
III	29,0	26,5	3,7	22,8	496,5	19,1	14,1	585,2
IV	26,6	28,2	3,4	24,9	506,0	18,4	14,7	593,9
2003 I <sup>(p)</sup>	24,5	30,4	3,0	27,4	438,4	16,4	16,0	525,7

**2. Pasivo de los fondos de renta variable**

	Depósitos y préstamos recibidos			Participaciones emitidas por fondos de inversión	Otros pasivos	Total
	1	2	3			
	1	2	3	4	4	
2001 III		4,1	727,9	6,1	738,2	
IV		2,6	831,4	5,6	839,6	
2002 I		3,5	852,7	6,1	862,4	
II		4,4	718,7	5,6	728,7	
III		4,1	576,0	5,1	585,2	
IV		3,9	586,3	3,6	593,9	
2003 I <sup>(p)</sup>		3,8	517,4	4,5	525,7	

**3. Activo de los fondos de renta fija**

	Depósitos				Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Otros activos	Total
	1	Valores distintos de acciones	2					
			Hasta un año	Más de un año				
3	4	5	6	7	8			
2001 III	74,9	865,5	32,2	833,3	34,3	12,7	31,6	1.019,1
IV	73,2	875,5	33,2	842,3	38,5	11,2	33,4	1.031,7
2002 I	77,9	874,0	37,3	836,7	42,9	11,5	33,0	1.039,3
II	75,9	882,2	38,5	843,8	33,2	10,8	34,9	1.037,0
III	78,3	902,1	37,2	865,0	32,6	11,6	38,5	1.063,2
IV	83,9	902,8	36,5	866,3	31,9	12,3	37,2	1.068,2
2003 I <sup>(p)</sup>	77,5	899,7	35,8	863,9	26,6	18,6	31,7	1.054,2

**4. Pasivo de los fondos de renta fija**

	Depósitos y préstamos recibidos			Participaciones emitidas por fondos de inversión	Otros pasivos	Total
	1	2	3			
	1	2	3	4	4	
2001 III		8,1	991,2	19,8	1.019,1	
IV		8,4	1.007,3	16,0	1.031,7	
2002 I		8,5	1.013,2	17,7	1.039,3	
II		7,9	1.011,5	17,6	1.037,0	
III		7,0	1.039,2	17,0	1.063,2	
IV		7,7	1.044,0	16,5	1.068,2	
2003 I <sup>(p)</sup>		8,9	1.030,5	14,7	1.054,2	

Fuente: BCE.

**Cuadro 2.10 (cont.)**
**Balance agregado de los fondos de inversión: detalle por política de inversión**

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

**5. Activo de los fondos mixtos**

	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos	Total
			Hasta un año	Más de un año					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 III	55,2	290,4	16,4	274,0	297,5	85,7	2,5	24,8	756,0
IV	56,9	286,5	17,0	269,5	347,5	92,7	2,4	24,3	810,3
2002 I	52,6	283,8	18,1	265,7	357,0	100,3	2,3	24,4	820,3
II	54,2	286,9	20,6	266,3	298,8	94,6	2,1	26,0	762,6
III	53,0	291,7	21,3	270,4	234,3	88,1	5,2	27,7	699,9
IV	53,9	295,6	21,2	274,4	233,0	87,7	3,4	28,0	701,6
2003 I <sup>(p)</sup>	50,4	301,2	21,8	279,5	210,0	83,7	0,7	29,4	675,3

**6. Pasivo de los fondos mixtos**

	Depósitos y préstamos recibidos		Participaciones emitidas por fondos de inversión		Otros pasivos		Total
	1	2	3	4	5	6	
2001 III			3,3		734,4	18,3	756,0
IV			2,9		790,9	16,5	810,3
2002 I			2,9		799,4	18,0	820,3
II			3,1		741,3	18,2	762,6
III			3,5		676,9	19,5	699,9
IV			3,0		677,2	21,5	701,6
2003 I <sup>(p)</sup>			2,9		650,0	22,5	675,3

**7. Activo de los fondos inmobiliarios**

	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos	Total
			Hasta un año	Más de un año					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 III	9,8	7,6	0,5	7,1	0,9	1,5	102,3	4,9	127,0
IV	8,6	10,7	0,5	10,1	1,0	2,0	106,1	5,7	134,0
2002 I	11,5	12,9	0,6	12,3	1,1	2,1	108,3	6,4	142,3
II	13,5	9,8	0,6	9,2	0,9	3,9	105,1	6,0	139,2
III	13,3	10,7	0,6	10,1	0,8	5,1	109,5	6,2	145,6
IV	10,9	9,5	0,5	8,9	0,7	7,0	115,8	6,9	150,8
2003 I <sup>(p)</sup>	14,7	8,3	0,6	7,7	0,7	8,6	118,4	6,6	157,3

**8. Pasivo de los fondos inmobiliarios**

	Depósitos y préstamos recibidos		Participaciones emitidas por fondos de inversión		Otros pasivos		Total
	1	2	3	4	5	6	
2001 III			24,8		97,9	4,4	127,0
IV			25,9		103,3	4,8	134,0
2002 I			26,7		110,7	4,9	142,3
II			22,3		112,1	4,8	139,2
III			22,9		117,7	5,0	145,6
IV			24,6		120,9	5,4	150,8
2003 I <sup>(p)</sup>			24,0		127,9	5,4	157,3

Fuente: BCE.

## Cuadro 2.11

### Balance agregado de los fondos de inversión: detalle por tipo de inversor

[mm de euros; (saldos a fin de período; sin desestacionalizar)]

#### 1. Activo de los fondos abiertos al público

	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	2	3	4	5	6	7
2001 III	196,4	912,1	820,2	151,6	96,4	65,1	2.241,8
IV	201,0	928,7	949,2	167,0	99,1	63,2	2.408,1
2002 I	213,3	921,8	984,8	176,8	100,6	66,9	2.464,2
II	199,2	915,7	818,4	166,7	96,1	66,3	2.262,4
III	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,5	2.092,3
IV	190,8	905,1	663,2	153,1	109,0	69,6	2.090,9
2003 I <sup>(p)</sup>	165,5	882,5	599,8	155,0	104,6	71,5	1.978,9

#### 2. Pasivo de los fondos abiertos al público

	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones emitidas por fondos de inversión	Otros pasivos	Total
	1	2	3	4
2001 III	37,4	2.137,4	67,0	2.241,8
IV	36,4	2.312,9	58,8	2.408,1
2002 I	38,1	2.360,2	65,9	2.464,2
II	34,0	2.166,0	62,4	2.262,4
III	33,0	1.997,8	61,5	2.092,3
IV	33,7	1.995,4	61,7	2.090,9
2003 I <sup>(p)</sup>	34,6	1.881,4	63,0	1.978,9

#### 3. Activo de los fondos dirigidos a inversores especiales

	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	2	3	4	5	6	7
2001 III	46,0	381,8	233,7	40,7	8,6	25,3	736,1
IV	43,6	381,2	270,0	42,6	9,8	35,6	782,7
2002 I	40,3	386,9	278,4	47,8	10,3	31,2	794,9
II	43,6	396,9	237,7	48,5	11,9	33,5	772,0
III	48,8	419,8	190,3	47,5	13,1	34,7	754,2
IV	51,2	430,3	190,0	49,9	14,7	36,8	772,9
2003 I <sup>(p)</sup>	51,4	449,1	167,1	50,3	15,4	37,0	770,4

#### 4. Pasivo de los fondos dirigidos a inversores especiales

	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones emitidas por fondos de inversión	Otros pasivos	Total
	1	2	3	4
2001 III	4,2	721,4	10,5	736,1
IV	4,6	762,8	15,3	782,7
2002 I	4,5	777,5	12,9	794,9
II	5,1	753,8	13,1	772,0
III	5,9	734,5	13,8	754,2
IV	6,5	751,2	15,2	772,9
2003 I <sup>(p)</sup>	6,5	748,4	15,5	770,4

Fuente: BCE.

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

**Cuadro 3.1**

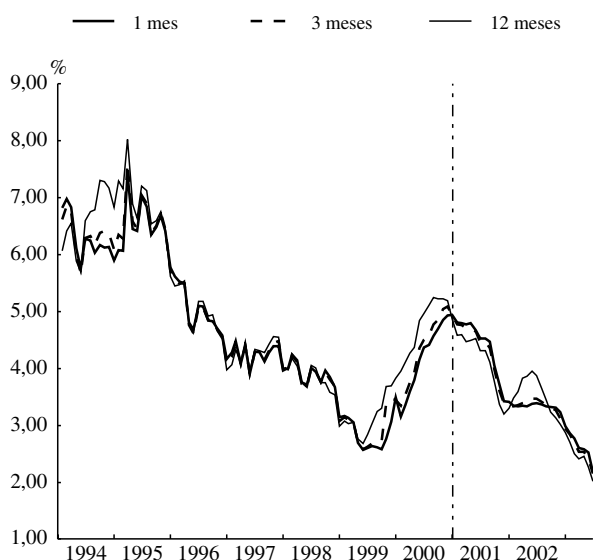
**Tipos de interés del mercado monetario<sup>1)</sup>**

(en porcentaje)

	Zona del euro <sup>4)</sup>					Estados Unidos <sup>6)</sup>	Japón <sup>6)</sup>
	Depósitos a 1 día <sup>2)</sup> 1	Depósitos a 1 mes <sup>3)</sup> 2	Depósitos a 3 meses <sup>5)</sup> 3	Depósitos a 6 meses <sup>5)</sup> 4	Depósitos a 12 meses <sup>5)</sup> 5	Depósitos a 3 meses 6	Depósitos a 3 meses 7
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
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2002 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
Oct	3,30	3,31	3,26	3,17	3,13	1,78	0,07
Nov	3,30	3,23	3,12	3,04	3,02	1,46	0,07
Dic	3,09	2,98	2,94	2,89	2,87	1,41	0,06
2003 Ene	2,79	2,86	2,83	2,76	2,71	1,37	0,06
Feb	2,76	2,77	2,69	2,58	2,50	1,34	0,06
Mar	2,75	2,60	2,53	2,45	2,41	1,29	0,06
Abr	2,56	2,58	2,54	2,47	2,45	1,30	0,06
May	2,56	2,52	2,41	2,32	2,26	1,28	0,06
Jun	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	1,12	0,06
Jul <sup>6)</sup>	2,08	2,13	2,13	2,09	2,07	1,11	0,05
2003 Jul 4	2,12	2,15	2,14	2,08	2,04	1,11	0,05
11	2,09	2,13	2,13	2,08	2,05	1,11	0,05
18	2,08	2,13	2,13	2,11	2,10	1,11	0,05
25	2,05	2,12	2,12	2,10	2,10	1,11	0,05

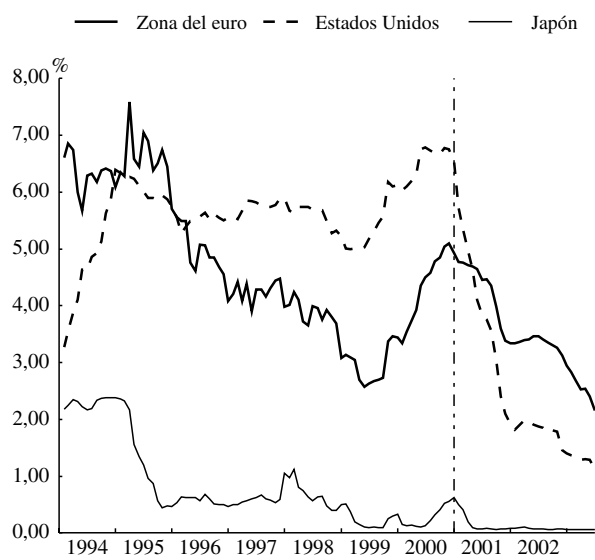
**Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro**

(mensual)



**Tipos a 3 meses del mercado monetario**

(mensual)



Fuentes: Reuters y BCE.

- 1) Los tipos mensuales y anuales son medias del período, excepto el tipo a un día hasta diciembre de 1998.
- 2) Hasta diciembre de 1998, tipos de interés de los depósitos interbancarios. A partir de enero de 1999, la columna 1 recoge el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA).
- 3) Hasta diciembre de 1998, datos a fin de período; a partir de entonces, medias del período.
- 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 de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR). Hasta diciembre de 1998, tipos de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR), cuando se dispone de ellos.
- 6) Tipos de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR).

### Cuadro 3.2

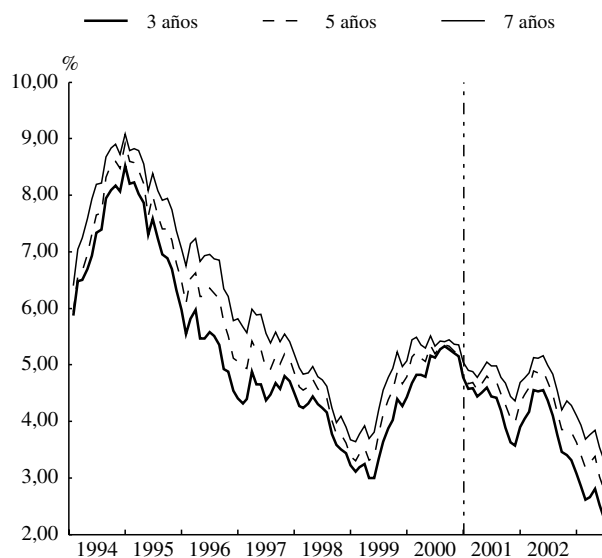
#### Rendimientos de la deuda pública<sup>1)</sup>

(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
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
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2002 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
Oct	3,13	3,41	3,86	4,36	4,62	3,91	1,09
Nov	3,04	3,31	3,81	4,28	4,59	4,04	0,99
Dic	2,84	3,08	3,63	4,10	4,41	4,03	0,97
2003 Ene	2,64	2,85	3,40	3,93	4,27	4,02	0,84
Feb	2,45	2,61	3,18	3,68	4,06	3,90	0,83
Mar	2,50	2,66	3,26	3,76	4,13	3,79	0,74
Abr	2,59	2,81	3,38	3,85	4,23	3,94	0,66
May	2,31	2,53	3,02	3,54	3,92	3,56	0,57
Jun	2,08	2,29	2,79	3,32	3,72	3,32	0,56
Jul <sup>3)</sup>	2,29	2,55	3,13	3,63	4,05	3,91	1,00
2003 Jul 4	2,17	2,43	3,01	3,53	3,96	3,66	1,05
11	2,20	2,45	3,01	3,53	3,95	3,69	0,98
18	2,33	2,59	3,17	3,67	4,08	3,96	0,96
25	2,34	2,61	3,18	3,66	4,05	4,14	0,96

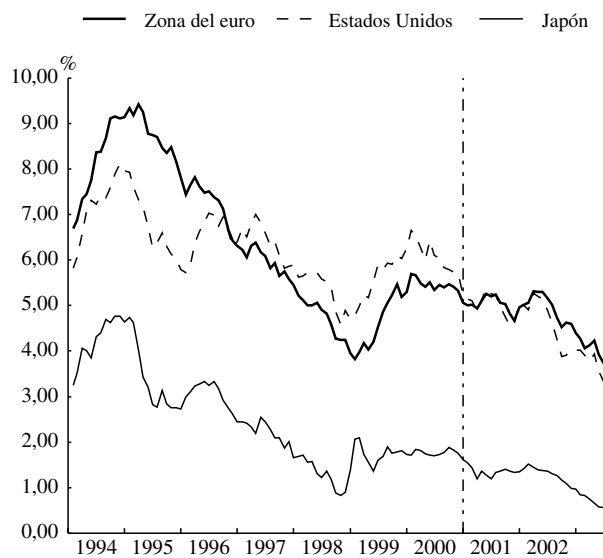
#### Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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 a 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 nominales de deuda pública a cada plazo.



### Cuadro 3.3

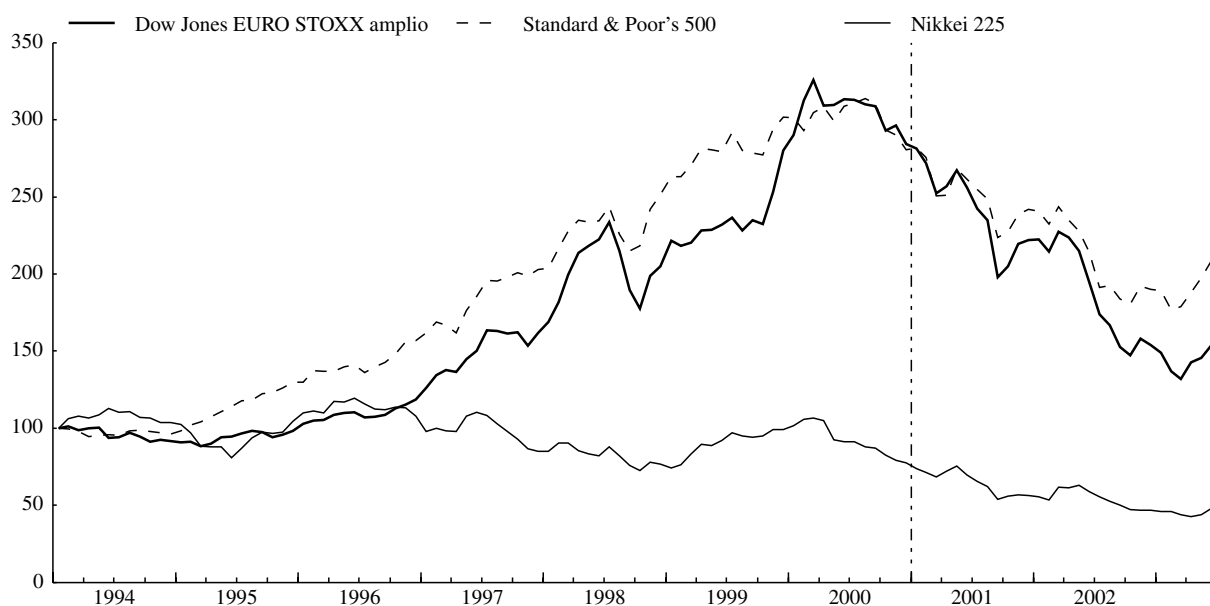
#### Índices bursátiles

(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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2002	259,9	3.023,4	267,5	175,0	266,5	308,9	243,3	252,4	345,1	255,5	349,2	411,8	995,4	10.119,3
2002 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
Oct	204,0	2.384,7	214,4	135,3	236,5	272,1	177,8	193,6	235,8	209,6	286,8	345,4	854,6	8.781,1
Nov	219,5	2.559,0	224,2	145,4	234,8	272,4	197,0	208,8	289,6	215,2	324,5	347,1	910,1	8.699,6
Dic	213,6	2.475,1	225,3	139,4	226,5	268,8	194,2	205,2	270,4	207,3	322,5	324,4	899,1	8.674,8
2003 Ene	206,3	2.377,4	213,0	130,9	220,2	262,4	186,5	198,5	250,2	210,0	330,0	313,8	896,0	8.567,4
Feb	189,8	2.170,9	185,8	121,5	196,5	245,1	172,2	186,0	226,5	198,1	309,4	274,3	836,6	8.535,8
Mar	183,0	2.086,5	176,1	115,4	188,4	241,1	164,5	181,2	228,2	185,6	292,8	275,2	846,6	8.171,0
Abr	197,9	2.278,2	193,4	122,5	203,9	250,0	181,0	192,0	251,6	201,0	324,8	288,7	889,6	7.895,7
May	202,0	2.303,0	196,4	124,9	202,3	249,6	187,4	198,5	258,2	208,3	324,9	304,2	935,8	8.122,1
Jun	213,5	2.443,3	205,0	133,0	206,5	266,1	201,2	207,4	271,5	216,7	340,7	318,9	988,0	8.895,7
Jul <sup>(a)</sup>	215,8	2.456,1	217,7	137,8	205,4	260,3	205,5	215,2	273,5	214,6	340,6	307,3	992,1	9.674,7
2003 Jul 4	211,4	2.408,2	208,7	135,6	202,9	259,4	199,4	208,7	265,4	210,9	340,3	304,8	985,7	9.547,7
11	217,1	2.477,7	218,9	139,1	205,6	262,0	205,3	216,2	283,6	215,1	339,9	313,6	998,1	9.635,4
18	216,7	2.458,9	224,9	138,3	206,4	261,7	208,4	218,1	266,5	213,4	339,0	306,0	993,3	9.527,7
25	215,5	2.442,1	221,1	138,6	205,1	255,9	206,8	216,8	267,9	216,0	339,1	303,5	998,7	9.648,0

#### 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 período.

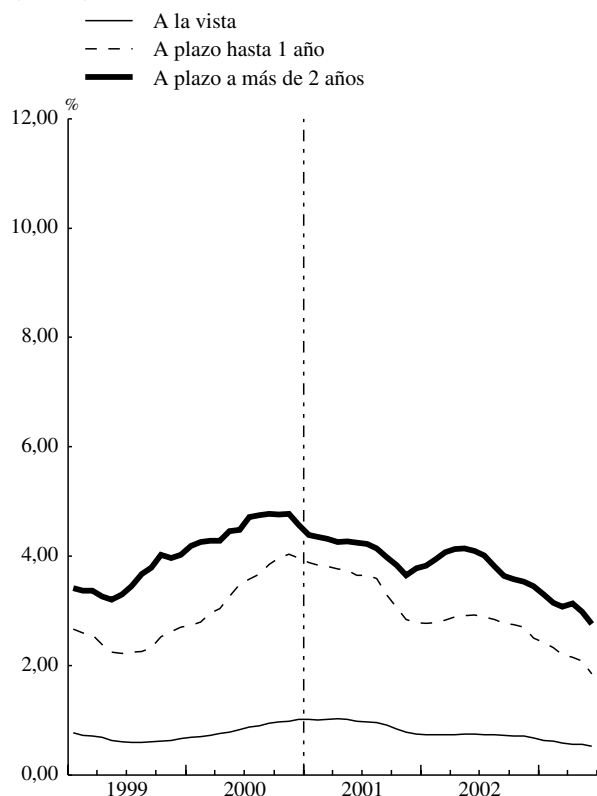
### Cuadro 3.4

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

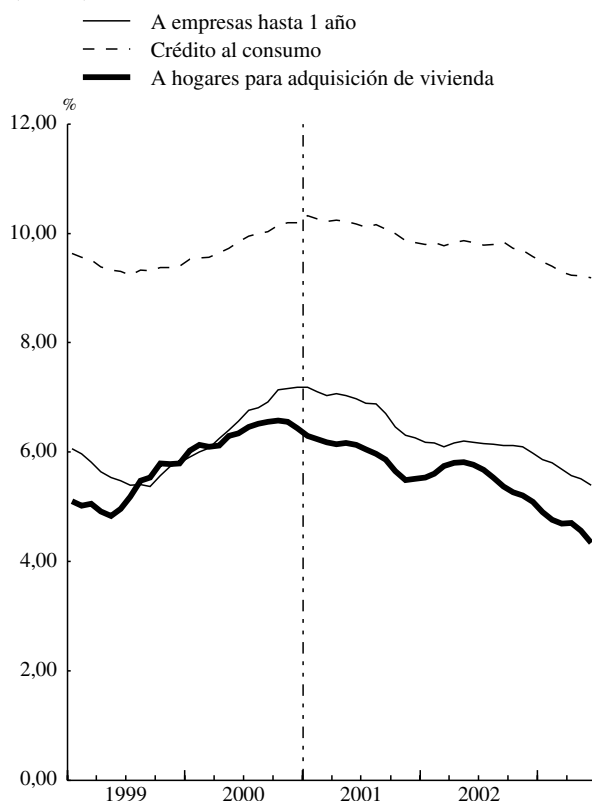
(en porcentaje; medias del período)

	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	
		1	Hasta 1 año 2	Hasta 2 años 3	Más de 2 años 4	Hasta 3 meses 5	Más de 3 meses 6	Hasta 1 año 7	Más de 1 año 8	Crédito al consumo 9
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
2002	0,73	2,80	2,80	3,85	2,13	2,85	6,13	5,71	9,78	5,54
2002 Jun	0,74	2,93	2,94	4,09	2,13	3,08	6,18	5,92	9,83	5,77
Jul	0,74	2,89	2,90	4,02	2,13	3,02	6,16	5,79	9,78	5,68
Ago	0,73	2,84	2,85	3,81	2,12	2,94	6,15	5,71	9,79	5,53
Sep	0,73	2,77	2,77	3,64	2,13	2,73	6,12	5,61	9,85	5,38
Oct	0,72	2,74	2,74	3,58	2,11	2,63	6,13	5,54	9,72	5,26
Nov	0,71	2,70	2,69	3,53	2,11	2,55	6,10	5,50	9,70	5,21
Dic	0,68	2,51	2,51	3,45	2,05	2,41	5,98	5,34	9,58	5,10
2003 Ene	0,63	2,43	2,42	3,30	2,04	2,34	5,87	5,27	9,48	4,91
Feb	0,62	2,32	2,32	3,15	2,02	2,12	5,81	5,18	9,39	4,77
Mar	0,59	2,20	2,19	3,08	1,97	2,05	5,69	5,17	9,29	4,69
Abr	0,56	2,15	2,14	3,14	1,93	2,05	5,57	5,14	9,23	4,70
May	0,56	2,08	2,08	2,98	1,91	1,92	5,51	5,01	9,22	4,56
Jun	0,52	1,85	1,84	2,76	1,83	1,65	5,39	4,86	9,18	4,34

**Tipos de interés de los depósitos**  
(mensual)



**Tipos de interés de los préstamos y créditos**  
(mensual)



Fuente: BCE.

Estos tipos de interés de la zona del euro deben utilizarse con cautela y sólo 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 de los países miembros de la UEM, los citados tipos nacionales se han agregado 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

#### 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
2002 May	402,1	379,9	22,2	770,5	378,2	358,7	19,5	677,7	23,9	21,2
Jun	337,6	342,2	-4,6	766,2	317,0	319,1	-2,1	676,8	20,7	23,1
Jul	406,0	392,2	13,8	772,6	382,4	371,4	11,0	685,0	23,6	20,9
Ago	384,5	378,1	6,4	775,6	366,2	356,8	9,3	693,1	18,3	21,3
Sep	414,9	400,6	14,3	792,7	392,1	381,0	11,0	706,7	22,8	19,6
Oct	468,3	456,4	11,9	806,1	441,8	433,3	8,5	715,3	26,5	23,1
Nov	435,5	413,0	22,5	830,5	413,5	388,9	24,6	740,1	22,0	24,2
Dic	406,1	451,6	-45,5	783,5	386,8	429,9	-43,1	696,0	19,3	21,7
2003 Ene	545,1	487,4	57,7	840,8	518,6	462,7	55,9	751,0	26,5	24,7
Feb	456,3	428,4	27,9	866,0	433,5	408,3	25,2	775,6	22,8	20,1
Mar	452,0	440,7	11,3	875,7	433,0	423,1	9,9	785,3	19,0	17,6
Abr	476,7	456,1	20,6	892,4	454,8	431,8	23,1	807,7	21,9	24,3
May	443,0	435,3	7,7	897,9	415,8	410,7	5,1	812,2	27,2	24,6

##### 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
2002 May	149,6	87,9	61,7	7.281,7	127,0	76,0	51,0	6.635,6	22,6	12,0
Jun	133,5	95,4	38,1	7.296,5	123,4	87,5	35,8	6.667,5	10,1	7,8
Jul	133,3	114,2	19,1	7.327,0	116,2	104,7	11,6	6.682,6	17,1	9,6
Ago	69,7	64,7	5,0	7.329,4	59,8	55,1	4,7	6.686,8	9,9	9,6
Sep	141,5	87,2	54,2	7.383,1	122,1	75,3	46,8	6.732,8	19,3	11,9
Oct	124,0	92,5	31,5	7.414,0	105,9	81,7	24,2	6.757,3	18,1	10,8
Nov	133,1	96,4	36,7	7.448,0	119,4	90,3	29,1	6.786,3	13,7	6,1
Dic	140,9	173,6	-32,7	7.396,0	129,3	160,4	-31,2	6.754,0	11,7	13,2
2003 Ene	179,1	134,3	44,8	7.428,4	155,9	125,1	30,7	6.785,2	23,2	9,2
Feb	163,8	112,1	51,7	7.482,3	145,3	103,6	41,7	6.827,6	18,5	8,5
Mar	161,2	101,4	59,8	7.535,7	145,8	92,2	53,6	6.879,3	15,4	9,1
Abr	160,7	124,6	36,1	7.562,7	146,0	115,3	30,7	6.910,1	14,7	9,3
May	173,9	99,4	74,5	7.616,0	160,8	90,5	70,3	6.980,4	13,1	8,9

##### 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
2002 May	551,7	467,8	83,9	8.052,2	505,2	434,7	70,6	7.313,3	46,5	33,2
Jun	471,1	437,6	33,6	8.062,8	440,3	406,6	33,7	7.344,3	30,8	31,0
Jul	539,3	506,5	32,8	8.099,7	498,6	476,0	22,6	7.367,6	40,7	30,4
Ago	454,2	442,8	11,4	8.105,1	426,0	411,9	14,1	7.379,9	28,2	30,9
Sep	556,4	487,8	68,5	8.175,8	514,2	456,4	57,8	7.439,5	42,2	31,5
Oct	592,3	548,9	43,4	8.220,0	547,7	515,0	32,7	7.472,6	44,6	33,9
Nov	568,6	509,4	59,1	8.278,5	532,8	479,2	53,7	7.526,5	35,7	30,3
Dic	547,0	625,2	-78,2	8.179,5	516,0	590,3	-74,3	7.450,0	31,0	34,9
2003 Ene	724,2	621,8	102,5	8.269,2	674,5	587,8	86,6	7.536,1	49,7	33,9
Feb	620,1	540,5	79,6	8.348,3	578,8	511,9	66,9	7.603,2	41,3	28,5
Mar	613,2	542,0	71,2	8.411,4	578,8	515,3	63,5	7.664,6	34,4	26,7
Abr	637,5	580,7	56,8	8.455,1	600,8	547,1	53,8	7.717,8	36,6	33,6
May	616,9	534,7	82,2	8.513,8	576,6	501,1	75,5	7.792,6	40,3	33,5

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.

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	
2,6	92,8	13,7	13,4	0,3	41,5	391,9	372,1	19,8	719,3	2002 May
-2,4	89,5	20,9	8,0	12,9	54,4	337,9	327,1	10,7	731,2	Jun
2,7	87,6	14,7	24,8	-10,1	44,4	397,1	396,2	0,9	729,4	Jul
-3,0	82,6	12,1	11,5	0,6	44,9	378,3	368,4	9,9	738,0	Ago
3,3	86,0	31,7	7,7	24,0	68,9	423,8	388,7	35,1	775,6	Sep
3,4	90,7	17,1	31,3	-14,2	54,7	458,8	464,5	-5,7	770,1	Oct
-2,2	90,4	14,6	16,9	-2,3	52,4	428,0	405,7	22,3	792,5	Nov
-2,4	87,5	23,8	10,6	13,2	65,6	410,6	440,5	-29,9	761,6	Dic
1,8	89,8	16,3	34,5	-18,2	47,4	534,9	497,2	37,7	798,4	2003 Ene
2,7	90,4	20,1	14,1	5,9	53,3	453,6	422,5	31,1	828,9	Feb
1,4	90,4	33,2	9,7	23,5	76,9	466,2	432,8	33,4	862,2	Mar
-2,4	84,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
2,6	85,7	.	.	.	.	.	.	.	.	May

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	
10,6	646,1	26,3	8,2	18,0	942,3	153,3	84,2	69,1	7.577,9	2002 May
2,3	629,0	29,3	11,0	18,3	960,5	152,7	98,6	54,1	7.628,0	Jun
7,5	644,4	11,6	8,2	3,4	964,0	127,9	112,9	15,0	7.646,6	Jul
0,2	642,6	7,0	8,1	-1,1	962,8	66,8	63,2	3,6	7.649,7	Ago
7,4	650,3	24,3	11,4	12,9	975,8	146,5	86,7	59,7	7.708,6	Sep
7,3	656,7	13,2	13,1	0,1	975,9	119,1	94,8	24,3	7.733,2	Oct
7,6	661,7	13,6	12,1	1,6	977,5	133,0	102,4	30,6	7.763,8	Nov
-1,5	642,0	18,3	10,9	7,4	984,9	147,6	171,3	-23,7	7.738,9	Dic
14,0	643,2	23,8	7,2	16,6	1.001,6	179,7	132,3	47,4	7.786,8	2003 Ene
10,0	654,8	26,5	17,7	8,8	1.010,4	171,8	121,3	50,5	7.838,0	Feb
6,3	656,5	28,7	9,6	19,2	1.029,5	174,6	101,8	72,7	7.908,8	Mar
5,4	652,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
4,2	635,6	.	.	.	.	.	.	.	.	May

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	
13,3	738,9	39,9	21,6	18,3	983,9	545,2	456,3	88,9	8.297,2	2002 May
-0,1	718,5	50,2	19,1	31,2	1.014,9	490,6	425,7	64,9	8.359,2	Jun
10,2	732,1	26,4	33,0	-6,7	1.008,3	525,0	509,0	15,9	8.375,9	Jul
-2,7	725,2	19,1	19,7	-0,6	1.007,7	445,1	431,6	13,5	8.387,6	Ago
10,7	736,3	56,0	19,1	37,0	1.044,7	570,3	475,4	94,8	8.484,3	Sep
10,7	747,4	30,3	44,3	-14,1	1.030,6	577,9	559,3	18,6	8.503,3	Oct
5,5	752,1	28,2	29,0	-0,8	1.029,9	561,0	508,1	52,9	8.556,3	Nov
-3,9	729,5	42,1	21,5	20,6	1.050,5	558,1	611,8	-53,6	8.500,5	Dic
15,8	733,1	40,1	41,7	-1,6	1.049,0	714,6	629,5	85,1	8.585,1	2003 Ene
12,7	745,2	46,6	31,8	14,7	1.063,7	625,4	543,8	81,6	8.666,9	Feb
7,7	746,9	61,9	19,2	42,7	1.106,3	640,7	534,6	106,2	8.770,9	Mar
3,0	737,3	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
6,7	721,3	.	.	.	.	.	.	.	.	May

### 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; saldos 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
2002 May	677,7	266,9	3,7	89,9	314,3	3,0	41,5	18,3	19,2	3,5
Jun	676,8	265,4	3,8	82,0	322,5	3,0	54,4	21,3	28,0	4,4
Jul	685,0	269,7	4,1	86,2	321,7	3,4	44,4	18,3	22,8	2,8
Ago	693,1	269,9	4,3	86,7	328,8	3,3	44,9	18,1	23,9	2,6
Sep	706,7	276,6	4,1	87,7	335,7	2,6	68,9	26,8	37,3	4,0
Oct	715,3	284,0	4,2	88,5	335,6	3,0	54,7	20,9	28,1	3,5
Nov	740,1	304,7	4,7	89,9	337,8	3,1	52,4	18,2	28,1	3,7
Dic	696,0	281,4	4,3	85,3	321,8	3,2	65,6	20,5	37,9	4,6
2003 Ene	751,0	313,3	4,5	92,6	337,9	2,6	47,4	18,1	26,4	2,4
Feb	775,6	318,6	5,9	95,9	352,0	3,2	53,3	21,4	28,9	2,5
Mar	785,3	314,6	6,3	98,4	362,8	3,2	76,9	27,6	44,5	3,3
Abr	807,7	323,0	5,9	99,1	376,6	3,3	.	.	.	.
May	812,2	317,9	5,9	101,6	383,2	3,5	.	.	.	.

##### 2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 May	6.635,6	2.393,3	401,6	370,3	3.322,4	147,9	942,3	238,6	367,5	111,5
Jun	6.667,5	2.403,2	406,0	373,8	3.334,1	150,4	960,5	246,0	381,0	111,0
Jul	6.682,6	2.401,7	414,4	376,1	3.331,1	159,2	964,0	246,0	385,3	110,7
Ago	6.686,8	2.400,7	415,0	374,1	3.337,0	160,1	962,8	245,4	385,0	110,8
Sep	6.732,8	2.422,3	423,3	376,8	3.348,7	161,8	975,8	246,2	394,3	109,3
Oct	6.757,3	2.418,3	429,7	375,9	3.367,8	165,5	975,9	247,0	395,9	109,0
Nov	6.786,3	2.415,9	443,0	379,2	3.381,2	167,0	977,5	249,3	398,2	108,4
Dic	6.754,0	2.401,6	474,6	380,8	3.328,2	168,7	984,9	251,9	402,9	109,5
2003 Ene	6.785,2	2.397,0	476,3	387,3	3.351,9	172,7	1.001,6	258,0	412,1	111,0
Feb	6.827,6	2.408,0	485,0	391,4	3.365,0	178,1	1.010,4	264,5	414,1	112,3
Mar	6.879,3	2.416,9	497,0	398,6	3.385,7	181,1	1.029,5	274,6	417,8	112,2
Abr	6.910,1	2.424,3	512,8	406,8	3.381,9	184,3	.	.	.	.
May	6.980,4	2.440,2	517,9	418,9	3.416,5	186,9	.	.	.	.

##### 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
2002 May	7.313,3	2.660,1	405,4	460,2	3.636,7	150,9	983,9	256,9	386,7	115,0
Jun	7.344,3	2.668,5	409,9	455,8	3.656,7	153,4	1.014,9	267,3	408,9	115,4
Jul	7.367,6	2.671,4	418,6	462,3	3.652,8	162,6	1.008,3	264,3	408,0	113,5
Ago	7.379,9	2.670,6	419,4	460,7	3.665,8	163,4	1.007,7	263,5	408,9	113,4
Sep	7.439,5	2.698,8	427,3	464,6	3.684,4	164,4	1.044,7	272,9	431,6	113,3
Oct	7.472,6	2.702,3	433,9	464,5	3.703,4	168,5	1.030,6	267,9	424,0	112,5
Nov	7.526,5	2.720,6	447,7	469,2	3.718,9	170,1	1.029,9	267,5	426,4	112,1
Dic	7.450,0	2.683,1	478,9	466,1	3.650,1	171,9	1.050,5	272,4	440,8	114,1
2003 Ene	7.536,1	2.710,3	480,8	479,9	3.689,8	175,3	1.049,0	276,1	438,5	113,4
Feb	7.603,2	2.726,6	490,9	487,3	3.717,0	181,4	1.063,7	285,9	443,0	114,8
Mar	7.664,6	2.731,5	503,3	497,0	3.748,5	184,3	1.106,3	302,2	462,3	115,5
Abr	7.717,8	2.747,3	518,6	505,8	3.758,5	187,5	.	.	.	.
May	7.792,6	2.758,2	523,8	520,5	3.799,7	190,4	.	.	.	.

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

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

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,1	0,1	0,4	719,3	285,2	22,9	93,4	314,4	3,1	0,4	2002 May
0,2	0,1	0,5	731,2	286,7	31,8	86,4	322,7	3,1	0,5	Jun
0,2	0,0	0,2	729,4	288,0	26,9	89,0	321,8	3,4	0,2	Jul
0,1	0,0	0,1	738,0	288,0	28,2	89,3	329,0	3,4	0,1	Ago
0,2	0,0	0,6	775,6	303,3	41,4	91,8	335,9	2,7	0,6	Sep
0,1	0,2	1,8	770,1	304,9	32,4	92,1	335,7	3,2	1,8	Oct
0,1	0,2	2,0	792,5	322,9	32,9	93,6	337,8	3,3	2,0	Nov
0,0	0,2	2,4	761,6	302,0	42,2	89,8	321,9	3,4	2,4	Dic
0,0	0,1	0,4	798,4	331,4	30,9	95,1	338,0	2,7	0,4	2003 Ene
0,0	0,1	0,4	828,9	339,9	34,9	98,4	352,0	3,4	0,4	Feb
0,0	0,2	1,2	862,2	342,2	50,8	101,7	362,8	3,4	1,2	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May

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	
95,1	14,6	115,1	7.577,9	2.631,9	769,2	481,8	3.417,5	162,5	115,1	2002 May
93,2	14,6	114,7	7.628,0	2.649,2	787,0	484,8	3.427,3	165,0	114,7	Jun
93,1	14,6	114,3	7.646,6	2.647,7	799,7	486,8	3.424,2	173,8	114,3	Jul
93,4	14,6	113,6	7.649,7	2.646,0	800,0	484,9	3.430,4	174,7	113,6	Ago
94,1	14,7	117,3	7.708,6	2.668,4	817,6	486,1	3.442,8	176,5	117,3	Sep
93,6	14,6	115,9	7.733,2	2.665,3	825,5	484,9	3.461,4	180,1	115,9	Oct
93,1	14,6	113,8	7.763,8	2.665,2	841,2	487,7	3.474,3	181,6	113,8	Nov
92,7	14,3	113,6	7.738,9	2.653,5	877,5	490,4	3.420,9	183,0	113,6	Dic
92,2	14,0	114,4	7.786,8	2.655,0	888,4	498,2	3.444,0	186,7	114,4	2003 Ene
92,7	14,9	111,8	7.838,0	2.672,5	899,1	503,7	3.457,8	193,0	111,8	Feb
92,7	15,4	116,9	7.908,8	2.691,4	914,8	510,8	3.478,4	196,5	116,9	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May

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	
95,2	14,6	115,5	8.297,2	2.917,1	792,0	575,2	3.731,9	165,5	115,5	2002 May
93,4	14,7	115,2	8.359,2	2.935,9	818,8	571,2	3.750,0	168,1	115,2	Jun
93,3	14,7	114,5	8.375,9	2.935,7	826,6	575,8	3.746,1	177,3	114,5	Jul
93,5	14,7	113,7	8.387,6	2.934,1	828,2	574,2	3.759,4	178,1	113,7	Ago
94,3	14,7	117,9	8.484,3	2.971,8	858,9	577,9	3.778,7	179,1	117,9	Sep
93,7	14,8	117,7	8.503,3	2.970,3	857,9	577,0	3.797,2	183,2	117,7	Oct
93,2	14,8	115,9	8.556,3	2.988,1	874,1	581,3	3.812,1	184,9	115,9	Nov
92,7	14,5	116,0	8.500,5	2.955,5	919,7	580,2	3.742,8	186,3	116,0	Dic
92,2	14,1	114,8	8.585,1	2.986,4	919,3	593,3	3.782,0	189,4	114,8	2003 Ene
92,8	15,0	112,2	8.666,9	3.012,5	934,0	602,1	3.809,8	196,4	112,2	Feb
92,7	15,5	118,1	8.770,9	3.033,6	965,7	612,5	3.841,2	199,8	118,1	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May

**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
2002 May	378,2	255,0	2,1	62,5	57,0	1,6	13,7	5,2	7,1	1,2
Jun	317,0	208,1	2,5	51,7	52,5	2,2	20,9	6,3	12,6	1,8
Jul	382,4	260,2	1,8	65,6	52,6	2,2	14,7	5,9	8,2	0,6
Ago	366,2	257,8	1,8	50,9	53,9	1,8	12,1	4,5	6,8	0,6
Sep	392,1	278,4	1,9	56,8	53,0	2,0	31,7	11,1	18,0	2,0
Oct	441,8	319,4	2,2	64,7	53,1	2,3	17,1	5,0	9,0	1,3
Nov	413,5	302,9	2,4	58,2	47,7	2,3	14,6	4,7	8,4	1,2
Dic	386,8	291,3	2,2	46,4	44,3	2,6	23,8	6,3	15,6	1,3
2003 Ene	518,6	375,7	2,1	66,0	72,9	1,9	16,3	6,3	9,4	0,3
Feb	433,5	308,0	2,2	56,7	64,4	2,1	20,1	7,2	11,6	1,0
Mar	433,0	301,5	2,3	62,9	63,7	2,6	33,2	10,2	20,6	1,4
Abr	454,8	308,5	1,8	70,9	71,7	1,9	.	.	.	.
May	415,8	284,7	2,0	66,6	60,4	2,1	.	.	.	.

**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
2002 May	127,0	41,5	16,2	7,4	55,3	6,6	26,3	5,7	10,1	3,2
Jun	123,4	48,2	13,6	7,4	51,3	2,9	29,3	9,9	17,7	0,7
Jul	116,2	37,9	14,6	6,1	48,2	9,4	11,6	2,9	6,9	0,4
Ago	59,8	28,1	3,1	2,1	25,2	1,3	7,0	3,1	2,7	0,3
Sep	122,1	52,3	12,3	4,5	50,4	2,6	24,3	5,2	12,6	0,2
Oct	105,9	39,0	9,5	0,9	52,1	4,4	13,2	4,6	6,7	0,3
Nov	119,4	48,1	16,2	3,5	48,0	3,6	13,6	5,6	6,6	0,8
Dic	129,3	45,6	37,7	7,9	34,4	3,7	18,3	6,1	8,8	2,2
2003 Ene	155,9	58,3	6,1	8,9	76,3	6,3	23,8	7,9	12,4	1,7
Feb	145,3	55,6	12,9	8,6	61,9	6,3	26,5	10,8	6,7	3,5
Mar	145,8	53,8	14,8	10,4	63,1	3,7	28,7	13,2	8,2	0,6
Abr	146,0	50,3	19,3	11,0	61,7	3,7	.	.	.	.
May	160,8	54,0	9,3	16,2	78,0	3,3	.	.	.	.

**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
2002 May	505,2	296,5	18,3	69,9	112,3	8,2	39,9	10,9	17,2	4,4
Jun	440,3	256,2	16,1	59,1	103,8	5,2	50,2	16,3	30,3	2,5
Jul	498,6	298,1	16,4	71,7	100,8	11,6	26,4	8,8	15,1	1,0
Ago	426,0	285,9	4,9	53,1	79,0	3,2	19,1	7,7	9,6	0,9
Sep	514,2	330,7	14,2	61,3	103,5	4,6	56,0	16,3	30,7	2,1
Oct	547,7	358,5	11,7	65,6	105,2	6,7	30,3	9,6	15,8	1,6
Nov	532,8	351,0	18,7	61,6	95,7	5,8	28,2	10,3	15,0	2,0
Dic	516,0	336,8	39,9	54,3	78,7	6,4	42,1	12,4	24,4	3,5
2003 Ene	674,5	434,0	8,2	74,9	149,2	8,2	40,1	14,2	21,9	2,1
Feb	578,8	363,6	15,1	65,3	126,3	8,4	46,6	18,1	18,4	4,5
Mar	578,8	355,3	17,2	73,4	126,7	6,3	61,9	23,5	28,9	2,0
Abr	600,8	358,8	21,1	81,9	133,4	5,6	.	.	.	.
May	576,6	338,7	11,3	82,7	138,4	5,4	.	.	.	.

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

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,0	0,0	0,1	391,9	260,2	9,2	63,8	57,0	1,6	0,1	2002 May
0,0	0,0	0,1	337,9	214,4	15,1	53,5	52,5	2,2	0,1	Jun
0,0	0,0	0,0	397,1	266,1	10,0	66,2	52,6	2,2	0,0	Jul
0,0	0,0	0,1	378,3	262,3	8,6	51,5	53,9	1,8	0,1	Ago
0,1	0,0	0,5	423,8	289,5	19,9	58,7	53,1	2,0	0,5	Sep
0,0	0,1	1,6	458,8	324,5	11,2	66,0	53,1	2,5	1,6	Oct
0,0	0,0	0,2	428,0	307,6	10,8	59,4	47,7	2,3	0,2	Nov
0,0	0,0	0,5	410,6	297,5	17,8	47,7	44,3	2,7	0,5	Dic
0,0	0,1	0,1	534,9	382,0	11,5	66,4	72,9	2,0	0,1	2003 Ene
0,0	0,0	0,2	453,6	315,2	13,9	57,6	64,4	2,1	0,2	Feb
0,0	0,0	0,9	466,2	311,7	22,9	64,3	63,7	2,6	0,9	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May

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	
2,0	0,0	5,3	153,3	47,2	26,3	10,6	57,2	6,6	5,3	2002 May
0,1	0,1	0,7	152,7	58,1	31,4	8,1	51,4	3,0	0,7	Jun
0,9	0,1	0,3	127,9	40,8	21,5	6,5	49,1	9,5	0,3	Jul
0,3	0,1	0,5	66,8	31,2	5,8	2,4	25,5	1,4	0,5	Ago
0,7	0,2	5,5	146,5	57,5	24,9	4,7	51,1	2,7	5,5	Sep
0,2	0,0	1,3	119,1	43,7	16,2	1,2	52,2	4,4	1,3	Oct
0,0	0,0	0,5	133,0	53,7	22,9	4,3	48,0	3,6	0,5	Nov
0,4	0,0	0,8	147,6	51,6	46,5	10,0	34,8	3,7	0,8	Dic
0,5	0,0	1,3	179,7	66,2	18,5	10,6	76,8	6,3	1,3	2003 Ene
3,3	1,0	1,1	171,8	66,4	19,6	12,1	65,2	7,4	1,1	Feb
0,4	0,6	5,7	174,6	67,0	23,1	11,0	63,5	4,3	5,7	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May

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	
2,0	0,0	5,5	545,2	307,4	35,5	74,3	114,3	8,2	5,5	2002 May
0,2	0,1	0,9	490,6	272,5	46,4	61,6	103,9	5,3	0,9	Jun
1,0	0,1	0,4	525,0	306,9	31,5	72,8	101,8	11,7	0,4	Jul
0,3	0,1	0,6	445,1	293,5	14,4	54,0	79,4	3,3	0,6	Ago
0,8	0,2	6,0	570,3	347,0	44,8	63,4	104,2	4,8	6,0	Sep
0,2	0,1	2,9	577,9	368,1	27,4	67,2	105,3	6,9	2,9	Oct
0,0	0,0	0,7	561,0	361,4	33,7	63,7	95,7	5,9	0,7	Nov
0,4	0,0	1,3	558,1	349,2	64,3	57,8	79,1	6,4	1,3	Dic
0,5	0,1	1,4	714,6	448,2	30,0	77,0	149,7	8,3	1,4	2003 Ene
3,3	1,0	1,3	625,4	381,7	33,5	69,7	129,7	9,5	1,3	Feb
0,4	0,6	6,6	640,7	378,7	46,0	75,3	127,2	6,9	6,6	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May



### 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)

#### Emisiones netas

##### 1. A corto plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 May	19,5	7,6	-0,8	-2,7	15,5	0,0	0,3	0,1	0,5	-0,3
Jun	-2,1	-2,5	0,1	-8,1	8,3	0,0	12,9	3,0	8,8	1,0
Jul	11,0	7,1	0,3	4,1	-0,9	0,3	-10,1	-3,0	-5,2	-1,6
Ago	9,3	1,5	0,2	0,5	7,2	0,0	0,6	-0,2	1,1	-0,2
Sep	11,0	4,1	-0,3	1,1	6,9	-0,7	24,0	8,6	13,5	1,4
Oct	8,5	7,5	0,2	0,8	-0,3	0,3	-14,2	-5,8	-9,1	-0,5
Nov	24,6	20,5	0,5	1,4	2,2	0,1	-2,3	-2,7	0,0	0,2
Dic	-43,1	-22,2	-0,4	-4,7	-15,9	0,1	13,2	2,3	9,8	0,9
2003 Ene	55,9	32,8	0,3	7,4	16,1	-0,6	-18,2	-2,5	-11,6	-2,1
Feb	25,2	5,8	1,4	3,3	14,0	0,6	5,9	3,3	2,6	0,0
Mar	9,9	-3,8	0,3	2,5	10,9	0,0	23,5	6,2	15,6	0,8
Abr	23,1	9,1	-0,4	0,6	13,7	0,1	.	.	.	.
May	5,1	-4,4	0,0	2,6	6,6	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
2002 May	51,0	12,9	11,2	5,3	16,1	5,5	18,0	3,6	6,7	2,8
Jun	35,8	13,8	4,4	3,5	11,7	2,5	18,3	7,4	13,5	-0,6
Jul	11,6	-5,0	8,4	2,3	-3,0	8,9	3,4	0,0	4,3	-0,3
Ago	4,7	-0,8	0,6	-1,9	5,9	0,9	-1,1	-0,6	-0,2	0,1
Sep	46,8	22,4	8,2	2,8	11,7	1,7	12,9	0,8	9,3	-1,5
Oct	24,2	-4,4	6,4	-0,8	19,3	3,7	0,1	0,8	1,5	-0,3
Nov	29,1	0,2	13,2	0,8	13,3	1,5	1,6	2,3	2,4	-0,6
Dic	-31,2	-14,4	31,8	2,6	-52,9	1,7	7,4	2,6	4,7	1,1
2003 Ene	30,7	-5,1	1,6	6,6	23,6	4,0	16,6	6,1	9,2	1,4
Feb	41,7	10,3	8,7	4,1	13,2	5,4	8,8	6,5	2,0	1,4
Mar	53,6	9,4	12,1	8,6	20,5	2,9	19,2	10,1	3,7	-0,1
Abr	30,7	7,3	15,7	8,2	-3,8	3,2	.	.	.	.
May	70,3	15,9	5,1	12,1	34,6	2,6	.	.	.	.

##### 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
2002 May	70,6	20,4	10,5	2,6	31,6	5,5	18,3	3,7	7,2	2,5
Jun	33,7	11,3	4,5	-4,6	20,0	2,5	31,2	10,4	22,4	0,4
Jul	22,6	2,2	8,7	6,4	-3,9	9,2	-6,7	-3,0	-1,0	-1,9
Ago	14,1	0,8	0,8	-1,4	13,0	0,8	-0,6	-0,8	0,9	-0,1
Sep	57,8	26,4	8,0	3,8	18,6	1,0	37,0	9,4	22,7	-0,1
Oct	32,7	3,1	6,5	0,0	19,1	4,0	-14,1	-5,0	-7,6	-0,8
Nov	53,7	20,6	13,7	2,2	15,5	1,6	-0,8	-0,4	2,4	-0,4
Dic	-74,3	-36,6	31,4	-2,0	-68,9	1,8	20,6	4,9	14,4	2,0
2003 Ene	86,6	27,7	1,9	13,9	39,7	3,4	-1,6	3,6	-2,3	-0,7
Feb	66,9	16,1	10,1	7,4	27,2	6,0	14,7	9,8	4,6	1,4
Mar	63,5	5,6	12,4	11,1	31,4	2,9	42,7	16,3	19,3	0,7
Abr	53,8	16,4	15,3	8,8	9,9	3,3	.	.	.	.
May	75,5	11,5	5,2	14,7	41,3	2,8	.	.	.	.

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	-0,1	19,8	7,7	-0,3	-3,0	15,5	0,0	-0,1	2002 May
0,0	0,0	0,1	10,7	0,5	8,9	-7,1	8,3	0,0	0,1	Jun
0,0	0,0	-0,2	0,9	4,2	-4,9	2,5	-0,9	0,3	-0,2	Jul
0,0	0,0	-0,1	9,9	1,3	1,3	0,3	7,1	0,0	-0,1	Ago
0,1	0,0	0,5	35,1	12,7	13,2	2,5	6,9	-0,7	0,5	Sep
-0,1	0,1	1,2	-5,7	1,7	-9,0	0,3	-0,3	0,5	1,2	Oct
0,0	0,0	0,2	22,3	17,8	0,5	1,5	2,1	0,1	0,2	Nov
-0,1	0,0	0,3	-29,9	-20,0	9,4	-3,8	-16,0	0,1	0,3	Dic
0,0	-0,1	-2,0	37,7	30,3	-11,3	5,2	16,1	-0,7	-2,0	2003 Ene
0,0	0,0	0,0	31,1	9,1	4,0	3,3	14,0	0,7	0,0	Feb
0,0	0,0	0,8	33,4	2,4	16,0	3,3	10,8	0,0	0,8	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May

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	
0,9	0,0	4,1	69,1	16,4	18,0	8,1	17,0	5,5	4,1	2002 May
-1,9	0,0	-0,3	54,1	21,2	17,9	3,0	9,8	2,5	-0,3	Jun
-0,1	0,0	-0,5	15,0	-5,0	12,7	2,0	-3,1	8,9	-0,5	Jul
0,3	0,0	-0,7	3,6	-1,4	0,4	-1,7	6,2	0,9	-0,7	Ago
0,7	0,0	3,7	59,7	23,2	17,5	1,3	12,4	1,7	3,7	Sep
-0,5	-0,1	-1,4	24,3	-3,7	7,9	-1,1	18,8	3,6	-1,4	Oct
-0,5	0,0	-2,0	30,6	2,5	15,6	0,2	12,9	1,5	-2,0	Nov
-0,4	-0,3	-0,3	-23,7	-11,7	36,5	3,7	-53,4	1,4	-0,3	Dic
-0,5	-0,3	0,7	47,4	1,0	10,8	8,0	23,1	3,7	0,7	2003 Ene
0,6	0,9	-2,6	50,5	16,8	10,7	5,5	13,7	6,3	-2,6	Feb
-0,1	0,5	5,1	72,7	19,5	15,8	8,5	20,5	3,4	5,1	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May

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	
0,9	0,0	4,0	88,9	24,1	17,7	5,0	32,5	5,5	4,0	2002 May
-1,8	0,0	-0,3	64,9	21,7	26,9	-4,2	18,2	2,6	-0,3	Jun
-0,1	0,0	-0,7	15,9	-0,8	7,7	4,5	-4,0	9,2	-0,7	Jul
0,3	0,0	-0,8	13,5	0,0	1,7	-1,4	13,3	0,8	-0,8	Ago
0,8	0,0	4,2	94,8	35,9	30,7	3,7	19,3	1,0	4,2	Sep
-0,6	0,1	-0,2	18,6	-2,0	-1,1	-0,8	18,5	4,1	-0,2	Oct
-0,5	0,0	-1,8	52,9	20,3	16,1	1,7	15,0	1,6	-1,8	Nov
-0,5	-0,3	0,1	-53,6	-31,7	45,9	0,0	-69,4	1,5	0,1	Dic
-0,5	-0,4	-1,2	85,1	31,3	-0,5	13,2	39,2	3,1	-1,2	2003 Ene
0,6	0,9	-2,6	81,6	25,9	14,7	8,8	27,8	7,0	-2,6	Feb
-0,1	0,5	5,9	106,2	22,0	31,7	11,9	31,3	3,4	5,9	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May

### Cuadro 3.7

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

(tasas de variación)

##### 1. A corto plazo

	En todas las monedas						
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP
	1	Índice dic 01 = 100 2					
2002 May	3,8	110,0	2,2	-32,8	-8,3	10,5	27,8
Jun	4,5	109,4	0,4	-25,1	-15,2	16,7	50,8
Jul	5,3	111,3	3,8	-16,4	-14,0	14,6	-3,1
Ago	5,4	112,3	4,8	0,6	-18,0	15,2	-1,3
Sep	7,8	114,3	8,9	0,8	-17,0	16,3	-19,4
Oct	8,9	116,0	10,5	14,9	-18,5	17,9	-0,9
Nov	12,3	119,3	18,6	23,3	-14,6	15,6	-5,3
Dic	12,7	112,7	14,7	30,4	-10,4	19,3	-14,3
2003 Ene	15,2	121,0	17,6	28,9	-7,2	21,1	-15,2
Feb	19,3	125,1	22,4	60,3	-1,6	23,0	0,6
Mar	18,0	126,7	19,4	53,1	2,1	21,4	5,7
Abr	21,3	129,7	20,9	36,8	7,5	26,1	18,1
May	18,9	130,8	17,4	65,5	12,5	21,7	22,4

##### 2. A largo plazo

	En todas las monedas						
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP
	1	Índice dic 01 = 100 2					
2002 May	8,0	103,8	8,1	32,9	14,6	3,5	29,3
Jun	7,5	104,3	7,8	30,4	13,0	3,1	31,4
Jul	7,1	104,6	6,8	27,8	11,8	3,1	36,3
Ago	6,9	104,7	6,5	27,3	9,0	3,3	34,0
Sep	7,4	105,4	7,1	28,1	11,8	3,6	30,9
Oct	7,3	105,9	6,3	27,3	12,4	3,9	29,7
Nov	7,0	106,4	5,8	27,5	8,0	4,3	29,0
Dic	5,9	105,9	5,0	25,6	6,9	2,9	29,4
2003 Ene	5,7	106,6	4,7	24,5	7,3	2,7	29,9
Feb	5,9	107,3	4,4	25,6	7,7	3,0	34,6
Mar	5,8	108,2	3,8	26,7	9,4	3,0	32,4
Abr	5,6	108,7	3,9	26,7	10,1	2,4	30,9
May	5,8	109,8	3,6	24,2	11,7	3,1	27,8

##### 3. Total

	En todas las monedas						
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP
	1	Índice dic 01 = 100 2					
2002 May	7,6	104,3	7,4	32,0	9,8	4,1	29,3
Jun	7,3	104,8	6,9	29,6	7,3	4,2	31,7
Jul	6,9	105,2	6,4	27,3	6,4	4,1	35,1
Ago	6,7	105,4	6,3	27,0	3,2	4,3	32,9
Sep	7,4	106,2	7,3	27,8	5,6	4,6	29,4
Oct	7,4	106,8	6,8	27,2	5,5	5,0	28,9
Nov	7,5	107,6	7,2	27,5	3,2	5,2	28,1
Dic	6,6	106,6	6,0	25,7	3,6	4,1	28,0
2003 Ene	6,6	107,9	6,1	24,6	4,5	4,1	28,7
Feb	7,2	108,9	6,3	25,9	5,9	4,6	33,7
Mar	7,0	109,9	5,5	26,9	8,0	4,5	31,7
Abr	7,1	110,6	5,7	26,8	9,7	4,3	30,6
May	7,0	111,7	5,2	24,5	11,9	4,7	27,7

Fuente: BCE.

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

2) Incluidas las emisiones expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En euros <sup>2)</sup>								
Total	Índice dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP		
								8
3,3	110,5	1,0	-32,8	-10,1	10,6	26,0		2002 May
4,2	110,1	-0,8	-27,1	-16,6	16,5	51,6		Jun
5,1	111,9	3,6	-18,5	-15,6	14,5	-7,0		Jul
5,7	113,5	6,1	-1,8	-19,4	15,0	-7,0		Ago
7,7	115,3	9,0	-1,8	-18,1	16,7	-28,9		Sep
7,6	116,6	8,1	12,1	-20,3	18,1	-11,8		Oct
12,3	120,7	20,4	20,6	-15,9	15,9	-14,0		Nov
13,6	113,6	16,6	27,3	-11,4	20,3	-23,4		Dic
16,1	122,8	20,5	26,0	-8,1	21,1	-27,0		2003 Ene
20,1	126,9	25,7	57,4	-2,7	22,7	-9,0		Feb
18,5	128,5	21,5	50,3	0,9	21,3	-2,7		Mar
23,3	132,3	26,1	34,1	6,5	26,0	8,9		Abr
20,5	133,1	20,9	62,2	12,6	21,9	17,6		May

En euros <sup>2)</sup>								
Total	Índice dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP		
								8
7,4	103,5	5,9	42,8	17,4	3,6	30,2		2002 May
7,0	104,1	5,7	39,3	15,9	3,2	32,3		Jun
6,5	104,3	4,5	34,3	15,8	3,1	37,6		Jul
6,3	104,3	4,4	33,2	12,9	3,3	35,0		Ago
6,7	105,1	5,1	34,0	14,3	3,4	31,8		Sep
6,5	105,4	4,3	31,4	14,9	3,9	29,5		Oct
6,5	105,9	4,2	32,0	9,5	4,3	28,8		Nov
5,4	105,4	3,5	30,0	8,4	2,8	29,0		Dic
5,1	105,9	3,1	28,9	8,5	2,5	29,1		2003 Ene
5,2	106,5	2,7	29,6	8,7	2,7	33,8		Feb
5,2	107,4	2,1	30,6	11,0	2,8	31,5		Mar
5,0	107,8	2,0	31,3	11,6	2,3	29,5		Abr
5,2	108,9	2,1	28,9	13,2	2,8	26,4		May

En euros <sup>2)</sup>								
Total	Índice dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP		
								8
7,0	104,1	5,4	41,3	10,8	4,2	30,1		2002 May
6,7	104,6	5,0	38,1	8,4	4,2	32,7		Jun
6,3	104,9	4,4	33,4	8,4	4,1	36,2		Jul
6,2	105,1	4,6	32,7	5,0	4,2	33,7		Ago
6,8	105,9	5,5	33,5	6,4	4,5	30,0		Sep
6,6	106,4	4,7	31,2	6,1	5,0	28,4		Oct
7,1	107,2	5,8	31,9	3,5	5,3	27,6		Nov
6,1	106,1	4,7	29,9	4,1	4,1	27,4		Dic
6,1	107,4	4,9	28,9	4,9	4,0	27,7		2003 Ene
6,6	108,3	4,9	29,9	6,2	4,3	32,7		Feb
6,4	109,2	4,0	30,8	8,8	4,3	30,7		Mar
6,7	110,0	4,3	31,4	10,5	4,3	29,0		Abr
6,7	111,1	4,0	29,2	13,1	4,5	26,2		May

### Cuadro 3.8

#### Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

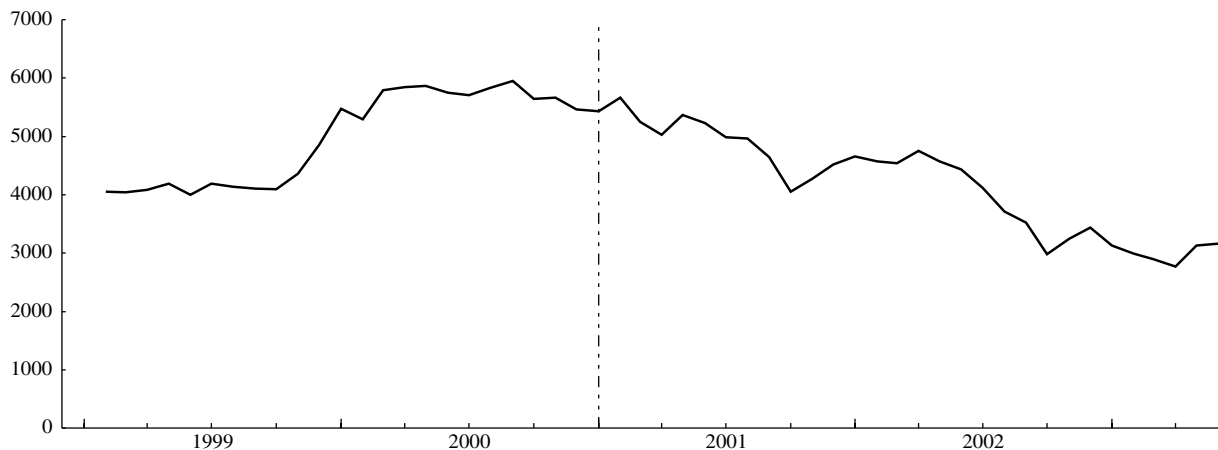
(mm de euros; saldos a fin de período; valores de mercado)

##### Saldos vivos

	Total 1	IFM 2	Instituciones financieras no monetarias 3	Sociedades no financieras 4
2000 May	5.752,7	673,4	648,2	4.431,2
Jun	5.707,4	680,6	645,7	4.381,0
Jul	5.835,4	700,3	696,3	4.438,9
Ago	5.948,9	742,1	700,4	4.506,4
Sep	5.640,6	730,3	687,7	4.222,7
Oct	5.667,9	718,9	664,4	4.284,5
Nov	5.466,7	674,4	673,5	4.118,7
Dic	5.431,7	687,0	675,0	4.069,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>				
2001 Ene	5.668,5	762,2	706,3	4.200,0
Feb	5.249,6	710,1	661,6	3.877,9
Mar	5.029,0	686,3	620,4	3.722,4
Abr	5.365,9	715,3	643,4	4.007,2
May	5.235,2	697,9	627,0	3.910,4
Jun	4.991,3	676,5	635,1	3.679,7
Jul	4.959,8	647,0	572,4	3.740,4
Ago	4.648,2	643,2	576,6	3.428,4
Sep	4.054,6	535,7	485,3	3.033,6
Oct	4.277,9	551,5	497,7	3.228,7
Nov	4.523,9	587,5	512,0	3.424,3
Dic	4.656,4	617,3	511,1	3.528,0
2002 Ene	4.575,1	623,8	518,8	3.432,5
Feb	4.545,6	622,4	509,8	3.413,4
Mar	4.748,1	665,3	536,6	3.546,2
Abr	4.569,8	678,0	517,5	3.374,2
May	4.432,0	666,3	484,9	3.280,9
Jun	4.113,0	614,8	463,4	3.034,8
Jul	3.709,7	515,6	395,4	2.798,7
Ago	3.519,2	521,7	371,0	2.626,5
Sep	2.977,8	412,6	276,0	2.289,2
Oct	3.250,9	446,9	321,2	2.482,8
Nov	3.434,7	487,3	346,0	2.601,4
Dic	3.130,5	450,7	283,6	2.396,2
2003 Ene	2.993,8	425,8	261,1	2.306,9
Feb	2.900,4	425,2	270,8	2.204,4
Mar	2.772,6	413,0	236,2	2.123,5
Abr	3.127,5	471,4	291,8	2.364,4
May	3.160,8	476,6	291,4	2.392,8

##### Total saldo vivo

(mm de euros; saldos a fin de período; valores de mercado)



Fuente: BCE.



## 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	59,1	59,1	40,9	40,9	100,0	100,0	59,1	40,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	103,8	1,1	102,7	0,9	106,0	1,5	-	-	-	-
2000	106,0	2,1	105,3	2,5	107,5	1,5	-	-	-	-
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	108,5	2,3	107,7	2,3	110,2	2,5	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	109,5	1,7	113,6	3,1	-	-	-	-
2002 III	111,1	2,1	109,2	1,3	114,5	3,3	111,2	0,4	109,6	114,1
IV	111,7	2,3	110,1	1,8	114,5	3,1	111,8	0,5	110,0	114,8
2003 I	112,5	2,3	110,8	2,0	115,3	2,7	112,6	0,8	111,1	115,4
II	113,2	2,0	111,6	1,5	116,1	2,6	112,9	0,2	111,1	116,1
2002 Ago	111,0	2,1	108,9	1,4	114,6	3,3	111,2	0,2	109,6	114,1
Sep	111,3	2,1	109,7	1,4	114,2	3,2	111,5	0,3	109,9	114,3
Oct	111,6	2,3	110,1	1,8	114,2	3,1	111,7	0,2	110,1	114,6
Nov	111,5	2,3	110,0	1,8	114,2	3,1	111,7	0,0	109,9	114,8
Dic	112,0	2,3	110,2	1,9	115,2	3,0	111,9	0,2	110,1	115,1
2003 Ene	111,9	2,1	110,2	1,6	115,0	2,8	112,3	0,4	110,7	115,2
Feb	112,4	2,4	110,7	2,1	115,4	2,7	112,6	0,3	111,1	115,4
Mar	113,1	2,4	111,7	2,2	115,6	2,6	113,0	0,3	111,5	115,6
Abr	113,2	2,1	111,7	1,5	116,0	2,9	112,8	-0,1	111,1	115,9
May	113,2	1,9	111,6	1,4	116,0	2,5	112,8	0,0	110,9	116,1
Jun	113,3	2,0	111,6	1,7	116,3	2,5	113,0	0,2	111,1	116,4
Jul <sup>2)</sup>	.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.

#### 2. Detalle de bienes y servicios

	Bienes						Servicios				
	Alimenticios <sup>3)</sup>			Industriales			Vivienda	Transporte	Comunica- ciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados <sup>3)</sup>	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía					
Ponderación sobre el total (%) <sup>1)</sup>	19,3	11,7	7,6	39,8	31,6	8,2	10,4	6,3	2,9	14,9	6,4
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
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	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	2,5	-7,1	2,4	2,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	3,2	-0,3	4,2	3,4
2002 III	2,3	2,9	1,4	0,8	1,3	-0,7	2,4	3,4	0,0	4,3	3,5
IV	2,3	2,7	1,7	1,6	1,2	2,9	2,5	3,0	-0,2	4,0	3,4
2003 I	2,0	3,2	0,2	2,0	0,7	7,0	2,4	3,2	-0,8	3,0	3,7
II	2,6	3,4	1,6	1,0	0,9	1,5	2,4	3,0	-0,7	2,9	3,5
2002 Ago	2,3	3,0	1,4	0,9	1,3	-0,3	2,4	3,6	-0,1	4,4	3,5
Sep	2,4	2,8	1,7	0,9	1,3	-0,2	2,4	3,2	0,1	4,3	3,4
Oct	2,3	2,7	1,7	1,5	1,2	2,6	2,4	3,0	0,1	4,3	3,3
Nov	2,4	2,6	2,0	1,5	1,3	2,4	2,5	3,2	-0,4	4,0	3,4
Dic	2,2	2,7	1,3	1,7	1,2	3,8	2,5	2,8	-0,5	3,8	3,5
2003 Ene	1,5	2,9	-0,6	1,7	0,6	6,0	2,5	3,3	-0,7	3,2	3,6
Feb	2,1	3,3	0,3	2,2	0,7	7,7	2,4	3,3	-0,9	3,0	3,7
Mar	2,3	3,3	0,8	2,2	0,8	7,5	2,4	3,0	-0,7	2,8	3,7
Abr	2,4	3,4	1,0	1,1	0,8	2,2	2,4	3,2	-0,6	3,5	3,6
May	2,5	3,4	1,2	0,9	0,9	0,6	2,4	2,8	-0,5	2,5	3,5
Jun	3,0	3,3	2,6	1,0	0,8	1,6	2,3	2,8	-0,9	2,7	3,5
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Referido al índice del período 2003.

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 materias primas

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales										Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>1)</sup>		Precios del petróleo <sup>2)</sup> (euros por barril)				
	Industria, excluida construcción <sup>3)</sup>										Energía	Cons-truc-ción <sup>4)</sup>	Industria manufac-turera	Total, excluida energía	14		
	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía	Cons-truc-ción <sup>4)</sup>						Industria manufac-turera	Total, excluida energía
	Índice, 2000=100		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo											
1	2	3	4	5	Total	Duradero	No duradero	9	10	11	12	13					
1997	96,0	1,1	0,4	0,2	0,3	0,7	0,6	1,2	3,0	1,4	0,8	10,7	14,6	17,0			
1998	95,4	-0,7	0,1	-0,4	0,6	0,7	0,7	0,5	-4,6	0,3	-0,5	-21,0	-12,5	12,0			
1999	95,0	-0,4	-0,6	-1,5	0,2	0,6	0,7	-0,2	0,2	1,3	0,1	15,8	-5,9	17,1			
2000	100,0	5,3	2,5	5,1	0,6	1,4	1,4	1,6	17,3	2,5	4,8	50,8	16,7	31,0			
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																	
2001	102,2	2,2	1,7	1,2	1,0	3,0	1,8	3,1	2,7	2,3	1,2	-8,8	-7,6	27,8			
2002	102,1	0,0	0,5	-0,3	0,9	1,3	1,6	1,3	-1,9	2,7	0,3	-3,2	-1,7	26,5			
2002 II	102,1	-0,7	0,2	-0,8	1,0	1,1	1,7	1,0	-4,1	2,5	-0,3	-8,7	-5,5	27,8			
III	102,3	0,0	0,6	0,3	0,8	1,2	1,5	1,1	-2,1	2,6	0,4	-4,2	-1,6	27,2			
IV	102,6	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,3	1,4	2,8	3,1	1,5	14,0	4,4	26,5			
2003 I	104,1	2,4	1,2	1,6	0,4	1,4	0,9	1,5	7,3	2,0	2,2	10,2	-4,2	28,4			
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-13,5	-8,0	22,7			
2002 Jul	102,1	-0,2	0,5	0,1	0,8	1,1	1,4	1,0	-2,9	-	0,2	-10,2	-7,6	25,9			
Ago	102,2	0,0	0,6	0,3	0,8	1,1	1,6	1,1	-1,9	-	0,5	-4,3	-1,3	27,0			
Sep	102,5	0,2	0,7	0,4	0,8	1,3	1,6	1,3	-1,4	-	0,6	2,4	4,7	28,9			
Oct	102,7	1,1	0,9	0,8	0,7	1,4	1,4	1,4	2,3	-	1,3	14,3	7,8	27,9			
Nov	102,4	1,2	1,0	1,2	0,8	1,3	1,2	1,3	2,4	-	1,3	10,5	3,4	24,2			
Dic	102,7	1,6	1,1	1,2	0,8	1,5	1,3	1,5	3,9	-	1,8	17,2	2,1	27,1			
2003 Ene	103,7	2,3	1,1	1,4	0,5	1,4	1,1	1,4	6,7	-	2,0	17,2	-1,5	28,3			
Feb	104,1	2,6	1,2	1,7	0,3	1,5	1,0	1,6	8,2	-	2,4	16,8	-3,7	29,8			
Mar	104,3	2,4	1,2	1,7	0,3	1,4	0,8	1,5	7,2	-	2,1	-1,7	-7,2	27,2			
Abr	103,8	1,7	1,1	1,5	0,3	1,3	0,6	1,4	3,2	-	1,1	-15,2	-6,7	22,9			
May	103,5	1,3	1,0	1,3	0,3	1,5	0,7	1,6	1,7	-	0,6	-16,6	-8,7	21,9			
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	-8,3	-8,6	23,3			
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	-3,5	-5,6	24,9			

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

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

	Total		Demanda interna				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	0,7
1997	103,6	1,5	1,7	2,0	1,3	1,0	1,8	2,6
1998	105,3	1,7	1,3	1,4	1,2	0,9	-0,1	-1,5
1999	106,4	1,1	1,2	1,1	1,9	0,8	-0,5	-0,3
2000	107,9	1,4	2,6	2,2	2,6	2,5	4,7	8,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	111,0	2,5	2,3	2,4	2,4	2,0	1,4	0,7
2002	113,6	2,4	2,2	2,4	1,8	1,9	-0,6	-1,5
2001 III	111,1	2,3	2,2	2,4	2,2	2,1	0,5	0,1
IV	112,2	3,0	1,8	2,1	2,3	1,7	-0,6	-3,6
2002 I	112,9	2,7	2,4	2,6	2,0	1,9	-0,9	-1,7
II	113,3	2,3	2,0	2,3	1,7	2,1	-1,1	-2,0
III	114,0	2,6	2,1	2,3	1,8	1,9	-0,3	-2,0
IV	114,5	2,1	2,2	2,4	1,7	2,0	-0,3	-0,2
2003 I	115,2	2,1	1,9	2,3	2,1	1,9	0,1	-0,3

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

1) Hasta diciembre de 1998, en ECU; desde enero de 1999, en euros.

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

3) Detalle con arreglo a la definición armonizada de grandes sectores industriales.

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



## 5 Indicadores de la economía real de 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), cifras desestacionalizadas]

	PIB								
	Total	Demanda interna					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	
1998	5.883,6	5.743,8	3.330,7	1.176,4	1.203,6	33,0	139,9	1.949,1	1.809,2
1999	6.150,4	6.048,5	3.506,9	1.230,0	1.291,8	19,7	101,9	2.052,4	1.950,6
2000	6.453,1	6.385,2	3.675,2	1.289,2	1.389,1	31,5	67,9	2.416,7	2.348,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.840,1	6.727,7	3.921,0	1.369,3	1.437,4	-0,1	112,5	2.556,1	2.443,7
2002	7.063,5	6.889,3	4.037,0	1.431,6	1.427,6	-6,9	174,1	2.571,2	2.397,0
2001 IV	1.727,3	1.690,2	988,6	348,1	357,6	-4,1	37,2	630,0	592,8
2002 I	1.745,6	1.705,8	996,5	352,4	357,8	-0,8	39,8	627,3	587,5
II	1.758,5	1.716,1	1.004,3	356,8	354,8	0,2	42,4	640,0	597,6
III	1.775,0	1.726,6	1.014,1	359,8	356,3	-3,6	48,3	652,7	604,4
IV	1.784,5	1.740,8	1.022,1	362,7	358,7	-2,7	43,6	651,2	607,6
2003 I	1.796,6	1.762,7	1.034,7	366,7	356,3	5,0	33,9	647,6	613,8

##### 2. Precios constantes

[mm de ECU, a precios de 1995, cifras desestacionalizadas]

	PIB								
	Total	Demanda interna					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	
1998	5.667,3	5.544,7	3.186,1	1.142,2	1.191,0	25,4	122,5	1.939,1	1.816,6
1999	5.826,5	5.738,1	3.299,1	1.164,7	1.260,6	13,8	88,4	2.040,3	1.951,9
2000	6.029,9	5.906,3	3.382,8	1.189,5	1.322,1	11,9	123,6	2.295,3	2.171,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.227,3	6.079,4	3.521,5	1.231,0	1.339,0	-12,2	148,0	2.391,7	2.243,7
2002	6.279,4	6.092,4	3.540,9	1.264,6	1.303,9	-17,0	187,0	2.421,6	2.234,6
2001 IV	1.556,2	1.518,5	881,7	310,5	331,1	-4,8	37,7	591,2	553,4
2002 I	1.562,4	1.517,7	880,4	313,3	329,0	-5,0	44,7	590,5	545,8
II	1.568,6	1.520,1	883,1	315,8	324,5	-3,2	48,5	603,2	554,7
III	1.573,6	1.524,0	887,1	317,3	324,9	-5,3	49,6	615,1	565,5
IV	1.574,8	1.530,6	890,3	318,2	325,6	-3,4	44,2	612,8	568,6
2003 I	1.575,7	1.538,7	894,0	319,3	321,6	3,8	37,0	608,8	571,8

(tasas de variación interanuales)

1998	2,9	3,5	3,0	1,4	5,1	-	-	7,4	10,0
1999	2,8	3,5	3,5	2,0	5,8	-	-	5,2	7,4
2000	3,5	2,9	2,5	2,1	4,9	-	-	12,5	11,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	1,5	1,0	1,8	2,2	-0,6	-	-	3,0	1,7
2002	0,8	0,2	0,5	2,7	-2,6	-	-	1,2	-0,4
2001 IV	0,6	0,2	1,6	2,0	-2,3	-	-	-2,4	-3,7
2002 I	0,4	-0,2	0,4	2,6	-3,0	-	-	-2,7	-4,5
II	0,8	-0,2	0,2	3,0	-3,3	-	-	1,1	-1,7
III	1,0	0,5	0,6	2,9	-2,5	-	-	3,1	1,9
IV	1,2	0,8	1,0	2,5	-1,7	-	-	3,7	2,7
2003 I	0,8	1,4	1,5	1,9	-2,3	-	-	3,1	4,8

Fuente: Eurostat.

1) Véase en la sección primera de las notas generales una breve explicación de las características de los datos a precios corrientes expresados en ECU hasta final de 1998.

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con los cuadros 8 y 9.

## Valor añadido por ramas de actividad

### 3. Precios corrientes

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

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFMI <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 servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1998	5.471,0	138,7	1.276,8	295,4	1.139,8	1.441,3	1.179,0	202,2	614,8
1999	5.689,3	136,0	1.293,3	310,7	1.191,2	1.527,6	1.230,6	201,6	662,7
2000	5.974,1	136,9	1.347,3	327,5	1.261,2	1.620,3	1.280,9	212,1	691,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.346,0	151,6	1.412,0	349,1	1.356,5	1.719,7	1.357,0	228,7	722,8
2002	6.560,0	149,7	1.430,8	360,7	1.394,4	1.797,8	1.426,6	237,9	741,3
2001 IV	1.603,6	38,4	350,7	88,8	342,7	438,0	345,1	58,0	181,7
2002 I	1.620,8	37,8	354,0	90,1	345,1	443,5	350,3	58,5	183,3
II	1.634,5	37,2	357,5	89,4	347,7	447,8	354,9	59,2	183,2
III	1.648,0	37,6	360,2	90,1	350,0	451,3	358,7	59,6	186,6
IV	1.656,8	37,1	359,0	91,1	351,6	455,2	362,8	60,6	188,3
2003 I	1.666,8	37,3	362,9	90,7	352,2	457,9	365,9	60,7	190,5

### 4. Precios constantes

[mm de ECU, a precios de 1995, cifras desestacionalizadas]

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFMI <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 servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1998	5.319,6	142,3	1.256,7	291,9	1.114,4	1.388,3	1.126,0	222,4	570,1
1999	5.462,5	146,0	1.268,3	299,2	1.164,2	1.441,4	1.143,4	231,2	595,2
2000	5.667,4	145,6	1.319,0	306,2	1.220,6	1.508,2	1.167,8	247,6	610,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	5.865,3	151,8	1.348,6	311,0	1.282,4	1.569,5	1.202,1	264,7	626,8
2002	5.937,9	150,8	1.359,1	308,2	1.299,3	1.589,0	1.231,5	271,0	612,5
2001 IV	1.467,5	38,1	333,5	78,0	321,1	394,4	302,6	66,9	155,6
2002 I	1.475,7	37,7	336,9	77,8	323,1	395,2	305,0	66,9	153,6
II	1.483,9	37,7	340,3	76,8	324,6	397,1	307,3	67,2	151,9
III	1.488,3	37,8	341,7	76,8	325,5	397,8	308,7	68,1	153,4
IV	1.490,1	37,6	340,2	76,8	326,1	398,9	310,5	68,9	153,6
2003 I	1.491,0	37,9	340,9	75,4	326,5	399,3	310,9	69,3	154,0
<i>(tasas de variación interanuales)</i>									
1998	2,9	1,5	3,2	0,4	4,0	3,7	1,5	3,6	2,6
1999	2,7	2,6	0,9	2,5	4,5	3,8	1,5	4,0	4,4
2000	3,8	-0,3	4,0	2,3	4,8	4,6	2,1	7,1	2,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	1,7	-1,3	1,1	-0,6	2,6	2,6	1,4	5,4	0,7
2002	1,2	-0,7	0,8	-0,9	1,3	1,2	2,4	2,4	-2,3
2001 IV	0,9	-0,7	-1,2	0,0	1,4	2,0	1,6	4,2	-0,2
2002 I	0,8	-0,6	-1,2	0,1	1,1	1,5	2,1	2,4	-2,3
II	1,3	0,0	1,0	-1,0	1,3	1,3	2,5	1,8	-3,7
III	1,3	-0,9	1,3	-1,2	1,4	1,1	2,6	2,4	-1,8
IV	1,5	-1,3	2,0	-1,5	1,6	1,1	2,6	3,0	-1,3
2003 I	1,0	0,6	1,2	-3,0	1,1	1,0	2,0	3,7	0,3

Fuente: Eurostat.

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

## 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	Industria manufacturera
	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
	Índice (d) 2000 = 100		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
						Total	Duradero	No duradero				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	2,1	95,0	1,9	2,0	1,9	2,3	1,7	1,4	1,7	0,7	4,1	1,9
2000	4,9	100,1	5,3	5,6	5,9	8,5	2,0	6,4	1,1	1,9	2,4	5,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001	0,3	100,6	0,4	0,2	-0,6	1,4	0,5	-1,8	1,0	1,5	0,3	0,3
2002	-0,7	99,9	-0,6	-0,8	0,3	-2,1	-0,6	-5,5	0,3	0,9	-0,1	-0,8
2002 II	-1,0	100,1	-0,7	-1,0	0,0	-2,1	-0,8	-6,2	0,2	2,2	-0,2	-0,8
III	-0,1	100,2	0,0	-0,2	1,1	-1,1	-1,1	-4,4	-0,5	1,5	0,1	-0,1
IV	0,7	100,2	1,2	1,5	2,5	1,4	0,5	-4,3	1,5	-0,9	-1,7	1,5
2003 I	0,5	100,2	1,0	0,5	1,0	1,5	-0,9	-5,0	-0,2	4,5	-3,2	0,8
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 Ago	-0,9	100,1	-0,7	-1,0	-0,1	-1,3	-1,7	-9,1	-0,6	0,9	-0,5	-0,8
Sep	0,0	100,2	0,1	-0,1	1,7	-1,8	-0,7	-3,5	-0,2	1,0	0,4	0,0
Oct	0,5	100,4	1,3	0,7	1,6	0,2	0,4	-3,8	1,2	4,8	-2,3	1,0
Nov	2,0	100,8	2,8	3,4	4,3	3,9	1,9	-2,1	2,6	-1,7	-0,6	3,4
Dic	-0,5	99,4	-0,6	0,2	1,3	-0,1	-0,8	-7,5	0,4	-4,7	-2,2	0,2
2003 Ene	0,9	100,2	1,1	0,8	1,8	1,5	-1,0	-4,6	-0,4	1,8	-0,7	0,8
Feb	1,3	100,6	2,1	0,9	0,7	3,2	-0,5	-4,5	0,2	9,2	-3,8	1,1
Mar	-0,5	99,8	0,0	-0,2	0,7	0,1	-1,2	-5,9	-0,3	2,8	-5,0	0,5
Abr	.	100,2	0,6	0,2	1,0	-0,7	0,2	-5,2	1,3	3,1	.	-0,4
May	.	99,2	-1,3	-1,7	-1,4	-0,9	-2,8	-6,9	-2,0	1,6	.	-1,5
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Ventas al por menor (d)									Matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes			Precios constantes						Miles <sup>3)</sup> (d)	
	Total		Índice 2000 = 100	Total		Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios		Calzado, vestido y confección		
	Índice 2000 = 100			Índice 2000 = 100							
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
1999	96,0	3,0	97,8	2,4	2,7	2,2	1,4	2,3	973	5,4	
2000	99,9	4,1	100,0	2,3	2,1	2,1	1,5	4,4	952	-2,1	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001	104,1	4,2	101,6	1,6	1,8	1,5	0,9	-0,3	968	-0,8	
2002	105,9	1,7	101,7	0,1	0,5	-0,2	-0,9	-1,9	926	-4,3	
2002 II	105,6	1,6	101,3	-0,3	0,2	0,0	-1,4	-2,1	914	-7,6	
III	106,3	1,6	102,2	0,5	0,8	0,4	-1,4	-0,7	920	-4,8	
IV	106,4	1,4	101,7	0,0	0,8	-0,4	-0,6	-2,5	950	0,2	
2003 I	108,1	2,9	102,4	0,8	2,5	0,5	-1,7	0,1	896	-2,6	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	885	-2,8	
2002 Ago	106,7	2,1	102,6	0,6	1,3	0,3	0,1	-1,9	927	-4,1	
Sep	106,4	1,3	101,8	0,1	0,3	0,1	-4,4	-0,4	932	-2,5	
Oct	107,1	3,2	102,6	1,8	1,7	1,9	5,0	-1,4	930	-3,3	
Nov	106,1	0,7	101,7	-0,7	1,1	-1,5	-4,8	-3,1	942	-1,2	
Dic	106,1	0,3	101,0	-1,2	-0,4	-1,7	-1,8	-2,9	979	6,1	
2003 Ene	108,0	3,4	103,3	2,6	4,2	1,7	2,6	0,1	884	-5,3	
Feb	108,2	2,9	102,5	1,1	2,9	0,4	-3,9	-0,6	897	-3,5	
Mar	108,0	2,4	101,4	-1,2	0,3	-0,4	-3,7	0,8	908	0,6	
Abr	108,0	2,3	103,0	2,1	2,5	0,5	-0,6	0,6	876	-3,9	
May	.	.	.	.	.	.	.	.	867	-5,3	
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	912	0,8	

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 21 y 22; cálculos del BCE basados en datos de AEFA (Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

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

2) Detalle con arreglo a la definición armonizada de grandes sectores industriales.

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales.

### Cuadro 5.3

#### Encuestas de opinión de la Comisión Europea<sup>1)</sup>

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

(saldos netos<sup>2)</sup>, salvo indicación en contrario; desestacionalizados)

	Indicador de clima económico <sup>3)</sup> (índice 1995=100)	Industria manufacturera					Indicador confianza de los consumidores					
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva <sup>5)</sup> (porcentaje)	Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses	
		Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
1999	101,4	-7	-16	11	7	82,6	-3	3	-4	11	1	
2000	103,8	5	2	4	16	84,4	1	4	1	1	2	
2001	100,8	-9	-15	14	1	82,9	-5	2	-10	14	2	
2002	99,1	-11	-25	11	3	81,4	-11	-1	-12	26	-3	
2002 II	99,5	-10	-24	11	6	81,4	-8	-1	-9	22	-3	
III	99,0	-11	-27	11	4	81,5	-10	-1	-11	26	-3	
IV	98,7	-10	-23	10	3	81,5	-14	-3	-15	30	-8	
2003 I	98,2	-11	-24	10	0	81,1	-19	-5	-23	39	-9	
II	98,1	-13	-28	10	-1	80,7	-19	-4	-22	41	-9	
2002 Jul	99,0	-12	-27	11	2	81,2	-10	-1	-10	26	-4	
Ago	98,8	-12	-28	10	2	-	-11	-1	-12	27	-4	
Sep	99,2	-10	-26	12	7	-	-9	-1	-10	24	-2	
Oct	99,0	-10	-25	10	6	81,7	-12	-2	-12	27	-7	
Nov	98,7	-10	-22	10	3	-	-14	-4	-15	30	-7	
Dic	98,5	-10	-22	10	1	-	-16	-4	-19	33	-9	
2003 Ene	98,3	-11	-22	9	-1	81,3	-18	-5	-21	36	-9	
Feb	98,4	-11	-23	11	2	-	-19	-5	-23	39	-9	
Mar	97,8	-12	-26	10	-1	-	-21	-6	-26	42	-9	
Abr	98,1	-12	-27	10	0	80,8	-19	-5	-22	40	-9	
May	98,1	-13	-28	9	-1	-	-20	-4	-23	43	-9	
Jun	98,1	-13	-28	10	-1	-	-19	-4	-22	40	-8	
Jul	98,0	-15	-29	13	-2	80,6	-18	-4	-21	39	-9	

#### 2. Encuestas de construcción, comercio al por menor y servicios

(saldos netos<sup>2)</sup>, desestacionalizados)

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
1999	-10	-17	-2	-7	-7	17	2	27	25	26	31
2000	-5	-13	3	-2	1	17	9	30	36	23	33
2001	-11	-16	-4	-7	-7	17	2	15	16	8	20
2002	-20	-28	-12	-16	-23	18	-9	1	-4	-6	13
2002 II	-18	-24	-10	-18	-24	20	-9	5	1	1	14
III	-23	-32	-14	-17	-23	15	-11	-1	-5	-8	11
IV	-24	-31	-16	-15	-21	16	-8	-4	-13	-4	4
2003 I	-21	-28	-14	-17	-24	17	-10	-5	-16	-11	11
II	-22	-29	-15	-15	-20	18	-6	-2	-12	0	5
2002 Jul	-21	-31	-10	-17	-23	17	-11	0	-4	-7	10
Ago	-25	-34	-16	-16	-22	14	-12	-2	-4	-12	11
Sep	-23	-30	-15	-17	-25	15	-11	0	-6	-5	12
Oct	-23	-32	-14	-16	-21	15	-11	-4	-13	-4	5
Nov	-25	-32	-18	-14	-17	18	-7	-4	-13	-4	5
Dic	-23	-30	-15	-16	-24	16	-7	-5	-13	-4	2
2003 Ene	-22	-29	-15	-19	-29	18	-10	-4	-15	-12	14
Feb	-21	-28	-13	-13	-17	14	-9	-4	-15	-8	10
Mar	-21	-28	-14	-18	-25	18	-12	-7	-17	-13	9
Abr	-21	-28	-14	-17	-24	17	-9	-4	-15	-2	5
May	-23	-29	-16	-13	-19	18	-3	-2	-12	0	5
Jun	-23	-29	-16	-14	-18	18	-6	-1	-10	1	6
Jul	-22	-29	-15	-11	-19	15	0	3	-3	4	9

Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

1) Los datos corresponden al Euro 12.

2) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.

3) 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%.

4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.

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

## Cuadro 5.4

### Indicadores del mercado de trabajo <sup>1)</sup>

#### 1. Ocupados

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

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones		Asalariados	Autónomos	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 servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
Ponderación sobre el total (%) <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	19,3	7,0	25,2	14,2	29,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	122,361	1,8	2,0	0,9	-1,3	1,0	0,1	2,1	5,3	1,6
1999	124,607	1,8	2,3	-0,6	-2,5	-0,2	1,9	2,3	5,6	1,9
2000	127,378	2,2	2,5	0,8	-1,5	0,6	1,7	3,1	5,8	1,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	133,125	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,3	0,4	1,6	3,8	1,3
2002	133,709	0,4	0,6	-0,6	-1,9	-1,2	-1,1	0,7	1,9	1,4
2002 I	133,643	0,7	0,9	-0,4	-2,1	-1,0	-0,9	1,3	2,3	1,5
II	133,739	0,5	0,8	-0,7	-1,9	-1,2	-0,9	0,8	2,1	1,5
III	133,709	0,3	0,5	-0,8	-1,8	-1,3	-1,4	0,4	1,7	1,5
IV	133,743	0,2	0,3	-0,4	-1,9	-1,5	-1,4	0,3	1,6	1,3
2003 I	133,735	0,1	0,1	0,0	-2,1	-1,6	-1,3	0,2	1,4	1,1

#### 2. Parados

(cifras desestacionalizadas)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
			Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1998	13,270	10,2	10,146	8,9	3,124	20,0	6,445	8,6	6,825	12,5
1999	12,247	9,3	9,431	8,2	2,815	18,0	5,901	7,8	6,345	11,4
2000	11,104	8,4	8,555	7,3	2,549	16,2	5,286	7,0	5,818	10,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	11,062	8,0	8,535	7,0	2,527	15,7	5,313	6,7	5,749	9,7
2002	11,667	8,4	9,061	7,4	2,606	16,3	5,770	7,3	5,897	9,8
2002 I	11,401	8,2	8,834	7,2	2,567	16,0	5,576	7,0	5,825	9,8
II	11,602	8,3	8,994	7,3	2,607	16,2	5,724	7,2	5,878	9,8
III	11,749	8,4	9,131	7,4	2,618	16,3	5,834	7,4	5,915	9,9
IV	11,918	8,5	9,273	7,5	2,645	16,6	5,948	7,5	5,970	9,9
2003 I	12,186	8,7	9,475	7,6	2,711	16,9	6,096	7,7	6,090	10,1
2002 May	11,607	8,3	9,007	7,3	2,600	16,2	5,729	7,2	5,879	9,8
Jun	11,690	8,4	9,048	7,3	2,643	16,4	5,788	7,3	5,902	9,8
Jul	11,721	8,4	9,100	7,4	2,621	16,3	5,812	7,3	5,910	9,9
Ago	11,748	8,4	9,130	7,4	2,619	16,3	5,835	7,4	5,913	9,9
Sep	11,778	8,5	9,164	7,4	2,614	16,3	5,856	7,4	5,923	9,9
Oct	11,834	8,5	9,214	7,5	2,620	16,4	5,894	7,4	5,940	9,9
Nov	11,922	8,5	9,274	7,5	2,648	16,6	5,950	7,5	5,972	9,9
Dec	11,997	8,6	9,331	7,5	2,666	16,7	6,000	7,6	5,997	10,0
2003 Ene	12,103	8,7	9,405	7,6	2,698	16,9	6,055	7,6	6,048	10,0
Feb	12,191	8,7	9,477	7,6	2,714	17,0	6,102	7,7	6,089	10,1
Mar	12,263	8,8	9,544	7,7	2,719	17,0	6,132	7,7	6,131	10,2
Abr	12,326	8,8	9,604	7,7	2,722	17,0	6,165	7,7	6,161	10,2
May	12,349	8,8	9,628	7,8	2,721	17,0	6,179	7,8	6,170	10,2

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columnas 1 a 10) y Eurostat (columnas 11 a 20).

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2002.

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

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

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

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

	Total		Por ramas de actividad					
	Índice 2000=100		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 servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Índices de costes laborales <sup>1)</sup>								
2000	100,0	1,3	1,6	-0,3	1,9	0,0	4,2	1,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	102,7	2,7	3,5	1,9	4,1	1,8	2,7	3,1
2002	104,8	2,1	1,9	0,9	3,1	1,7	2,8	1,4
2002 I	104,4	3,2	6,5	2,8	3,5	2,9	3,4	2,5
II	104,5	2,0	-0,5	0,7	3,2	1,6	2,3	1,4
III	104,9	1,8	-1,2	0,6	2,9	1,3	2,7	1,2
IV	105,4	1,4	3,0	-0,5	2,6	1,1	2,9	0,5
2003 I	106,3	1,7	-0,1	0,5	3,9	1,6	2,6	1,4
Remuneración por asalariado								
2000	100,0	2,6	2,8	3,0	2,5	1,7	3,0	2,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	102,8	2,8	2,7	2,7	3,0	2,8	1,5	3,2
2002	105,4	2,5	3,2	3,0	3,3	2,3	2,2	2,4
2002 I	104,5	2,9	8,2	2,7	4,6	2,6	2,5	3,1
II	105,0	2,3	1,4	2,9	3,1	2,1	1,6	2,4
III	105,7	2,5	-0,3	3,2	3,1	2,3	2,1	2,3
IV	106,3	2,4	3,6	3,1	2,5	2,3	2,5	1,8
2003 I	107,2	2,5	2,7	3,3	2,1	2,5	2,3	2,2
Productividad del trabajo <sup>2)</sup>								
2000	100,0	1,2	1,2	3,3	0,6	1,7	-1,1	0,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	100,1	0,1	-0,7	0,8	-1,0	1,0	-1,1	0,1
2002	100,5	0,4	1,3	2,1	0,3	0,6	-0,6	1,0
2002 I	100,1	-0,3	1,6	-0,1	1,0	-0,2	-0,8	0,6
II	100,4	0,3	1,9	2,2	0,0	0,5	-0,7	1,0
III	100,7	0,6	1,0	2,6	0,2	1,0	-0,6	1,1
IV	100,8	1,0	0,7	3,6	-0,1	1,2	-0,4	1,3
2003 I	100,9	0,8	2,8	2,8	-1,7	0,9	-0,3	0,8

### 4. Indicadores de costes laborales por hora

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Total <sup>3)</sup>		Por componentes		Por algunas ramas de actividad			
	Índice (d) 2000=100		Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Servicios	
	9	10	11	12	13	14	15	
2000	100,0	2,8	3,0	2,0	3,4	3,3	1,7	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	103,3	3,3	3,4	2,9	3,1	3,6	4,1	
2002	107,2	3,7	3,7	4,0	3,3	3,6	3,9	
2002 I	106,4	4,3	4,3	4,4	3,7	4,6	5,4	
II	106,5	3,4	3,3	3,8	2,8	3,1	3,8	
III	107,4	3,5	3,4	3,8	3,0	3,5	3,2	
IV	108,4	3,7	3,7	4,0	3,5	3,3	3,3	
2003 I	109,2	2,7	2,6	3,1	2,8	2,4	2,2	

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columnas 1 a 8 y 15) y Eurostat (columnas 9 a 14).

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

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

3) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios. Debido a su diferente cobertura, los datos de los componentes no concuerdan 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; saldos a fin de período, sin desestacionalizar)

#### 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	Con preaviso			Cesiones temporales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 I	4.677,3	318,6	4.075,8	1.239,1	1.464,6	1.306,2	66,0	133,4	149,5	243,9
II	4.704,4	324,8	4.114,2	1.321,8	1.418,3	1.315,7	58,4	125,0	140,4	242,7
III	4.716,7	328,3	4.112,8	1.324,6	1.416,5	1.313,1	58,7	133,3	142,3	238,6
IV	4.859,1	350,8	4.215,1	1.370,9	1.457,7	1.323,5	63,0	142,0	151,2	229,7
2000 I	4.838,4	335,5	4.222,3	1.379,6	1.462,5	1.303,3	76,8	130,2	150,5	260,5
II	4.895,0	342,0	4.256,9	1.409,7	1.485,7	1.282,6	78,9	146,0	150,1	247,1
III	4.915,8	339,8	4.266,5	1.396,9	1.524,0	1.263,7	81,9	159,2	150,2	253,9
IV	5.032,2	348,4	4.361,6	1.464,4	1.542,4	1.269,1	85,6	164,5	157,8	230,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	5.138,1	336,3	4.494,1	1.446,1	1.620,9	1.314,6	112,6	150,3	157,4	259,6
II	5.236,1	333,0	4.579,2	1.526,1	1.616,7	1.321,1	115,3	165,5	158,3	268,8
III	5.225,6	309,6	4.609,0	1.547,9	1.605,2	1.333,7	122,2	147,8	159,1	265,6
IV	5.366,7	239,7	4.816,3	1.690,3	1.613,0	1.396,3	116,7	139,0	171,7	298,1
2002 I	5.363,7	254,3	4.774,3	1.637,4	1.604,8	1.413,0	119,1	157,5	177,6	301,7
II	5.447,0	285,7	4.827,6	1.703,6	1.593,8	1.412,5	117,6	155,0	178,7	278,1
III	5.461,2	306,7	4.827,4	1.699,6	1.585,8	1.423,3	118,8	146,3	180,8	289,0
IV	5.635,6	341,2	4.964,8	1.790,2	1.593,2	1.469,6	111,9	136,4	193,2	291,6
2003 I	.	327,2	4.946,2	1.759,3	1.572,1	1.509,4	105,5	176,2	.	.
	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 FMM	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
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1999 I	1.575,5	154,1	1.421,3	4.044,3	2.425,8	1.618,5	194,9	2.686,3	2.403,5	282,8
II	1.488,2	144,3	1.343,9	4.166,4	2.448,9	1.717,5	211,4	2.755,8	2.468,9	286,9
III	1.493,6	133,1	1.360,5	4.083,1	2.358,2	1.724,9	210,0	2.798,0	2.507,2	290,8
IV	1.559,2	166,3	1.392,9	4.823,8	3.003,8	1.819,9	204,2	2.943,1	2.649,0	294,1
2000 I	1.549,0	174,3	1.374,7	4.888,8	2.970,4	1.918,4	214,9	3.061,4	2.760,6	300,8
II	1.580,2	180,4	1.399,8	4.801,1	2.908,8	1.892,2	204,6	3.108,1	2.803,5	304,7
III	1.663,0	198,7	1.464,3	4.843,9	2.938,4	1.905,5	204,1	3.163,0	2.854,5	308,5
IV	1.746,1	216,6	1.529,5	4.867,5	3.009,2	1.858,3	200,1	3.192,8	2.885,3	307,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	1.855,1	276,4	1.578,7	4.544,8	2.725,2	1.819,6	224,0	3.243,6	2.930,1	313,4
II	1.852,4	237,0	1.615,5	4.513,4	2.664,6	1.848,8	232,3	3.302,4	2.986,8	315,7
III	1.887,0	233,4	1.653,6	4.023,8	2.296,2	1.727,7	253,1	3.277,6	2.958,2	319,4
IV	1.917,7	225,0	1.692,7	4.375,8	2.553,2	1.822,5	260,1	3.370,8	3.050,1	320,7
2002 I	1.974,9	265,7	1.709,2	4.464,3	2.610,2	1.854,2	290,7	3.406,3	3.076,6	329,7
II	1.996,5	229,7	1.766,8	4.078,9	2.321,8	1.757,1	292,8	3.425,4	3.091,9	333,5
III	2.045,6	253,5	1.792,0	3.472,4	1.753,5	1.718,9	309,9	3.452,1	3.115,5	336,6
IV	2.071,0	255,4	1.815,5	3.478,9	1.777,2	1.701,7	308,1	3.506,0	3.168,2	337,8
2003 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 y 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.

## 2. Principales pasivos<sup>1)</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>2)</sup>
	Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>3)</sup>			
	1	2	Total	A corto plazo	A largo plazo <sup>4)</sup>	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1999 I	6.250,2	5.682,6	900,5	36,0	864,5	2.590,9	919,8	1.671,1	2.758,8	250,5	2.508,4	156,8
II	6.413,8	5.817,3	897,9	38,6	859,3	2.682,9	962,5	1.720,4	2.833,0	254,2	2.578,8	183,3
III	6.481,7	5.886,4	883,1	37,5	845,5	2.697,9	942,0	1.755,9	2.900,8	253,9	2.646,8	191,4
IV	6.654,3	6.039,0	898,5	41,7	856,7	2.789,7	977,8	1.811,9	2.966,1	262,2	2.703,9	201,4
2000 I	6.799,2	6.155,9	889,1	40,8	848,3	2.888,2	1.036,0	1.852,3	3.021,9	263,6	2.758,2	221,1
II	6.946,5	6.261,7	884,0	41,6	842,3	2.987,7	1.088,0	1.899,7	3.074,9	272,3	2.802,6	219,7
III	7.091,7	6.379,2	864,5	39,6	825,0	3.095,7	1.149,7	1.946,0	3.131,5	273,9	2.857,6	252,3
IV	7.255,3	6.500,0	880,3	41,7	838,6	3.194,4	1.165,2	2.029,2	3.180,6	278,9	2.901,7	245,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	7.452,7	6.671,1	896,3	41,8	854,5	3.321,6	1.243,2	2.078,4	3.234,8	278,6	2.956,2	257,3
II	7.558,0	6.761,6	880,4	42,1	838,3	3.393,3	1.265,5	2.127,8	3.284,3	284,6	2.999,7	279,2
III	7.629,9	6.804,6	874,2	45,1	829,1	3.433,6	1.243,6	2.190,1	3.322,1	280,1	3.042,0	249,7
IV	7.749,0	6.897,1	901,3	50,6	850,7	3.474,0	1.226,7	2.247,2	3.373,7	281,5	3.092,3	268,9
2002 I	7.823,2	6.959,9	905,6	53,3	852,3	3.508,8	1.223,1	2.285,8	3.408,8	277,1	3.131,7	278,5
II	7.907,3	7.017,0	878,5	53,5	825,0	3.549,0	1.207,9	2.341,1	3.479,8	287,8	3.192,1	245,5
III	7.946,9	7.052,4	869,6	54,8	814,8	3.554,6	1.189,6	2.365,1	3.522,7	283,8	3.238,9	238,0
IV	8.066,1	7.131,3	884,6	60,7	823,9	3.597,7	1.172,7	2.425,0	3.583,8	289,2	3.294,6	240,2
2003 I		7.172,4										
	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			
1999 I	3.967,8	3.634,9	465,8	3.169,1	333,0	64,3	268,7	2.968,2	148,8	219,6		
II	3.952,9	3.612,1	458,2	3.153,8	340,8	66,6	274,2	3.090,6	139,6	221,9		
III	3.931,9	3.577,4	448,1	3.129,2	354,6	75,0	279,6	3.015,8	141,7	224,2		
IV	3.898,3	3.533,3	419,7	3.113,6	364,9	78,3	286,7	4.196,1	148,9	226,5		
2000 I	3.953,7	3.586,0	425,1	3.160,9	367,7	78,8	289,0	4.535,8	148,2	228,4		
II	3.987,5	3.607,7	425,6	3.182,1	379,8	88,9	290,9	4.381,0	147,9	230,2		
III	4.020,2	3.621,0	422,0	3.199,0	399,2	95,6	303,6	4.222,7	147,9	232,1		
IV	4.066,7	3.647,8	400,5	3.247,2	418,9	101,1	317,9	4.069,6	155,3	233,9		
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	4.243,5	3.787,5	429,8	3.357,7	456,0	112,1	343,9	3.722,4	154,7	236,1		
II	4.292,7	3.811,8	441,6	3.370,2	481,0	123,1	357,9	3.679,7	155,2	238,3		
III	4.377,7	3.879,7	450,3	3.429,4	498,1	137,1	360,9	3.033,6	156,3	240,5		
IV	4.389,9	3.874,6	434,3	3.440,3	515,3	136,0	379,4	3.528,0	168,7	241,4		
2002 I	4.445,7	3.925,5	446,7	3.478,7	520,2	141,3	378,9	3.546,2	174,6	243,8		
II	4.535,9	4.021,6	481,7	3.539,9	514,2	126,9	387,3	3.034,8	175,7	246,2		
III	4.647,4	4.119,3	480,0	3.639,3	528,0	134,4	393,6	2.289,2	177,6	248,6		
IV	4.655,7	4.124,5	480,1	3.644,4	531,2	140,6	390,5	2.396,2	190,1	251,1		
2003 I								2.123,5				

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 y 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) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 4) Incluidos todos los préstamos de las IFM de la zona del euro a la Administración Central.



**Cuadro 6.1 (cont.)**
**Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros<sup>1)</sup>**

(mm de euros; cifras sin desestacionalizar)

**Operaciones**
**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
1999 I	2,8	-5,2	2,4	-12,6	0,7	26,9	-12,5	-4,2	9,8	23,4
II	22,6	6,2	33,9	81,3	-49,1	9,3	-7,6	-8,4	-9,1	-4,3
III	13,7	3,5	0,0	3,5	-1,2	-2,6	0,3	8,3	1,9	-2,8
IV	132,8	22,3	94,2	44,2	35,7	10,2	4,2	8,7	7,6	-14,2
2000 I	-28,4	-15,3	-0,4	6,1	0,3	-20,5	13,7	-11,9	-0,7	26,1
II	52,1	6,7	30,0	31,9	17,8	-21,8	2,1	15,8	-0,4	-12,8
III	5,7	-2,2	-5,5	-17,4	27,7	-18,7	2,9	13,3	0,1	-1,7
IV	130,9	8,6	109,5	71,5	28,3	5,8	3,8	5,3	7,6	-16,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	84,8	-19,8	120,6	-23,8	72,6	44,9	26,9	-15,6	-0,5	13,6
II	94,7	-3,3	81,8	77,1	-4,3	6,3	2,7	15,1	1,0	4,8
III	8,1	-23,4	48,3	25,4	3,0	13,0	7,0	-17,7	0,8	3,4
IV	143,7	-69,9	209,9	142,3	10,6	62,5	-5,4	-8,8	12,5	12,2
2002 I	-0,7	14,6	-40,2	-53,4	-4,1	14,9	2,3	19,0	6,0	2,7
II	103,2	31,4	73,2	72,2	0,9	1,7	-1,7	-2,5	1,1	-10,0
III	11,2	21,0	0,6	-4,4	-7,3	10,6	1,7	-12,5	2,1	9,2
IV	173,4	34,5	136,3	83,8	12,8	46,6	-6,9	-9,9	12,5	8,5
2003 I	.	7,7	-16,3	-28,7	-21,2	40,0	-6,4	32,8	.	.

	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 siniestros
1999 I	52,6	4,3	48,3	105,3	1,7	103,5	4,3	63,9	58,1	5,8
II	-41,1	-12,2	-28,9	152,2	67,5	84,7	15,6	53,2	49,0	4,2
III	-1,7	-12,5	10,8	87,6	47,5	40,1	-2,0	56,0	51,9	4,1
IV	67,8	32,1	35,7	-17,5	13,5	-31,0	-12,6	74,3	70,9	3,5
2000 I	5,7	19,9	-14,2	-16,9	-64,8	47,8	13,5	80,6	73,8	6,8
II	42,6	5,3	37,3	67,8	48,5	19,3	-7,2	56,9	53,0	3,9
III	75,7	21,3	54,4	105,8	98,2	7,6	-1,2	57,0	53,0	3,9
IV	17,6	6,7	10,9	179,6	141,1	38,5	-5,0	60,4	61,4	-1,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	100,0	60,5	39,5	45,1	-2,2	47,3	22,1	61,9	56,0	5,9
II	-2,3	-34,1	31,9	41,0	34,4	6,6	3,4	56,6	54,3	2,2
III	31,9	-4,3	36,3	57,5	31,1	26,4	14,1	51,8	48,1	3,8
IV	3,3	-12,9	16,2	-0,7	-24,4	23,6	3,0	60,2	58,9	1,3
2002 I	63,4	36,5	26,9	47,5	5,0	42,5	26,4	70,2	61,1	9,1
II	-10,0	-42,2	32,2	25,2	12,2	13,1	-1,5	51,4	47,6	3,7
III	38,9	24,9	14,0	45,2	21,7	23,5	13,6	51,4	48,2	3,2
IV	-2,5	-6,5	4,1	-34,9	-45,5	10,6	-4,3	57,2	56,0	1,2
2003 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 y 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.

## 2. Principales pasivos<sup>1)</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>2)</sup>
	Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>3)</sup>			
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo <sup>4)</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
1999 I	141,2	127,3	-8,6	0,1	-8,8	47,9	34,9	13,1	101,9	15,0	86,9	1,7
II	162,3	133,1	-4,1	2,7	-6,7	89,3	41,0	48,4	77,0	3,8	73,2	23,9
III	70,5	71,5	-14,7	-1,1	-13,6	17,4	-16,7	34,1	67,7	-0,3	68,1	8,4
IV	171,2	146,3	15,0	4,2	10,9	87,9	33,6	54,2	68,3	8,4	59,9	-7,0
2000 I	141,4	108,8	-7,9	-0,9	-7,0	91,3	54,7	36,6	58,0	1,5	56,5	15,1
II	162,9	118,4	-5,5	0,9	-6,4	112,6	61,5	51,0	55,8	9,7	46,1	-0,8
III	132,8	91,6	-15,8	-2,1	-13,7	96,8	53,4	43,5	51,7	-0,1	51,8	23,2
IV	188,0	140,2	16,1	2,2	13,9	119,3	20,2	99,0	52,7	5,3	47,4	1,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	156,4	137,2	-3,6	-0,5	-3,2	106,8	67,0	39,8	53,2	-0,3	53,6	9,2
II	109,2	88,0	-16,2	0,3	-16,5	68,3	20,7	47,6	57,1	6,0	51,1	16,8
III	88,5	57,9	-5,7	2,9	-8,7	55,3	-15,9	71,2	38,9	-4,2	43,1	-21,4
IV	118,6	92,4	26,2	5,5	20,8	40,5	-19,1	59,6	51,8	1,4	50,4	4,2
2002 I	74,9	61,9	4,2	2,7	1,5	28,9	-5,8	34,7	41,8	-4,9	46,7	8,4
II	103,3	83,0	-25,6	0,2	-25,8	58,3	-3,9	62,2	70,5	10,9	59,6	-18,7
III	38,3	34,2	-9,1	1,3	-10,4	1,6	-17,6	19,2	45,8	-4,0	49,8	-9,0
IV	134,4	98,7	15,8	5,9	9,9	53,0	-11,9	64,9	65,6	6,3	59,3	8,9
2003 I	.	60,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	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		
1999 I	74,0	60,6	1,2	59,4	13,4	10,4	3,0	10,9	9,6	2,8		
II	39,0	29,0	-7,7	36,7	10,0	2,3	7,8	34,7	-9,2	2,8		
III	56,5	38,6	-10,0	48,6	17,9	8,2	9,7	34,7	2,1	2,8		
IV	-12,2	-19,8	-27,9	8,1	7,6	3,4	4,1	42,1	7,2	2,8		
2000 I	62,0	61,0	10,9	50,1	1,0	0,5	0,5	20,7	-0,7	2,8		
II	38,9	23,5	-1,3	24,8	15,4	10,2	5,2	28,9	-0,3	2,8		
III	48,8	25,8	-2,3	28,1	23,0	7,0	16,0	68,8	0,0	2,8		
IV	-0,7	-20,2	-27,4	7,2	19,6	6,5	13,1	55,0	7,4	2,8		
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	75,1	37,8	32,5	5,3	37,3	11,5	25,8	52,4	-0,6	3,1		
II	85,1	59,4	10,7	48,6	25,7	11,6	14,1	45,0	0,5	3,1		
III	47,9	29,6	8,8	20,8	18,3	13,9	4,3	10,2	1,1	3,1		
IV	7,1	-8,5	-22,2	13,8	15,6	-1,8	17,4	7,3	12,3	1,8		
2002 I	102,6	93,0	21,7	71,3	9,7	5,6	4,1	9,4	6,0	3,3		
II	59,7	62,0	33,9	28,1	-2,3	-15,2	12,9	4,7	1,1	3,3		
III	56,5	46,0	-0,9	46,9	10,4	7,7	2,8	-0,3	1,9	3,8		
IV	2,3	-0,7	-8,4	7,7	3,0	6,1	-3,2	-6,1	12,4	2,5		
2003 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		

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 y 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) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 4) Incluidos todos los préstamos de las IFM de la zona del euro a la Administración Central.

## Cuadro 6.2

### Inversión financiera y financiación de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(mm de euros; saldos a fin de período sin desestacionalizar)

#### Saldos vivos

	Principales activos financieros <sup>1)</sup>										
	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
	Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999 I	426,0	32,1	380,1	3,0	10,8	323,3	42,6	280,8	1.007,1	37,1	970,1
II	430,9	36,4	380,5	3,3	10,7	321,7	42,5	279,2	1.020,5	35,7	984,8
III	436,6	32,0	389,8	3,3	11,5	313,6	41,3	272,3	1.032,2	35,1	997,1
IV	447,5	32,2	400,3	3,3	11,7	313,6	41,1	272,5	1.035,2	38,5	996,7
2000 I	458,9	35,4	407,1	3,2	13,1	317,1	45,1	272,0	1.068,3	45,2	1.023,1
II	460,8	34,6	411,1	3,5	11,6	316,1	46,5	269,6	1.089,6	46,4	1.043,2
III	464,6	34,1	413,8	3,7	12,9	317,3	47,1	270,2	1.089,1	46,1	1.043,1
IV	477,6	40,6	418,5	3,2	15,3	311,6	50,5	261,1	1.085,3	40,4	1.044,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	483,8	38,2	423,3	3,5	18,8	310,4	50,8	259,6	1.120,7	41,8	1.078,9
II	486,3	41,4	424,2	3,8	16,9	315,4	53,6	261,8	1.130,6	43,9	1.086,7
III	487,8	39,3	426,9	3,8	17,9	313,8	53,1	260,8	1.149,3	44,4	1.104,9
IV	495,4	48,0	427,5	3,4	16,4	316,3	55,8	260,5	1.185,1	44,2	1.140,9
2002 I	498,6	43,9	433,0	4,0	17,7	328,3	56,1	272,2	1.236,2	54,2	1.182,0
II	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	332,6	60,6	272,0	1.223,0	40,9	1.182,2
III	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	330,4	61,6	268,9	1.280,4	51,1	1.229,3
IV	522,8	55,9	445,6	3,5	17,9	327,1	60,5	266,7	1.297,9	53,9	1.243,9
2003 I	535,2	59,5	453,8	3,7	18,2	.	.	.	.	.	.

	Principales activos financieros <sup>1)</sup>						Principales pasivos <sup>1)</sup>					
	Acciones <sup>2)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro		
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en FMM		Total	De IFM de la zona del euro			Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
					12			13	14			
1999 I	932,3	538,9	393,4	33,7	70,1	49,8	36,1	1,6	293,1	2.444,6	2.124,0	320,6
II	1.002,0	580,7	421,2	36,6	71,3	54,4	40,4	3,8	279,7	2.512,0	2.186,4	325,6
III	1.012,3	586,2	426,1	33,7	72,5	56,4	41,9	4,5	272,1	2.552,7	2.222,0	330,7
IV	1.232,6	719,5	513,1	33,4	75,5	44,1	29,6	4,5	332,4	2.697,0	2.359,8	337,2
2000 I	1.348,0	777,2	570,8	37,1	78,0	52,3	37,1	5,1	363,4	2.814,4	2.467,5	346,8
II	1.362,7	771,2	591,5	40,6	78,9	54,2	38,8	5,1	332,2	2.859,4	2.508,1	351,3
III	1.411,5	796,8	614,6	37,4	80,0	49,0	33,1	7,9	358,9	2.912,7	2.556,8	355,9
IV	1.331,3	726,6	604,7	36,9	78,4	47,3	31,5	9,1	326,3	2.938,1	2.582,4	355,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	1.326,7	730,2	596,6	44,8	80,8	51,3	36,4	9,1	311,8	2.988,0	2.623,6	364,4
II	1.364,7	757,0	607,6	46,5	81,7	51,2	36,2	9,6	315,6	3.045,4	2.678,1	367,3
III	1.232,2	666,4	565,9	45,9	83,6	52,2	37,4	9,6	221,5	3.021,4	2.648,1	373,3
IV	1.331,8	723,8	608,0	46,0	92,2	48,5	34,9	10,0	234,7	3.118,2	2.730,3	387,9
2002 I	1.418,6	793,9	624,7	47,5	96,5	54,5	38,9	10,2	257,0	3.155,5	2.753,0	402,5
II	1.299,3	699,9	599,4	50,1	97,4	59,2	42,5	10,5	226,5	3.172,9	2.765,9	407,0
III	1.150,7	585,8	564,9	48,7	98,7	63,3	42,1	10,6	127,2	3.198,8	2.786,3	412,4
IV	1.183,1	608,2	574,9	52,8	98,9	48,1	33,0	10,6	113,3	3.251,9	2.838,5	413,4
2003 I	.	.	.	.	.	.	42,1	.	103,3	.	.	.

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 y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro y pago.

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

## Operaciones

	Principales activos financieros <sup>1)</sup>										
	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
	Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999 I	18,4	3,9	12,6	1,1	0,7	2,1	1,3	0,8	27,0	0,8	26,2
II	4,8	4,3	0,4	0,3	-0,2	-1,7	-0,1	-1,6	18,9	-1,5	20,4
III	5,8	-4,4	9,3	0,0	0,8	-8,4	-1,2	-7,2	20,5	-0,3	20,8
IV	10,5	0,2	10,1	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,2	3,2	2,7	0,5
2000 I	11,4	3,2	6,8	0,0	1,4	3,8	4,1	-0,2	33,2	7,3	25,9
II	1,9	0,3	2,8	0,3	-1,5	-0,7	1,3	-2,0	17,9	1,0	16,8
III	1,2	-0,7	0,4	0,2	1,3	1,4	0,7	0,7	5,2	-0,2	5,4
IV	13,0	6,5	4,6	-0,5	2,4	-5,5	3,1	-8,6	-11,1	-6,5	-4,6
	<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	6,2	-2,5	4,8	0,3	3,5	-1,2	0,3	-1,5	21,5	1,3	20,2
II	2,8	3,4	1,0	0,3	-1,9	5,0	2,9	2,2	17,3	2,1	15,1
III	1,5	-2,1	2,7	-0,1	1,0	-1,6	-0,6	-1,0	28,8	0,5	28,3
IV	7,6	8,8	0,6	-0,3	-1,4	3,7	2,7	1,0	23,2	-0,7	23,9
2002 I	3,0	-4,2	5,3	0,5	1,3	12,4	0,9	11,4	57,2	10,3	46,9
II	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,1	5,1	0,0	-15,4	-12,9	-2,5
III	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	-1,5	1,6	-3,1	33,4	10,2	23,2
IV	16,5	5,8	7,7	-0,4	3,5	-2,7	-0,5	-2,2	16,1	1,8	14,3
2003 I	11,6	3,7	7,4	0,2	0,4	.	.	.	.	.	.

	Principales activos financieros <sup>1)</sup>						Principales pasivos <sup>1)</sup>						
	Acciones <sup>2)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro	Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro				
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en FMM					Total	De IFM de la zona del euro	Reservas para primas y reservas para siniestros	Reservas para primas y reservas para siniestros	Reservas para primas y reservas para siniestros
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
1999 I	20,9	5,4	15,5	5,5	2,1	9,5	9,0	-0,4	0,4	62,7	54,5	8,2	
II	23,2	12,6	10,6	3,0	1,2	4,3	4,3	1,8	0,3	50,8	45,7	5,2	
III	14,9	11,8	3,1	-2,8	1,3	1,7	1,5	0,4	0,2	53,8	48,6	5,2	
IV	51,2	11,6	39,6	-0,3	3,0	-12,6	-12,4	0,6	-0,4	73,4	66,8	6,7	
2000 I	46,1	8,9	37,3	4,4	2,4	8,2	7,5	0,5	0,7	78,7	69,0	9,7	
II	32,5	7,7	24,8	3,4	0,9	1,9	1,7	0,0	1,9	54,2	49,7	4,5	
III	35,7	18,2	17,5	-3,2	1,1	-5,2	-5,7	2,7	0,2	54,5	49,8	4,7	
IV	14,4	0,0	14,4	-0,5	-1,6	-1,7	-1,6	1,0	0,1	57,7	57,8	-0,1	
	<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	47,9	30,3	17,6	8,2	2,4	3,9	4,9	0,0	-0,9	59,7	51,0	8,7	
II	16,7	13,3	3,4	1,3	0,9	0,0	-0,2	0,6	-1,0	54,2	51,3	2,9	
III	24,6	20,7	3,9	-0,7	1,9	1,2	1,5	0,1	4,0	51,2	45,1	6,0	
IV	36,3	9,7	26,6	0,0	8,6	-3,8	-2,5	0,5	0,6	70,2	55,6	14,6	
2002 I	31,3	16,0	15,3	1,5	4,3	6,0	3,9	0,1	0,2	71,2	56,6	14,6	
II	21,3	8,8	12,5	2,6	1,0	4,4	3,3	0,2	0,2	48,0	43,5	4,5	
III	7,9	8,2	-0,3	-1,4	1,3	1,9	-2,5	-0,1	0,0	49,0	43,6	5,4	
IV	14,2	-4,7	18,9	4,1	0,2	-15,2	-9,2	0,1	0,5	53,8	52,8	1,0	
2003 I	.	.	.	.	.	.	10,9	.	.	.	.	.	

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 y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro y pago.

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

### Cuadro 6.3

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

(mm de euros, 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 depósi- tos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y participa- ciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	368,2	1.093,3	-751,7	26,4	0,1	1.601,0	0,7	500,7	223,0	422,0	164,5	202,6	87,6
1996	340,8	1.122,7	-783,9	1,6	0,4	1.730,2	-3,0	396,2	398,1	383,0	315,0	195,5	45,4
1997	353,2	1.139,5	-797,1	10,8	0,1	1.917,7	-0,2	394,4	332,3	449,9	485,6	223,7	32,0
1998	412,5	1.203,6	-823,6	32,3	0,2	2.396,3	11,0	430,7	361,0	523,3	831,2	216,0	23,0
1999	448,0	1.291,8	-863,7	19,8	0,1	3.063,4	1,3	557,7	435,9	880,6	906,8	255,1	26,0
2000	490,8	1.389,1	-913,1	31,3	-16,6	2.779,0	1,3	349,9	242,6	796,3	1.123,7	257,7	7,5
	<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001	465,1	1.437,4	-973,6	-0,7	2,0	2.540,5	-0,5	587,6	406,3	705,8	599,3	238,3	3,7

	Variaciones del patrimonio neto <sup>6)</sup>				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferen- cias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y participacio- nes	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1995	413,0	1.159,8	-751,7	5,0	1.556,1	495,4	277,7	437,2	139,8	206,0
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.660,3	472,3	378,2	335,3	278,2	196,3
1997	456,1	1.241,8	-797,1	11,4	1.814,7	511,6	319,0	378,6	375,6	229,9
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.322,3	648,4	325,1	481,8	645,5	221,5
1999	498,3	1.352,0	-863,7	10,0	3.013,1	929,1	496,9	762,5	559,7	264,9
2000	514,4	1.419,4	-913,1	8,1	2.755,4	531,1	413,7	825,5	728,0	257,2
	<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	483,4	1.449,4	-973,6	7,6	2.522,2	676,0	476,9	583,0	534,5	251,8

#### 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	Forma- ción bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y otras participa- ciones	Total	Ahorro bruto	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y otras participa- ciones	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	155,0	569,8	-438,7	255,4	34,7	10,1	40,0	64,7	270,4	531,1	140,0	-87,3	126,0	90,6
1996	136,3	589,4	-454,8	267,3	54,2	-12,9	55,1	87,5	126,2	538,1	277,3	7,0	143,8	119,0
1997	157,5	615,2	-469,3	245,3	25,3	-13,6	46,3	95,9	113,6	546,1	289,2	12,1	154,5	113,0
1998	202,4	660,3	-487,9	417,3	54,1	-6,9	96,4	185,8	150,6	590,3	468,1	23,8	253,1	180,6
1999	221,9	708,2	-508,5	599,4	27,0	87,0	169,4	296,0	113,9	573,4	710,4	48,9	420,7	224,3
2000	323,7	775,5	-543,2	813,3	69,5	93,8	166,0	424,5	97,4	594,0	1.037,7	58,9	544,8	425,9
	<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	226,9	801,1	-577,3	605,2	82,8	73,5	136,7	222,3	93,7	617,9	738,0	96,9	321,0	308,1

#### 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	Forma- ción bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Acciones y otras participa- ciones	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro <sup>8)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	167,7	351,6	-186,4	394,7	190,1	82,5	0,8	180,1	425,5	606,7	136,9	135,8	3.602,8	16,8
1996	164,3	361,8	-198,9	433,4	146,6	22,7	94,4	190,9	436,4	620,0	161,3	160,1	3.761,0	16,5
1997	160,2	353,7	-194,7	422,1	70,4	-18,3	195,0	217,4	413,8	589,1	168,5	167,1	3.787,9	15,6
1998	169,0	363,7	-198,1	442,6	96,3	-117,6	292,7	210,9	401,0	568,0	211,5	210,1	3.896,8	14,6
1999	177,4	392,5	-212,7	482,0	119,2	-15,8	193,4	241,6	384,4	553,3	273,4	271,9	4.058,2	13,6
2000	184,9	411,8	-219,8	415,6	53,1	35,1	132,9	251,7	377,7	555,9	222,0	220,3	4.228,5	13,1
	<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	179,8	420,2	-239,6	396,9	177,9	50,0	59,0	226,2	397,1	594,5	172,7	170,8	4.512,7	13,2

Fuente: BCE.

1) Datos no consolidados.

2) Todos los sectores comprenden las AAPP (S.13), las sociedades no financieras (S.11), las instituciones 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	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuestos directos	Hogares	Empresas	Impuestos indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	de capital	Impuestos sobre el capital		
1	2												3	4
1993	48,0	47,5	12,1	9,8	2,0	13,2	0,8	17,5	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,1
1994	47,6	47,1	11,6	9,3	1,9	13,4	0,8	17,5	8,5	5,7	2,5	0,4	0,2	42,8
1995	47,2	46,6	11,6	9,2	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	9,4	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	9,3	2,5	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,5	0,7	0,4	43,7
1998	47,7	47,2	12,4	9,6	2,5	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,5	0,5	0,3	43,3
1999	48,2	47,7	12,8	9,8	2,6	14,3	0,6	16,4	8,5	5,0	2,5	0,5	0,3	43,8
2000	47,8	47,3	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,4	0,5	0,3	43,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	47,1	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,3	0,5	0,3	42,8
2002	46,6	46,0	12,1	9,5	2,4	13,8	0,5	16,0	8,4	4,7	2,3	0,6	0,3	42,3

**2. Zona del euro - empleos**

	Total	Empleos corrientes								Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>4)</sup>	
		Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transferencias corrientes	Pagos sociales <sup>3)</sup>	Subvenciones	Pagados por inst. de la UE	Inversión	Transferencias de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
1	2											3	4	5
1993	53,7	49,2	11,6	5,1	5,9	26,6	22,9	2,5	0,6	4,6	3,1	1,6	0,1	47,9
1994	52,7	48,3	11,3	5,0	5,5	26,5	23,0	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	22,9	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	23,3	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,6
1997	50,9	47,2	11,0	4,7	5,1	26,3	23,2	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	26,0	22,7	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,3
1999	49,5	45,4	10,7	4,7	4,2	25,8	22,6	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,3
2000	48,7	44,8	10,5	4,7	4,0	25,5	22,3	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	48,7	44,6	10,5	4,7	4,0	25,4	22,3	1,9	0,5	4,2	2,5	1,6	0,0	44,8
2002	48,8	44,8	10,6	4,8	3,7	25,7	22,8	1,8	0,5	4,0	2,4	1,6	0,0	45,1

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

	Déficit (-) / superávit (+)					Déficit (-) / superávit (+) primario	Consumo público <sup>5)</sup>						Consumo público colectivo	Consumo público individual
	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	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1993	-5,7	-5,0	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	21,2	11,6	5,1	5,0	2,0	-2,5	9,0	12,2
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	8,7	12,1
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	-2,5	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	0,0	-0,2	1,4	20,6	11,2	4,8	5,2	1,9	-2,5	8,6	12,0
1997	-2,6	-2,3	-0,4	0,1	0,0	2,5	20,4	11,0	4,7	5,1	1,9	-2,5	8,4	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,3	0,1	0,0	2,4	20,0	10,7	4,6	5,1	1,8	-2,5	8,2	11,8
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,0	10,7	4,7	5,1	1,8	-2,5	8,2	11,8
2000	-1,0	-1,3	-0,1	0,1	0,4	3,1	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,4	8,1	11,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-1,6	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,3	8,1	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,1	0,2	1,5	20,3	10,6	4,8	5,3	1,8	-2,3	8,2	12,2

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	-0,5	-1,5	-1,8	-1,2	-1,8	2,3	-1,7	3,5	0,7	-2,3	-2,8	2,0
2000	0,1	1,1	-1,9	-0,8	-1,4	4,3	-0,6	6,1	2,2	-1,5	-2,8	6,9
2001	0,4	-2,8	-1,4	-0,1	-1,5	1,1	-2,6	6,4	0,1	0,3	-4,2	5,1
2002	0,0	-3,6	-1,2	-0,1	-3,1	-0,1	-2,3	2,6	-1,1	-0,6	-2,7	4,7

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 (Sistema Universal de Telefonía Móvil) en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen dichos ingresos es igual a 0,1). 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 prestaciones 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 del 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				Sector tenedor				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1993	67,3	2,7	17,0	10,0	37,6	52,5	27,6	8,8	16,2	14,8
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,6	55,8	29,8	10,0	16,0	14,2
1995	74,2	2,9	17,7	9,9	43,8	58,3	30,5	11,0	16,8	15,9
1996	75,4	2,9	17,2	9,9	45,5	58,9	30,3	13,2	15,4	16,5
1997	74,9	2,8	16,3	8,9	46,8	56,9	29,0	14,5	13,4	17,9
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,3	53,4	27,0	16,3	10,2	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,1	49,8	25,2	14,9	9,7	22,3
2000	69,6	2,7	13,0	6,2	47,6	45,9	22,8	13,3	9,8	23,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	69,2	2,6	12,5	6,3	47,8	44,6	22,5	12,5	9,6	24,6
2002	69,1	2,5	11,8	6,7	48,0	43,4	21,7	12,1	9,5	25,7

#### 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			Vida residual			Moneda		Otras monedas
		Estado	Admón. regional	Admón. local	Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euros o monedas participantes <sup>5)</sup>	Moneda no nacional	
1993	67,3	55,2	5,2	6,3	0,6	11,9	55,4	6,6	18,4	24,4	24,4	65,6	2,9	1,7
1994	70,0	57,9	5,4	6,1	0,5	11,2	58,8	7,4	16,5	26,8	26,7	68,1	3,0	1,9
1995	74,2	61,7	5,7	6,0	0,8	10,6	63,6	6,8	17,6	26,4	30,2	72,3	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	62,3	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	73,2	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	72,1	60,2	6,2	5,3	0,3	6,5	65,6	5,0	14,4	26,9	30,7	70,2	-	1,9
2000	69,6	58,1	6,1	5,1	0,3	5,7	63,8	4,4	14,3	27,6	27,7	67,7	-	1,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	69,2	57,8	6,2	4,9	0,3	6,0	63,2	3,2	14,6	26,3	28,3	67,5	-	1,8
2002	69,1	57,5	6,4	4,8	0,3	6,2	62,8	3,2	15,7	24,8	28,5	67,5	-	1,6

#### 3. Países de la zona del euro - deuda de las AAPP

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	114,9	61,2	105,1	63,1	58,5	49,3	114,9	6,0	63,1	67,5	54,3	47,0
2000	109,6	60,2	106,2	60,5	57,2	39,3	110,6	5,6	55,8	66,8	53,3	44,5
2001	108,5	59,5	107,0	56,9	56,8	36,8	109,5	5,6	52,8	67,3	55,6	43,8
2002	105,4	60,8	104,9	54,0	59,1	34,0	106,7	5,7	52,6	67,9	58,0	42,7

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 en poder de 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 origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumento financiero				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación <sup>2)</sup>	Efectos 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>
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	0,2	-0,1	1,8	2,0
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	2,6	-1,0	-0,8	2,4	2,6
1999	1,7	1,4	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,4	-0,7	2,6	-1,5	-0,7	-0,7	3,2
2000	0,9	0,8	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,7	-1,5	-1,3	-0,9	2,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	1,4	0,2	0,1	-0,1	1,5
2002	2,0	2,5	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,6	1,7	0,2	0,0	0,0	1,9

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

	Variaciones de la deuda	Déficit(-) / superávit(+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>											Otros <sup>11)</sup>
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP					Efectos de valoración		Otras variaciones en volumen			
				Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>10)</sup>	Préstamos	Acciones y otras participaciones	Privatizaciones	Inyecciones de capital		Efectos tipo de cambio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1993	8,0	-5,7	2,3	1,5	1,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,1	0,3	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	-5,1	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	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,6	-0,3	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,2
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	1,7	-1,3	0,4	-0,1	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,9	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1
2000	0,9	0,1	1,0	0,9	0,7	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	1,7	-1,6	0,1	-0,4	-0,6	0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,5
2002	2,0	-2,3	-0,2	0,2	0,3	0,0	0,1	-0,2	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0

Fuente: BCE.

- 1) Los datos son, en parte, estimaciones. Variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada expresada en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- 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 utilizados 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 expresado en 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**

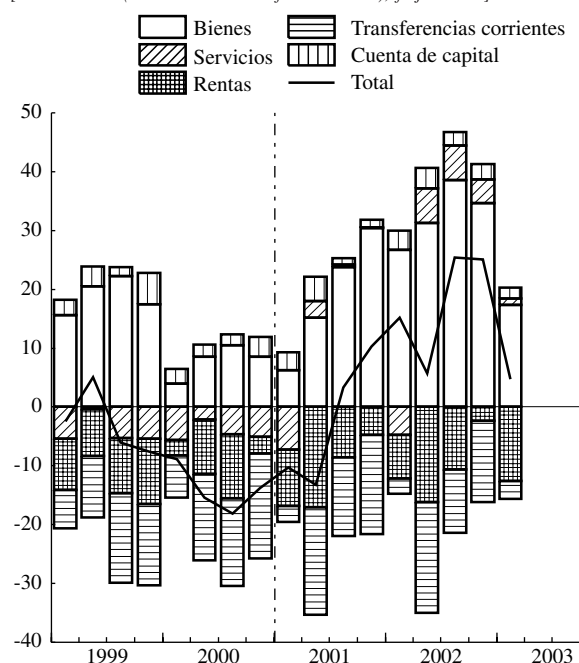
## Resumen de la balanza de pagos<sup>1)2)</sup>

[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	56,7	116,4	-2,3	-15,2	-42,2	13,0	.	-44,4	-24,1	.	.	.	.
1998	26,7	109,0	-6,3	-28,8	-47,2	12,4	-67,0	-81,3	-109,9	-8,2	124,2	8,2	27,9
1999	-23,8	75,7	-16,5	-37,0	-46,1	12,8	13,5	-119,5	-41,4	3,3	161,0	10,1	-2,5
2000	-66,0	31,6	-17,5	-25,5	-54,6	9,8	66,9	-16,5	-111,6	-3,4	180,8	17,6	-10,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	-19,4	75,5	-3,7	-39,9	-51,2	9,5	-24,9	-102,8	64,7	-3,5	-1,1	17,8	34,7
2002	59,6	131,1	11,1	-36,6	-46,0	11,6	-132,1	-33,6	108,4	-14,0	-190,7	-2,2	60,9
2002 I	12,0	26,7	-4,7	-7,4	-2,6	3,2	-8,2	-16,0	-35,8	2,5	44,1	-3,1	-6,9
II	2,2	31,3	5,9	-16,2	-18,8	3,5	-19,8	-9,2	72,2	-2,8	-86,7	6,7	14,1
III	23,0	38,5	5,9	-10,7	-10,7	2,3	-50,3	-12,0	35,7	-9,6	-59,7	-4,6	24,9
IV	22,4	34,6	4,0	-2,4	-13,8	2,6	-53,9	3,6	36,2	-4,0	-88,4	-1,3	28,8
2003 I	2,8	17,3	1,1	-12,6	-3,0	1,9	-30,5	-7,7	2,8	-0,1	-37,5	11,9	25,8
2002 Mar	7,4	13,5	-0,8	-0,8	-4,4	0,3	17,9	-8,1	6,4	-2,9	22,7	-0,2	-25,6
Abr	-5,8	7,3	0,6	-7,7	-6,0	1,3	14,8	8,1	16,0	1,4	-19,1	8,4	-10,3
May	0,7	10,3	2,1	-6,4	-5,3	1,0	5,6	1,5	34,2	-2,0	-30,0	1,9	-7,3
Jun	7,4	13,7	3,2	-2,1	-7,5	1,1	-40,2	-18,8	22,0	-2,2	-37,7	-3,5	31,8
Jul	4,8	15,3	1,7	-9,0	-3,1	0,5	-17,4	-6,7	10,7	-8,2	-10,7	-2,6	12,1
Ago	9,9	12,2	0,4	0,3	-3,0	0,6	-11,5	1,7	8,3	-2,1	-21,1	1,8	1,0
Sep	8,3	11,1	3,9	-2,0	-4,6	1,2	-21,3	-7,0	16,7	0,7	-27,9	-3,8	11,8
Oct	4,7	12,4	0,9	-2,4	-6,2	1,4	-17,4	-6,2	25,9	-0,1	-39,3	2,1	11,3
Nov	10,6	12,6	1,7	0,2	-3,9	0,3	-20,2	7,2	15,6	-1,4	-39,2	-2,4	9,3
Dic	7,1	9,6	1,4	-0,2	-3,7	0,9	-16,2	2,5	-5,3	-2,5	-9,9	-1,0	8,2
2003 Ene	-4,8	2,1	-0,6	-9,4	3,2	2,1	-12,7	-3,1	-2,8	-0,8	-7,4	1,5	15,3
Feb	3,5	9,1	0,1	-2,6	-3,1	-0,9	-25,8	3,2	-12,0	0,6	-22,9	5,3	23,2
Mar	4,0	6,2	1,5	-0,6	-3,0	0,8	7,9	-7,7	17,6	0,2	-7,2	5,0	-12,7
Abr	-8,6	7,4	0,8	-10,5	-6,3	0,1	7,8	-20,2	9,3	-4,6	22,9	0,5	0,7
May	-0,4	8,3	1,5	-4,6	-5,6	0,4	-31,0	-0,3	7,0	0,6	-39,7	1,4	31,0

### Cuenta corriente y cuenta de capital

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



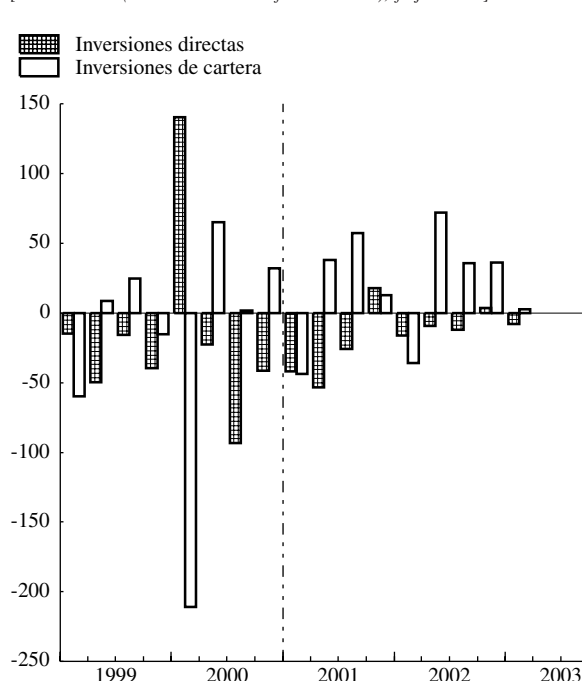
Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-). Activos de reserva: aumento (-); disminución (+).

2) Véanse las notas generales para la comparabilidad entre los datos más recientes y algunos datos 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	1.161,8	56,7	754,6	638,3	214,3	216,5	189,5	204,7	60,0	102,3	18,9	5,9
1998	1.277,3	1.250,6	26,7	784,4	675,4	231,6	237,9	198,5	227,3	62,9	110,1	17,7	5,3
1999	1.337,0	1.360,8	-23,8	818,3	742,5	246,7	263,2	207,3	244,2	64,8	110,9	19,1	6,3
2000	1.613,1	1.679,1	-66,0	989,8	958,3	287,5	304,9	269,1	294,6	66,7	121,3	18,3	8,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	1.716,3	1.735,7	-19,4	1.033,0	957,6	325,0	328,7	283,1	322,9	75,3	126,5	17,0	7,5
2002	1.713,4	1.653,8	59,6	1.059,3	928,2	332,0	320,9	238,0	274,6	84,2	130,2	18,9	7,3
2002 I	416,5	404,6	12,0	254,9	228,2	72,5	77,3	58,3	65,7	30,8	33,4	4,7	1,5
II	429,3	427,1	2,2	267,3	236,0	84,5	78,6	62,5	78,6	15,1	33,9	5,0	1,5
III	426,8	403,8	23,0	263,2	224,7	89,8	83,9	55,4	66,0	18,4	29,2	4,1	1,7
IV	440,8	418,4	22,4	273,9	239,3	85,2	81,1	61,9	64,2	19,9	33,7	5,2	2,5
2003 I	411,8	409,0	2,8	252,6	235,3	75,3	74,3	51,3	63,8	32,6	35,6	5,2	3,3
2002 Mar	142,0	134,5	7,4	91,8	78,3	25,1	25,9	18,7	19,6	6,3	10,8	0,7	0,5
Abr	141,4	147,2	-5,8	88,4	81,1	27,5	26,8	20,2	27,9	5,3	11,3	1,9	0,6
May	143,0	142,3	0,7	88,9	78,6	28,2	26,1	20,5	26,9	5,3	10,6	1,5	0,4
Jun	144,9	137,6	7,4	89,9	76,3	28,8	25,6	21,7	23,8	4,5	12,0	1,6	0,5
Jul	151,1	146,3	4,8	93,5	78,2	31,3	29,6	20,1	29,1	6,3	9,4	1,1	0,6
Ago	134,9	125,1	9,9	81,7	69,5	28,9	28,6	18,3	18,0	6,0	9,0	1,3	0,7
Sep	140,8	132,4	8,3	88,1	77,0	29,6	25,7	17,0	19,0	6,1	10,7	1,6	0,4
Oct	151,3	146,6	4,7	97,7	85,2	29,1	28,2	19,5	21,9	5,1	11,3	2,0	0,6
Nov	145,6	134,9	10,6	92,2	79,7	26,8	25,1	19,6	19,4	6,9	10,8	1,1	0,8
Dic	144,0	136,9	7,1	84,0	74,4	29,2	27,8	22,8	23,0	7,9	11,6	2,1	1,2
2003 Ene	143,7	148,5	-4,8	82,4	80,3	25,5	26,2	18,0	27,4	17,8	14,6	2,6	0,5
Feb	131,0	127,5	3,5	83,3	74,2	23,4	23,3	16,5	19,0	7,8	10,9	1,5	2,4
Mar	137,1	133,1	4,0	86,9	80,7	26,4	24,8	16,8	17,4	7,0	10,1	1,2	0,3
Abr	138,8	147,4	-8,6	86,3	78,9	26,4	25,7	21,3	31,8	4,7	11,0	0,5	0,4
May	135,5	135,9	-0,4	84,3	76,0	26,1	24,6	20,0	24,6	5,1	10,7	1,4	1,0

#### 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>
2001 I	433,6	441,7	-8,0	261,5	245,8	78,8	81,9	74,4	84,4	18,9	29,5
II	430,8	442,6	-11,8	260,6	244,3	81,5	82,3	69,6	82,4	19,1	33,6
III	428,2	430,4	-2,2	257,4	239,1	82,1	82,5	70,1	78,0	18,5	30,8
IV	422,4	419,7	2,6	253,7	228,3	81,8	81,7	68,3	76,9	18,5	32,8
2002 I	426,4	411,0	15,3	263,7	228,8	81,6	81,8	61,6	68,9	19,5	31,5
II	427,4	417,2	10,2	266,3	232,7	82,9	80,7	58,2	70,1	20,0	33,7
III	430,9	412,1	18,7	266,2	232,3	83,7	78,8	58,5	68,6	22,5	32,4
IV	429,1	413,6	15,4	263,5	234,4	83,4	79,4	59,9	66,5	22,2	33,4
2003 I	420,6	412,2	8,3	260,1	233,8	84,9	78,6	54,6	67,0	20,9	32,9
2002 Mar	141,8	137,6	4,1	89,1	77,3	27,1	27,1	19,2	21,7	6,3	11,6
Abr	142,0	140,9	1,1	88,0	77,9	27,9	27,6	19,2	24,1	6,9	11,3
May	141,8	138,4	3,4	88,5	76,7	27,2	26,6	19,5	24,0	6,6	11,2
Jun	143,6	137,9	5,7	89,7	78,1	27,8	26,5	19,5	22,0	6,6	11,2
Jul	141,4	138,4	3,0	87,2	77,0	27,0	26,6	19,8	24,3	7,4	10,5
Ago	145,4	137,9	7,5	89,8	77,7	27,6	26,9	20,3	22,7	7,7	10,7
Sep	144,0	135,8	8,2	89,2	77,6	29,1	25,3	18,4	21,7	7,4	11,2
Oct	143,1	139,5	3,5	88,3	78,5	27,8	26,6	19,8	23,0	7,2	11,4
Nov	146,6	138,2	8,4	89,4	78,1	28,3	26,2	21,2	22,7	7,7	11,2
Dic	139,4	135,9	3,5	85,7	77,9	27,4	26,5	19,0	20,7	7,3	10,8
2003 Ene	143,6	140,4	3,2	89,0	78,5	28,6	26,7	18,8	24,3	7,2	11,0
Feb	140,6	137,6	3,0	87,9	77,6	27,8	26,0	18,1	22,9	6,7	11,1
Mar	136,3	134,3	2,1	83,2	77,7	28,5	25,9	17,6	19,8	7,0	10,8
Abr	140,5	141,5	-1,0	87,3	77,5	26,9	26,3	20,1	26,7	6,3	11,0
May	137,4	135,4	2,0	86,2	76,7	25,7	25,6	19,1	22,0	6,5	11,1

Fuente: BCE.

1) Véanse las notas generales para la comparabilidad entre los datos más recientes y algunos datos 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	207,3	244,2	12,6	4,9	194,7	239,3	42,7	51,2	64,2	102,2	87,8	85,8
2000	269,1	294,6	13,2	5,3	255,9	289,4	61,3	64,5	76,7	107,4	117,9	117,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001	283,1	322,9	14,0	5,9	269,1	317,0	69,5	68,9	82,5	118,2	117,1	129,8
2002	238,0	274,6	14,5	5,7	223,5	268,9	56,1	53,7	83,8	123,3	83,6	91,8
2002 I	58,3	65,7	3,5	1,2	54,7	64,5	11,3	12,9	20,6	26,4	22,8	25,1
II	62,5	78,6	3,5	1,4	58,9	77,2	17,2	16,3	22,0	38,6	19,8	22,3
III	55,4	66,0	3,6	1,6	51,8	64,5	10,9	11,8	20,5	31,0	20,3	21,6
IV	61,9	64,2	3,8	1,5	58,1	62,7	16,6	12,7	20,8	27,3	20,7	22,7
2003 I	51,3	63,8	3,6	1,2	47,7	62,6	8,9	12,5	18,1	30,1	20,7	20,0

	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	46,7	6,5	4,6	9,5	34,0	54,7	68,3
2000	50,5	56,8	10,9	7,7	14,3	30,6	62,4	76,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	59,3	60,1	10,2	8,9	17,3	43,8	65,2	74,4
2002	48,4	48,0	7,7	5,7	20,6	53,0	63,2	70,3
2002 I	9,3	11,6	2,1	1,3	4,8	8,8	15,7	17,6
II	15,4	15,1	1,8	1,2	6,5	23,8	15,5	14,8
III	9,5	10,5	1,4	1,3	4,4	10,4	16,1	20,6
IV	14,2	10,9	2,3	1,8	4,9	10,0	15,8	17,3
2003 I	7,6	10,5	1,3	1,9	3,5	8,3	14,5	21,8

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]

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital, principalmente, préstamos entre empresas relacionadas			Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			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	-93,2	.	.	.	.	.	48,7	.	.	.	.	.	.	
1998	-172,7	.	.	.	.	.	91,4	.	.	.	.	.	.	
1999	-320,9	-239,5	-25,0	-214,6	-81,3	-0,6	-80,7	201,3	145,7	3,5	142,2	55,6	0,2	55,4
2000	-443,3	-351,7	-35,5	-316,2	-91,5	0,3	-91,8	426,7	301,0	12,4	288,6	125,8	0,1	125,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-259,2	-167,0	-13,9	-153,1	-92,1	-0,6	-91,6	156,4	99,9	5,3	94,6	56,5	0,7	55,8
2002	-163,5	-135,8	-19,3	-116,6	-27,6	-0,5	-27,1	129,8	93,2	4,3	88,9	36,6	0,7	35,9
2002 I	-55,5	-41,6	-2,5	-39,1	-13,9	0,0	-13,8	39,5	26,3	1,2	25,2	13,1	0,0	13,1
II	-47,0	-28,8	-6,0	-22,7	-18,2	-0,3	-17,9	37,7	22,1	2,8	19,3	15,6	0,1	15,6
III	-32,5	-36,2	-5,2	-31,0	3,7	-0,1	3,8	20,5	12,2	-0,4	12,6	8,4	0,6	7,8
IV	-28,5	-29,3	-5,6	-23,7	0,7	-0,1	0,8	32,1	32,6	0,7	31,9	-0,5	0,0	-0,5
2003 I	-40,7	-19,7	-2,0	-17,7	-21,0	-0,1	-20,9	33,0	21,2	0,7	20,5	11,9	-0,1	12,0
2002 Mar	-27,4	-27,9	-1,5	-26,4	0,5	-0,1	0,5	19,3	20,2	-0,1	20,3	-0,9	0,0	-0,8
Abr	-7,7	-2,3	-4,1	1,8	-5,4	0,0	-5,4	15,8	9,4	2,0	7,4	6,4	0,0	6,4
May	-18,0	-10,5	-1,0	-9,5	-7,4	0,0	-7,4	19,4	6,5	0,7	5,8	13,0	0,0	12,9
Jun	-21,3	-15,9	-0,9	-15,0	-5,4	-0,3	-5,1	2,5	6,2	0,1	6,2	-3,7	0,1	-3,8
Jul	-13,1	-14,5	-3,4	-11,1	1,4	0,0	1,4	6,4	2,8	0,9	1,9	3,6	0,0	3,6
Ago	-1,1	-6,6	-0,3	-6,3	5,5	-0,1	5,5	2,8	2,4	-0,8	3,2	0,4	0,7	-0,3
Sep	-18,3	-15,2	-1,5	-13,7	-3,1	0,0	-3,1	11,3	7,0	-0,6	7,5	4,3	-0,1	4,4
Oct	-12,6	-6,9	-0,9	-6,0	-5,7	0,0	-5,7	6,4	6,0	0,3	5,8	0,4	0,0	0,4
Nov	-14,6	-6,8	-1,2	-5,5	-7,8	0,0	-7,8	21,8	15,1	0,0	15,1	6,7	0,0	6,6
Dic	-1,3	-15,6	-3,5	-12,1	14,3	0,0	14,3	3,9	11,4	0,4	11,0	-7,6	0,0	-7,6
2003 Ene	-16,8	-8,5	-0,7	-7,8	-8,3	0,0	-8,3	13,6	10,8	0,2	10,6	2,8	0,0	2,8
Feb	-6,8	-5,4	-0,5	-4,8	-1,5	0,0	-1,5	10,0	6,2	0,8	5,4	3,8	-0,1	3,9
Mar	-17,1	-5,8	-0,7	-5,1	-11,3	-0,1	-11,2	9,4	4,1	-0,3	4,4	5,3	0,0	5,3
Abr	-22,8	-7,0	-1,3	-5,6	-15,8	-0,3	-15,5	2,6	1,4	0,1	1,3	1,2	0,0	1,2
May	-1,2	-3,8	-0,9	-2,9	2,6	-0,1	2,7	0,9	-0,6	0,2	-0,8	1,5	-0,1	1,6

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 instrumento<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	149,4	121,3	28,1
1999	-311,3	269,8	-156,5	93,0	-154,8	-154,9	0,1	176,8	117,0	59,9
2000	-409,0	297,4	-285,9	49,9	-123,1	-114,3	-8,8	247,5	239,2	8,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	-291,0	355,8	-108,3	233,2	-182,7	-160,1	-22,6	122,5	115,1	7,4
2002	-177,8	286,2	-40,8	88,2	-137,1	-80,6	-56,4	198,0	133,5	64,5
2002 I	-75,0	39,2	-32,1	34,5	-42,9	-21,9	-21,0	4,8	7,1	-2,3
II	-54,2	126,5	-13,9	36,0	-40,3	-25,3	-15,0	90,5	61,4	29,1
III	-19,8	55,5	12,7	6,0	-32,5	-17,3	-15,2	49,5	26,3	23,2
IV	-28,8	65,0	-7,5	11,8	-21,3	-16,1	-5,2	53,3	38,6	14,6
2003 I	-51,4	54,2	10,0	4,9	-61,4	-51,0	-10,4	49,3	49,7	-0,3
2002 Mar	-28,9	35,2	-9,9	11,7	-19,0	-13,2	-5,8	23,5	17,5	6,0
Abr	-13,2	29,3	-1,9	6,5	-11,3	-10,1	-1,2	22,8	15,1	7,7
May	-29,5	63,7	-5,8	27,8	-23,6	-14,7	-9,0	35,9	22,8	13,1
Jun	-11,6	33,5	-6,2	1,7	-5,4	-0,6	-4,8	31,8	23,5	8,3
Jul	-15,8	26,5	-6,4	4,5	-9,4	-1,3	-8,1	22,0	13,4	8,6
Ago	-4,4	12,7	5,1	-0,3	-9,5	-10,1	0,5	13,0	2,1	10,9
Sep	0,4	16,4	14,0	1,9	-13,6	-6,0	-7,7	14,5	10,8	3,7
Oct	-1,6	27,6	-0,6	-1,1	-1,0	-4,1	3,1	28,7	17,2	11,5
Nov	-7,0	22,6	0,3	14,7	-7,3	-3,7	-3,7	7,9	6,0	2,0
Dic	-20,1	14,8	-7,1	-1,8	-13,0	-8,3	-4,7	16,6	15,4	1,2
2003 Jan.	-20,4	17,5	2,3	13,4	-22,7	-15,6	-7,1	4,1	5,5	-1,4
Feb.	-23,6	11,7	0,3	2,2	-23,9	-20,3	-3,6	9,5	3,4	6,1
Mar	-7,4	25,0	7,4	-10,8	-14,8	-15,0	0,3	35,8	40,8	-5,1
Abr	-12,1	21,4	-3,0	10,2	-9,1	-16,1	7,1	11,2	0,5	10,7
May	-30,4	37,5	-5,8	-7,9	-24,6	-18,8	-5,9	45,4	46,0	-0,7

#### 2. Activos, por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	Eurosiste- ma	IFM <sup>3)</sup>	No IFM			Eurosiste- ma	IFM <sup>3)</sup>	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores	Eurosiste- ma	IFM <sup>3)</sup>	Total	AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1999	0,1	-1,5	-155,1	-2,1	-153,0	0,1	-15,4	-139,6	-1,7	-137,9	0,9	-8,1	7,3	-0,1	7,5
2000	-0,1	-4,3	-281,6	-2,6	-278,9	-1,9	-46,3	-66,1	-1,5	-64,6	2,2	-15,5	4,6	-1,0	5,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001	-0,4	3,8	-111,8	-2,1	-109,8	1,9	-71,1	-90,9	-1,2	-89,6	-2,3	-34,5	14,3	-0,2	14,5
2002	-0,4	-9,7	-30,7	-5,2	-25,5	3,2	-11,3	-72,5	-1,0	-71,5	2,1	-34,9	-23,7	-0,9	-22,7
2002 I	0,0	-4,8	-27,3	-1,4	-25,8	0,4	-4,7	-17,5	-0,5	-17,0	0,8	-13,0	-8,8	-1,1	-7,7
II	-0,1	-3,7	-10,1	-2,0	-8,1	2,4	-2,3	-25,4	0,2	-25,6	0,0	-1,9	-13,1	-0,1	-13,0
III	-0,1	2,8	10,0	-0,6	10,6	-1,1	-2,9	-13,3	-0,3	-13,0	0,9	-13,3	-2,7	0,2	-3,0
IV	-0,2	-3,9	-3,4	-1,2	-2,2	1,6	-1,4	-16,3	-0,4	-15,8	0,4	-6,6	1,0	0,1	0,8
2003 I	-0,1	-3,8	13,9	-0,6	14,5	-1,6	-22,9	-26,5	0,3	-26,8	-1,4	-7,1	-1,9	-1,6	-0,3
2002 Dic	0,0	-0,6	-6,5	.	.	0,2	5,3	-13,8	.	.	0,1	-0,5	-4,3	.	.
2003 Ene	0,0	1,5	0,7	.	.	-0,7	-12,0	-3,0	.	.	-0,3	-12,7	6,0	.	.
Feb	-0,1	-1,5	1,9	.	.	-0,2	-9,6	-10,5	.	.	-0,9	-0,7	-2,0	.	.
Mar	0,0	-3,9	11,3	.	.	-0,7	-1,3	-13,0	.	.	-0,2	6,3	-5,9	.	.
Abr	-0,1	0,6	-3,5	.	.	-0,8	-7,6	-7,8	.	.	0,5	2,3	4,3	.	.
May	0,0	0,4	-6,3	.	.	-0,2	-1,3	-17,3	.	.	0,9	-7,2	0,4	.	.

Fuente: BCE.

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

2) Véanse las notas generales para la comparabilidad entre los datos más recientes y algunos datos 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, por sector<sup>1) 2)</sup>

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido 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	-81,5	205,6	-0,7	3,5	-1,0	-6,1	-22,6	192,4	-37,6	40,4	15,0	152,0	-57,1	15,9
1999	-31,8	192,7	-1,9	6,6	3,3	-13,0	16,3	161,2	-47,2	53,8	63,5	107,4	-49,4	37,9
2000	-179,0	359,8	-1,1	0,9	-2,2	0,7	-130,4	288,8	-50,0	52,5	-80,4	236,3	-45,4	69,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-250,2	249,0	0,6	4,4	2,9	-0,5	-227,6	233,5	-45,3	22,4	-182,3	211,1	-26,1	11,6
2002	-220,8	30,1	-1,2	0,1	0,0	-8,3	-164,3	23,1	-29,6	51,5	-134,7	-28,4	-55,4	15,2
2002 I	19,8	24,3	-0,4	1,2	-0,6	-8,3	18,7	25,8	-2,5	11,4	21,2	14,4	2,2	5,6
II	-77,6	-9,1	-0,6	-3,5	0,9	3,8	-62,7	-11,8	-4,4	19,8	-58,3	-31,6	-15,2	2,4
III	-62,1	2,3	0,3	-0,1	-0,5	-2,8	-34,9	9,6	-4,7	4,6	-30,2	5,0	-26,9	-4,3
IV	-101,0	12,6	-0,4	2,5	0,3	-1,0	-85,3	-0,4	-17,9	15,7	-67,4	-16,2	-15,5	11,6
2003 I	-105,9	68,4	-0,6	-4,4	-1,6	-8,5	-60,1	59,2	-13,4	8,6	-46,7	50,7	-43,6	22,1
2002 Mar	-9,2	31,9	0,4	2,4	-0,2	2,1	-1,4	12,9	6,2	3,8	-7,5	9,1	-8,0	14,5
Abr	-42,2	23,1	-0,4	-4,3	1,7	5,6	-30,1	22,2	-4,2	7,1	-25,9	15,1	-13,3	-0,4
May	-64,2	34,2	-0,1	-0,5	0,0	0,0	-56,0	36,4	-3,9	8,2	-52,1	28,2	-8,0	-1,7
Jun	28,8	-66,4	-0,1	1,3	-0,7	-1,8	23,4	-70,4	3,7	4,4	19,7	-74,8	6,2	4,5
Jul	-2,3	-8,4	0,4	2,7	-0,2	-1,2	14,0	-9,8	2,8	1,6	11,2	-11,4	-16,5	-0,1
Ago	8,5	-29,7	0,1	-5,0	-0,6	-2,2	12,8	-17,9	0,4	2,0	12,4	-19,9	-3,8	-4,6
Sep	-68,3	40,4	-0,2	2,1	0,3	0,6	-61,7	37,3	-7,9	0,9	-53,8	36,3	-6,6	0,4
Oct	-70,2	31,0	-0,1	-0,3	-0,4	1,3	-53,9	22,3	-5,2	8,0	-48,7	14,2	-15,9	7,8
Nov	-77,1	37,9	0,9	1,2	-1,6	-0,3	-65,6	34,7	-7,8	-6,3	-57,8	41,0	-10,8	2,3
Dic	46,4	-56,3	-1,3	1,6	2,3	-2,0	34,1	-57,4	-5,0	14,0	39,1	-71,4	11,2	1,5
2003 Ene	-8,1	0,7	0,5	-2,4	-2,4	-6,2	4,6	2,9	-3,6	2,7	8,2	0,3	-10,8	6,5
Feb	-84,3	61,4	-0,5	-2,0	-3,8	-2,2	-55,9	54,1	-6,3	4,5	-49,6	49,6	-24,0	11,4
Mar	-13,5	6,3	-0,5	0,0	4,6	-0,1	-8,7	2,2	-3,5	1,4	-5,3	0,8	-8,8	4,2
Abr	-40,3	63,2	0,0	-0,3	1,1	2,7	-32,6	55,8	-3,4	2,9	-29,2	53,0	-8,8	4,9
May	-48,4	8,7	0,7	0,9	-3,1	1,1	-36,3	4,8	-2,0	2,7	-34,3	2,1	-9,6	2,0

#### 2. Otras inversiones, por sector e instrumento<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	-1,1	6,7	5,6	-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	4,4	5,0	0,0	0,0	0,0
2002	-1,2	0,0	-1,1	0,0	0,0	0,0
2002 I	-0,4	1,2	0,7	0,0	0,0	0,0
II	-0,6	-3,5	-4,1	0,0	0,0	0,0
III	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
IV	-0,4	2,6	2,1	0,0	0,0	0,0
2003 I	-0,6	-4,4	-4,9	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

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

2) Véanse las notas generales para la comparabilidad entre los datos más recientes y algunos datos anteriores.

**Cuadro 8.6 (cont.)**
**Balanza de pagos: cuenta de otras inversiones y activos de reserva**

(mm de euros; flujos netos)

**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	-1,4	0,6	-0,8	-0,9	0,1	-0,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	-0,1	0,0	-0,1	4,4	-0,6	3,9	-1,4	0,1	-1,3
2002	1,5	0,0	1,4	-0,6	-8,0	-8,6	-0,8	-0,3	-1,1
2002 I	0,0	0,0	0,0	-0,3	-8,0	-8,3	-0,3	-0,3	-0,6
II	1,4	0,0	1,4	-0,2	3,6	3,4	-0,3	0,2	-0,2
III	0,0	0,0	0,0	-0,3	-2,7	-3,0	-0,2	0,0	-0,3
IV	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,9	-0,6	0,1	-0,1	-0,1
2003 I	0,0	0,0	0,0	-1,2	-8,3	-9,6	-0,4	-0,2	-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	15,5	160,5	176,0	0,8	0,7	1,5
2000	-126,3	283,5	157,1	-4,1	5,3	1,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>						
2001	-213,6	223,7	10,0	-13,9	9,8	-4,1
2002	-160,6	26,0	-134,6	-3,7	-2,9	-6,6
2002 I	24,1	19,7	43,9	-5,5	6,0	0,5
II	-61,8	-10,5	-72,3	-0,9	-1,3	-2,2
III	-32,6	7,6	-25,0	-2,3	2,0	-0,3
IV	-90,4	9,2	-81,2	5,0	-9,6	-4,6
2003 I	-58,1	58,8	0,6	-2,0	0,5	-1,5

**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	-18,9	21,7	2,9	-23,0	11,3	-11,7
2000	-14,6	10,5	-4,0	-25,2	64,0	38,8	-5,7	-5,0	-10,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	-0,4	0,6	0,1	-25,3	10,6	-14,7	-0,3	0,4	0,1
2002	-8,7	-3,8	-12,6	-43,8	15,5	-28,3	-2,9	3,6	0,7
2002 I	-1,2	-0,5	-1,7	5,0	5,3	10,3	-1,6	0,8	-0,8
II	-3,6	-1,4	-5,0	-11,4	2,9	-8,6	-0,1	0,9	0,8
III	-2,8	0,9	-1,9	-23,9	-7,2	-31,2	-0,1	2,0	1,9
IV	-1,1	-2,9	-4,0	-13,4	14,6	1,2	-1,1	-0,1	-1,2
2003 I	-1,6	5,3	3,8	-36,3	15,5	-20,7	-5,8	1,2	-4,5

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

	Total 1	Oro monetario 2	Derechos especiales de giro 3	Posición de reserva 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	6,1	12,5	-12,1	0,2	3,5	2,0	-0,1	0,8
2000	17,6	1,0	0,3	2,9	13,3	4,3	4,6	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
2002	-2,2	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,2	8,4	-0,2	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
II	6,7	0,5	0,5	-2,1	7,8	-0,6	1,2	0,0	4,3	3,1	-0,2	0,0
III	-4,6	-0,1	-0,2	0,2	-4,6	-2,4	-3,0	0,0	1,9	-1,2	0,0	0,0
IV	-1,3	0,4	-0,1	0,3	-1,9	2,3	-1,2	0,0	-2,3	-0,9	0,0	0,0
2003 I	11,9	0,5	0,0	-0,2	11,5	0,8	-0,6	0,0	9,6	1,7	0,0	0,0

Fuente: BCE.

1) Aumento (-); disminución (+).

## Cuadro 8.7

### Presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro<sup>1)</sup>

(mm de euros)

	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total <sup>5)</sup>	Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3 <sup>6)</sup>
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	-56,2	-408,0	426,7	-343,1	37,2	209,8	-47,6	70,2	-3,4	-10,7	-125,1	142,2
2000 I	-8,9	-68,4	217,6	-129,2	-103,3	38,2	-40,3	10,6	1,3	-35,8	-118,0	118,0
II	-15,4	-88,8	71,6	-66,7	66,9	70,7	-5,5	4,1	4,4	3,7	45,1	-35,2
III	-18,1	-121,4	40,3	-75,1	28,9	55,7	-12,3	38,3	0,1	23,2	-40,4	51,6
IV	-13,8	-129,4	97,1	-72,1	44,7	45,1	10,5	17,1	-9,3	-1,9	-11,8	7,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001	-9,8	-244,7	155,7	-188,4	172,9	83,7	-23,2	11,1	-3,5	34,7	-11,4	7,9
2002	71,2	-143,7	129,1	-126,9	51,4	187,6	-55,4	6,9	-14,0	60,9	167,3	-170,0
2001 I	-10,3	-72,9	35,4	-46,0	1,7	22,4	2,8	-12,1	1,4	-32,5	-110,1	105,8
II	-13,2	-91,2	43,2	-70,1	89,6	5,1	0,8	9,5	12,0	-2,0	-16,3	18,0
III	3,4	-56,1	31,3	-22,9	42,0	27,8	-3,5	11,9	-10,3	47,4	71,0	-74,3
IV	10,3	-24,6	45,8	-49,4	39,6	28,3	-23,2	1,8	-6,6	21,8	43,9	-41,6
2002 I	15,2	-53,0	39,5	-53,6	15,2	3,9	1,6	-2,7	2,5	-6,9	-38,4	27,1
II	5,7	-40,7	37,7	-48,6	38,5	83,6	-14,3	6,2	-2,8	14,1	79,3	-77,0
III	25,3	-27,2	19,9	-6,0	-4,6	56,7	-27,4	-7,1	-9,6	24,9	44,8	-33,8
IV	25,1	-22,8	32,1	-18,7	2,4	43,5	-15,2	10,5	-4,0	28,8	81,6	-86,3
2003 I	4,7	-38,6	33,1	-14,5	7,8	44,5	-45,2	13,6	-0,1	25,8	31,1	-31,7

Fuente: BCE.

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

2) Incluidas todas las operaciones del sector no IFM, así como las operaciones del sector IFM en acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos.

3) Excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario.

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

5) Suma de las columnas 1 a 10; los errores y omisiones (columna 10) son los que figuran en el cuadro 8.1 (columna 13) del Boletín Mensual; el resto de las diferencias (en valores absolutos) con la columna 12 se explican en una nota metodológica que puede consultarse en la sección de estadísticas del sitio web del BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

6) Fuente: Boletín Mensual, cuadro 2.4.6, columna 9.



## Cuadro 8.8

### Posición de inversión internacional<sup>1)</sup> y activos de reserva

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

#### 1. Posición de inversión internacional: Resumen

	Total		Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	En porcentaje del PIB 2					
<b>Posición de inversión internacional neta<sup>2)3)</sup></b>							
1997	16,3	0,3	181,5	-750,5	-5,9	223,8	367,3
1998	-170,1	-2,8	152,0	-748,5	2,3	86,5	337,6
1999	-297,3	-4,7	369,6	-881,2	16,0	-183,9	382,2
2000	-414,7	-6,3	428,4	-804,9	8,5	-437,2	390,4
2001	-152,2	-2,2	530,7	-682,7	-5,9	-387,0	392,7
<b>Activos</b>							
1999	5.796,7	92,5	1.174,5	2.058,1	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.740,0	102,5	1.609,7	2.344,1	117,9	2.277,9	390,4
2001	7.459,4	109,1	1.859,9	2.499,8	123,7	2.583,4	392,7
<b>Pasivos</b>							
1999	6.094,0	97,2	804,9	2.939,3	95,1	2.254,7	-
2000	7.154,7	108,8	1.181,2	3.149,1	109,3	2.715,1	-
2001	7.611,6	111,3	1.329,2	3.182,5	129,5	2.970,5	-

#### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente, préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente, préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM <sup>4)</sup>	No IFM	Total	IFM <sup>4)</sup>	No IFM	Total	IFM <sup>4)</sup>	No IFM	Total	IFM <sup>4)</sup>	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	938,7	85,7	853,0	235,8	1,8	234,0	606,3	24,3	582,0	198,6	1,7	196,9
2000	1.256,0	115,9	1.140,1	353,7	2,3	351,3	880,6	31,8	848,8	300,7	1,8	298,9
2001	1.478,4	132,0	1.346,4	381,5	2,6	378,9	985,6	42,4	943,2	343,6	2,6	341,0

#### 3.1. Inversiones de cartera, por instrumento

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos						
	Total	IFM <sup>4)</sup>	Total	IFM <sup>4)</sup>	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8								
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,3	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9
2000	0,9	42,7	1.140,0	5,6	1.134,4	3,4	328,5	706,5	5,7	700,9	0,5	85,6	36,0	0,1	35,8
2001	1,2	43,7	1.066,7	6,6	1.060,0	2,1	422,1	784,0	8,0	776,0	2,8	125,2	52,1	0,2	51,9

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones								
	Eurosis-tema	IFM <sup>4)</sup>	No IFM			Eurosis-tema	IFM <sup>4)</sup>	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario			
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores	Total	AAPP	Otros sectores	
														11
9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23

Fuente: BCE.

1) Los datos se refieren al Euro 12, es decir, incluyen Grecia.

2) Activos menos pasivos.

3) Véanse las notas generales para la comparabilidad entre los datos más recientes y algunos datos anteriores.

4) Excluido el Eurosistema.

#### 4. Otras inversiones, por sector e instrumento

	Eurosistema						AAPP							
	Total		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos		Total		Créditos comerciales		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	3,1	27,4	3,0	27,1	0,1	0,3	125,5	57,3	2,5	0,1	72,4	45,4	50,6	11,8
2000	3,0	32,2	2,9	31,9	0,1	0,3	133,8	60,0	2,8	0,2	77,5	47,7	53,5	12,1
2001	3,0	36,4	2,9	36,2	0,1	0,2	132,5	63,8	3,1	0,2	73,6	51,4	55,9	12,3

	IFM (excluido el Eurosistema)						Otros sectores							
	Total		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos		Total		Créditos comerciales		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
1999	1.317,7	1.823,5	1.291,8	1.798,1	25,9	25,5	624,5	346,5	161,0	90,7	394,2	225,7	69,3	30,1
2000	1.458,5	2.168,4	1.421,4	2.126,4	37,1	42,0	682,6	454,5	179,5	110,2	418,9	314,8	84,2	29,5
2001	1.719,5	2.407,3	1.668,6	2.354,1	50,9	53,2	728,4	462,9	177,6	109,7	478,4	321,9	72,4	31,4

#### 5. 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													Otros activos	Pro memoria: otros activos
	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Derivados financieros		
					Total	Efectivo y depósitos		Valores			Otros activos				
						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	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	372,1	116,4	402,758	4,5	24,3	226,9	13,5	23,0	190,7	0,0	133,9	56,8	-0,2	0,0	14,6
2000 Dic	377,2	117,1	399,537	4,3	20,8	235,0	9,7	20,1	204,4	0,0	154,0	50,4	0,7	0,0	15,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 1 Ene	390,4	118,4	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	158,1	50,4	0,7	0,0	16,3
2001 Dic	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	147,0	53,3	0,4	0,0	24,7
2002 Dic	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	-	-	-	0,4	0,0	22,4
2003 Mar	339,1	122,3	397,765	4,7	24,4	187,7	7,9	36,4	142,8	-	-	-	0,6	0,0	18,9
Abr	332,4	119,9	396,324	4,5	25,0	183,1	7,6	33,6	141,0	-	-	-	0,9	0,0	18,4
May	323,1	121,1	396,233	4,5	24,2	173,3	6,9	33,6	131,6	-	-	-	1,1	0,0	18,7
Jun	326,1	120,0	396,229	4,6	25,5	176,1	8,3	34,8	132,2	-	-	-	0,8	0,0	18,2
<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	27,8	6,5	0,0	0,0	2,6
2000 Dic	45,3	7,0	24,030	0,0	0,0	38,2	0,6	6,8	30,6	0,0	20,4	10,2	0,3	0,0	3,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 Dic	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6
2002 Dic	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	-	-	-	0,0	0,0	3,0
2003 Mar	40,5	7,6	24,656	0,2	0,0	32,8	0,9	9,3	22,6	-	-	-	0,0	0,0	3,0
Abr	40,7	7,5	24,656	0,2	0,0	33,1	0,9	6,8	25,4	-	-	-	0,0	0,0	2,5
May	39,2	7,5	24,656	0,2	0,0	31,4	0,8	8,0	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,4
Jun	39,3	7,5	24,656	0,2	0,0	31,6	0,9	7,1	23,6	-	-	-	0,0	0,0	2,8

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 del Eurosistema se debe a las operaciones 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 la cobertura y la valoración.
- 4) Saldo a 1 de enero de 1999.
- 5) Parte de las reservas del Eurosistema.

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

**Cuadro 9**

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

(saldos sin desestacionalizar, salvo indicación en contrario)

	Exportaciones de bienes (f.o.b.)					Importaciones de bienes (c.i.f.)						Total (d) (2000=100)	
	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Pro memoria: Manufacturas	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Pro memoria:		Exportaciones	Importaciones
										Manufacturas	Petróleo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
En términos nominales (mm de euros; 2000=100 para las columnas 12 y 13)													
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
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	1.060,8	491,6	235,8	287,0	930,8	1.011,1	575,1	178,2	226,1	738,1	107,5	106,2	98,9
2002	1.077,9	493,9	226,8	302,7	939,3	977,2	548,5	160,7	229,4	709,7	102,6	108,0	95,6
2002 I	259,2	119,7	53,5	73,0	226,5	240,5	135,6	39,3	56,1	176,6	22,7	107,5	94,5
II	273,4	127,8	57,5	74,7	238,6	249,4	142,1	40,7	57,3	181,4	25,8	108,6	96,4
III	267,1	121,4	55,2	76,2	232,7	235,0	131,5	37,8	56,8	171,2	26,1	108,4	95,3
IV	278,3	124,9	60,6	78,9	241,5	252,3	139,3	43,0	59,1	180,4	28,1	107,4	96,2
2003 I	255,4	116,9	51,4	72,3	221,7	248,6	140,1	39,1	56,8	177,1	29,4	105,4	97,0
2002 Dic	85,1	38,0	19,6	22,7	73,4	77,9	42,2	13,4	18,2	54,7	9,4	105,6	94,5
2003 Ene	82,5	38,2	16,0	23,4	71,4	83,7	46,7	13,5	19,4	59,4	10,1	107,0	97,4
Feb	84,6	38,5	16,9	24,2	73,6	79,2	44,9	11,8	18,2	56,1	9,4	106,3	96,5
Mar	88,3	40,1	18,4	24,7	76,7	85,7	48,5	13,8	19,2	61,5	10,0	103,0	97,0
Abr	86,0	39,9	17,3	23,8	74,3	82,5	46,0	13,4	19,6	59,5	9,3	104,6	95,8
May	83,8	40,3	16,4	22,5	72,8	80,1	44,8	13,4	18,4	58,2	7,6	101,1	93,8
En términos reales (tasas de variación interanuales; 2000=100 para las columnas 12 y 13)													
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
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	5,1	1,8	8,6	7,9	5,8	-1,2	-1,0	-3,9	-0,1	-1,7	-1,6	105,3	98,8
2002	1,8	1,0	-3,5	4,3	1,2	-1,5	-2,5	-8,2	1,6	-2,7	-1,5	107,8	97,8
2002 I	-2,0	-3,2	-7,8	2,1	-2,8	-5,8	-5,5	-18,7	-0,7	-8,7	-0,9	106,4	97,2
II	2,9	3,1	-2,4	4,8	2,5	-1,1	-1,4	-9,5	2,7	-2,6	-2,4	107,9	98,4
III	5,4	4,7	-0,4	7,1	4,6	1,4	0,1	-0,7	2,5	1,4	-2,7	109,0	97,6
IV	3,1	3,2	-2,5	5,7	2,3	1,1	-1,0	-1,7	4,2	0,5	1,2	107,7	98,1
2003 I	0,9	-0,6	-1,3	2,0	0,4	3,4	0,1	6,3	4,9	4,2	0,2	107,0	99,7
2002 Dic	5,2	6,2	-0,8	5,9	4,0	4,7	1,3	1,1	9,7	4,8	2,0	106,5	96,3
2003 Ene	3,9	2,6	0,3	5,5	3,1	2,4	-2,6	13,8	5,1	4,1	-4,6	108,5	99,3
Feb	1,9	0,0	1,1	2,3	1,6	1,5	-0,6	-0,8	2,9	2,0	-2,8	107,7	99,3
Mar	-2,4	-3,9	-3,6	-0,7	-2,5	5,5	2,9	6,1	6,1	5,6	7,6	104,9	100,4
Abr	-2,2	-2,1	-5,7	-3,5	-3,0	-1,0	-3,1	-1,9	2,4	-0,8	7,7	107,2	101,1
May	-5,1	-4,9	-9,1	-5,0	-5,5	3,7	1,2	9,2	3,7	3,1	4,6	103,8	102,4
Valores unitarios (tasas de variación interanuales; 2000=100 para las columnas 12 y 13)													
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	82,1
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
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	1,0	0,7	0,3	1,9	1,0	0,2	-1,3	1,6	2,8	1,7	-11,0	101,0	100,2
2002	-0,7	-1,4	-0,5	0,5	-0,7	-2,4	-2,8	-2,1	-1,0	-1,6	-3,8	100,3	97,8
2002 I	0,9	-0,5	1,5	2,9	0,9	-3,4	-5,7	-0,6	1,1	-0,6	-16,8	101,0	97,3
II	-0,7	-1,4	-0,3	0,4	-0,6	-3,2	-4,2	-1,8	-1,1	-1,6	-8,4	100,7	98,1
III	-1,9	-2,7	-1,8	-0,6	-1,9	-3,4	-3,6	-3,4	-2,8	-2,8	-4,6	99,5	97,7
IV	-1,1	-1,1	-1,5	-0,6	-1,2	0,6	2,5	-2,7	-1,4	-1,5	19,3	99,8	98,2
2003 I	-2,4	-1,7	-3,0	-3,1	-2,7	0,2	3,5	-6,4	-3,4	-3,5	29,5	98,6	97,4
2002 Dic	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,6	0,2	2,9	-3,9	-3,2	-2,7	24,9	99,2	98,3
2003 Ene	-2,4	-1,9	-2,8	-2,5	-2,6	1,4	4,6	-6,0	-1,8	-2,6	32,6	98,7	98,2
Feb	-2,1	-1,1	-2,1	-3,3	-2,3	0,4	4,1	-5,6	-4,2	-3,7	34,0	98,8	97,3
Mar	-2,9	-2,1	-4,0	-3,4	-3,3	-1,2	1,8	-7,6	-4,1	-4,3	22,6	98,2	96,8
Abr	-3,2	-3,0	-3,4	-2,9	-3,3	-3,4	-2,9	-7,2	-2,7	-4,0	-2,6	97,7	94,8
May	-3,7	-3,1	-5,4	-3,5	-3,7	-6,7	-6,9	-9,2	-5,8	-6,2	-17,1	97,4	91,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cálculos de saldos 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.

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

(mm de euros; saldos sin desestacionalizar, salvo indicación en contrario)

	Total	Total (d)	Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Países adherentes	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>													
1999	832,8	-	161,4	33,1	21,1	77,3	56,1	135,1	26,8	119,2	48,4	39,1	113,6
2000	1.013,7	-	189,7	38,8	23,2	94,6	63,4	171,4	34,2	151,6	56,1	46,7	141,6
<b>Ampliación de la zona del euro</b>													
2001	1.060,8	-	201,9	36,9	24,3	105,9	66,3	180,0	34,5	165,3	60,3	49,8	135,6
2002	1.077,9	-	204,3	36,9	24,7	112,1	63,9	181,8	32,6	170,3	59,8	43,1	148,5
2002 I	259,2	269,0	52,1	9,2	6,0	26,3	15,9	44,8	7,9	39,4	14,1	10,2	33,3
II	273,4	271,9	51,6	9,3	6,2	28,7	16,2	46,0	7,8	42,8	15,6	11,3	37,8
III	267,1	271,3	50,4	8,4	6,0	27,8	15,7	44,3	8,3	43,0	14,9	10,6	37,8
IV	278,3	268,8	50,3	10,0	6,5	29,2	16,1	46,7	8,6	45,1	15,2	11,0	39,7
2003 I	255,4	263,9	49,0	9,7	6,3	27,6	16,4	41,4	7,8	39,3	13,6	9,5	.
2002 Dic	85,1	88,1	15,0	2,8	1,9	8,4	4,8	13,9	2,6	14,9	5,0	3,4	12,4
2003 Ene	82,5	89,3	15,5	3,1	1,9	9,0	5,4	14,3	2,5	12,3	4,6	3,1	11,1
Feb	84,6	88,7	15,9	3,2	2,0	9,2	5,5	13,7	2,7	13,3	4,4	3,0	11,7
Mar	88,3	85,9	17,6	3,5	2,4	9,4	5,6	13,5	2,6	13,7	4,7	3,3	.
Abr	86,0	87,3	15,7	3,3	2,0	9,6	5,1	13,7	2,7	13,5	5,0	3,1	.
May	83,8	84,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
% variación sobre año anterior													
2003 May	-8,6	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>													
1999	781,2	-	131,0	33,2	18,6	60,3	43,2	113,2	53,9	151,8	49,0	30,4	95,4
2000	1.008,4	-	156,6	38,0	21,8	76,8	49,8	140,7	65,5	211,6	72,2	39,7	134,0
<b>Ampliación de la zona del euro</b>													
2001	1.011,1	-	154,0	34,3	21,3	88,8	52,9	138,1	58,6	207,9	74,0	40,9	140,3
2002	977,2	-	145,2	35,4	22,2	93,5	51,9	125,1	52,6	203,9	68,4	39,1	140,0
2002 I	240,5	241,9	36,5	8,5	5,3	22,2	12,7	33,0	12,8	49,2	17,8	9,3	33,2
II	249,4	246,8	37,7	9,2	5,4	23,9	13,6	32,9	13,5	48,8	17,1	10,7	36,6
III	235,0	244,0	34,0	8,3	5,3	22,6	12,3	28,7	12,6	51,2	16,2	9,9	33,9
IV	252,3	246,3	37,0	9,5	6,2	24,7	13,3	30,5	13,6	54,6	17,2	9,3	36,3
2003 I	248,6	248,3	35,1	9,0	5,8	24,7	13,0	28,3	13,5	53,8	18,6	8,8	.
2002 Dic	77,9	80,7	12,0	2,9	2,1	7,4	4,0	9,0	4,0	16,7	5,4	2,6	11,7
2003 Ene	83,7	83,2	11,0	2,8	2,0	8,0	4,1	9,8	4,7	18,7	6,2	3,0	13,4
Feb	79,2	82,3	11,3	3,0	2,0	7,9	4,3	8,8	4,2	17,1	6,0	2,7	12,0
Mar	85,7	82,8	12,7	3,2	1,9	8,8	4,6	9,7	4,7	18,1	6,4	3,1	.
Abr	82,5	81,8	11,1	3,2	1,8	8,5	4,1	9,8	4,7	17,5	6,1	3,6	.
May	80,1	80,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
% variación sobre año anterior													
2003 May	-3,3	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Saldo</b>													
1999	51,6	-	30,4	-0,1	2,6	17,0	12,9	21,9	-27,1	-32,6	-0,6	8,7	18,2
2000	5,3	-	33,1	0,8	1,4	17,8	13,6	30,7	-31,3	-60,0	-16,1	7,0	7,6
<b>Ampliación de la zona del euro</b>													
2001	49,7	-	47,8	2,7	3,0	17,1	13,4	42,0	-24,1	-42,5	-13,7	8,9	-4,7
2002	100,7	-	59,1	1,5	2,5	18,5	11,9	56,7	-19,9	-33,6	-8,7	4,0	8,5
2002 I	18,7	27,1	15,7	0,6	0,7	4,1	3,2	11,8	-4,9	-9,8	-3,8	1,0	0,1
II	24,0	25,1	13,8	0,1	0,9	4,8	2,7	13,1	-5,7	-6,0	-1,5	0,6	1,2
III	32,0	27,3	16,4	0,2	0,7	5,2	3,3	15,6	-4,3	-8,2	-1,4	0,7	3,9
IV	26,0	22,5	13,2	0,6	0,3	4,5	2,8	16,2	-5,0	-9,5	-2,0	1,7	3,3
2003 I	6,8	15,6	13,9	0,6	0,5	2,9	3,4	13,1	-5,7	-14,5	-5,0	0,7	.
2002 Dic	7,2	7,4	3,0	-0,1	-0,1	1,0	0,8	4,9	-1,4	-1,8	-0,4	0,8	0,7
2003 Ene	-1,1	6,1	4,4	0,3	-0,1	1,0	1,2	4,5	-2,1	-6,4	-1,7	0,1	-2,3
Feb	5,4	6,4	4,6	0,1	0,0	1,3	1,2	4,9	-1,5	-3,7	-1,6	0,3	-0,3
Mar	2,6	3,1	4,9	0,2	0,6	0,6	1,0	3,8	-2,0	-4,4	-1,7	0,2	.
Abr	3,5	5,5	4,6	0,1	0,2	1,1	1,0	3,9	-2,0	-4,0	-1,0	-0,5	.
May	3,7	4,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
	Nominal	Deflactado por IPC	Deflactado por IPRI	Deflactor del PIB real	Real CLUM	Real CLUT	Nominal	Real CPI		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	99,1	99,4	99,3	98,3	100,6	101,6	90,4	96,5	1,134	137,1
1998	101,5	101,3	101,6	100,9	99,5	101,5	96,6	99,1	1,121	146,4
1999	95,7	95,7	95,7	95,6	96,1	95,7	96,6	95,8	1,066	121,3
2000	85,7	86,3	87,1	85,4	87,2	85,1	88,2	86,0	0,924	99,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	87,3	88,6	89,3	88,1	88,0	86,5	91,0	87,7	0,896	108,7
2002	90,0	92,5	92,9	92,3	90,6	90,2	95,6	91,7	0,946	118,1
2001 I	88,6	89,5	90,6	88,9	89,4	87,3	91,4	88,4	0,923	109,1
II	86,0	87,3	87,9	86,5	87,2	85,1	89,5	86,4	0,873	106,9
III	87,0	88,3	89,0	87,7	87,1	85,9	91,2	87,7	0,890	108,3
IV	87,5	89,3	89,9	89,2	88,1	87,6	92,0	88,4	0,896	110,5
2002 I	87,1	89,4	89,9	88,8	87,5	87,6	91,3	87,8	0,877	116,1
II	88,8	91,4	91,6	90,9	89,4	89,2	93,9	90,2	0,919	116,5
III	91,3	93,9	94,4	93,8	92,3	91,5	97,9	93,8	0,984	117,2
IV	92,5	95,4	95,5	95,6	93,0	92,6	99,4	94,9	0,999	122,4
2003 I	96,9	100,1	99,8	100,2	97,2	97,0	104,1	99,2	1,073	127,6
II	101,3	104,9	105,3	-	-	-	107,9	102,7	1,137	134,7
2001 Ene	89,2	89,9	91,0	-	-	-	91,7	88,6	0,938	109,6
Feb	88,3	89,1	90,4	-	-	-	91,0	88,1	0,922	107,1
Mar	88,4	89,4	90,5	-	-	-	91,4	88,4	0,910	110,3
Abr	87,6	88,8	89,6	-	-	-	91,0	88,0	0,892	110,4
May	85,9	87,2	87,7	-	-	-	89,3	86,2	0,874	106,5
Jun	84,7	86,0	86,4	-	-	-	88,1	85,0	0,853	104,3
Jul	85,4	86,8	87,2	-	-	-	89,1	85,9	0,861	107,2
Ago	87,7	89,0	89,6	-	-	-	91,8	88,3	0,900	109,3
Sep	88,0	89,3	90,0	-	-	-	92,6	89,0	0,911	108,2
Oct	88,0	89,6	90,1	-	-	-	92,8	89,1	0,906	109,9
Nov	86,8	88,4	89,2	-	-	-	91,3	87,6	0,888	108,7
Dic	87,7	89,8	90,3	-	-	-	91,9	88,5	0,892	113,4
2002 Ene	87,6	89,9	90,5	-	-	-	91,6	88,1	0,883	117,1
Feb	86,8	89,0	89,6	-	-	-	91,1	87,4	0,870	116,2
Mar	86,8	89,3	89,7	-	-	-	91,2	87,8	0,876	114,7
Abr	87,2	89,7	90,1	-	-	-	91,7	88,1	0,886	115,8
May	88,6	91,1	91,4	-	-	-	93,7	89,9	0,917	115,9
Jun	90,6	93,2	93,4	-	-	-	96,4	92,5	0,955	117,8
Jul	91,7	94,4	94,7	-	-	-	98,2	94,2	0,992	117,1
Ago	91,1	93,6	94,2	-	-	-	97,7	93,5	0,978	116,3
Sep	91,2	93,7	94,4	-	-	-	98,0	93,7	0,981	118,4
Oct	91,7	94,3	94,5	-	-	-	98,5	94,2	0,981	121,6
Nov	92,5	95,1	95,3	-	-	-	99,3	94,6	1,001	121,7
Dic	93,6	96,7	96,8	-	-	-	100,4	96,0	1,018	124,2
2003 Ene	95,8	98,8	99,0	-	-	-	103,0	98,1	1,062	126,1
Feb	97,1	100,2	100,1	-	-	-	104,4	99,4	1,077	128,6
Mar	97,9	101,2	100,2	-	-	-	105,1	100,1	1,081	128,2
Abr	98,6	102,1	102,1	-	-	-	105,2	100,3	1,085	130,1
May	102,5	106,0	106,8	-	-	-	109,1	103,8	1,158	135,8
Jun	102,7	106,5	107,1	-	-	-	109,3	104,0	1,166	138,1
Jul	101,4	105,2	105,9	-	-	-	107,8	102,5	1,137	135,0
% var. sobre mes anterior <sup>4)</sup>										
2003 Jul	-1,3	-1,1	-1,2	-	-	-	-1,4	-1,5	-2,5	-2,2
% var. sobre año anterior <sup>4)</sup>										
2003 Jul	10,6	11,5	11,8	-	-	-	9,8	8,9	14,6	15,3

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.

Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>3)</sup>										
Franco suizo	Libra esterlina	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	19	20	
1,644	0,692	8,65	7,48	8,02	1,569	1,528	8,75	1.069,8	1,678	1997
1,622	0,676	8,92	7,50	8,47	1,665	1,787	8,69	1.568,9	1,876	1998
1,600	0,659	8,81	7,44	8,31	1,584	1,652	8,27	1.267,3	1,806	1999
1,558	0,609	8,45	7,45	8,11	1,371	1,589	7,20	1.043,5	1,592	2000
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
1,511	0,622	9,26	7,45	8,05	1,386	1,732	6,99	1.154,8	1,604	2001
1,467	0,629	9,16	7,43	7,51	1,484	1,738	7,37	1.175,5	1,691	2002
1,533	0,633	9,00	7,46	8,20	1,410	1,741	7,20	1.174,7	1,616	2001 I
1,528	0,614	9,13	7,46	8,01	1,345	1,701	6,81	1.138,9	1,583	II
1,507	0,619	9,41	7,44	8,01	1,374	1,734	6,94	1.150,1	1,582	III
1,473	0,621	9,48	7,44	7,97	1,416	1,751	6,99	1.155,2	1,634	IV
1,473	0,615	9,16	7,43	7,81	1,398	1,692	6,84	1.155,3	1,607	2002 I
1,465	0,629	9,16	7,43	7,52	1,428	1,666	7,17	1.157,8	1,657	II
1,464	0,635	9,23	7,43	7,40	1,536	1,796	7,67	1.172,7	1,729	III
1,467	0,636	9,09	7,43	7,32	1,569	1,791	7,79	1.215,4	1,767	IV
1,466	0,670	9,18	7,43	7,57	1,620	1,809	8,37	1.288,9	1,872	2003 I
1,518	0,702	9,14	7,43	7,96	1,589	1,774	8,87	1.373,8	1,987	II
1,529	0,635	8,91	7,46	8,24	1,410	1,689	7,32	1.194,9	1,630	2001 Ene
1,536	0,634	8,98	7,46	8,21	1,403	1,724	7,19	1.153,8	1,607	Feb
1,535	0,629	9,13	7,46	8,16	1,417	1,807	7,09	1.173,4	1,611	Mar
1,529	0,622	9,11	7,46	8,11	1,390	1,785	6,96	1.183,5	1,617	Abr
1,533	0,613	9,06	7,46	7,99	1,347	1,681	6,82	1.133,7	1,586	May
1,522	0,609	9,21	7,45	7,94	1,302	1,647	6,65	1.104,1	1,550	Jun
1,514	0,609	9,26	7,44	7,97	1,315	1,689	6,71	1.120,3	1,569	Jul
1,514	0,627	9,31	7,45	8,06	1,386	1,717	7,02	1.154,0	1,586	Ago
1,491	0,623	9,67	7,44	8,00	1,426	1,804	7,11	1.178,3	1,593	Sep
1,479	0,624	9,58	7,44	8,00	1,422	1,796	7,07	1.178,6	1,640	Oct
1,466	0,618	9,42	7,45	7,92	1,415	1,717	6,93	1.137,5	1,625	Nov
1,475	0,620	9,44	7,44	7,99	1,408	1,735	6,96	1.147,0	1,639	Dic
1,475	0,617	9,23	7,43	7,92	1,413	1,709	6,89	1.160,8	1,625	2002 Ene
1,477	0,612	9,18	7,43	7,79	1,388	1,696	6,79	1.147,2	1,594	Feb
1,468	0,616	9,06	7,43	7,72	1,390	1,669	6,83	1.157,3	1,602	Mar
1,466	0,614	9,14	7,43	7,62	1,401	1,654	6,91	1.163,2	1,619	Abr
1,457	0,628	9,22	7,44	7,52	1,421	1,666	7,15	1.150,1	1,651	May
1,472	0,644	9,11	7,43	7,40	1,463	1,679	7,45	1.160,6	1,703	Jun
1,462	0,639	9,27	7,43	7,40	1,532	1,792	7,74	1.169,2	1,740	Jul
1,464	0,636	9,25	7,43	7,43	1,533	1,805	7,63	1.167,1	1,716	Ago
1,465	0,631	9,17	7,43	7,36	1,543	1,793	7,65	1.182,6	1,732	Sep
1,465	0,630	9,11	7,43	7,34	1,548	1,783	7,65	1.211,9	1,751	Oct
1,467	0,637	9,08	7,43	7,32	1,574	1,785	7,81	1.208,2	1,767	Nov
1,468	0,642	9,10	7,43	7,29	1,587	1,808	7,94	1.226,9	1,786	Dic
1,462	0,657	9,17	7,43	7,33	1,636	1,822	8,28	1.250,1	1,843	2003 Ene
1,467	0,670	9,15	7,43	7,54	1,630	1,811	8,40	1.282,8	1,880	Feb
1,469	0,683	9,23	7,43	7,84	1,594	1,795	8,43	1.335,4	1,895	Mar
1,496	0,689	9,15	7,43	7,83	1,585	1,781	8,46	1.337,4	1,928	Abr
1,516	0,713	9,16	7,42	7,87	1,602	1,787	9,03	1.390,0	2,007	May
1,541	0,702	9,12	7,42	8,16	1,580	1,755	9,10	1.392,3	2,023	Jun
1,548	0,700	9,19	7,43	8,29	1,569	1,718	8,87	1.342,3	1,996	Jul
0,4	-0,3	0,7	0,1	1,6	-0,7	-2,1	-2,5	-3,6	-1,4	% var. sobre mes anterior 2003 Jul
5,8	9,7	-0,9	0,0	11,9	2,4	-4,1	14,6	14,8	14,7	% var. sobre año anterior 2003 Jul

3) Hasta septiembre del 2000 se muestran tipos indicativos para estas monedas, dado que hasta entonces el BCE no ofrecía tipos de referencia oficiales para ellas.

4) Para la última observación mensual se ofrece la variación porcentual respecto al mes anterior y al mismo mes del año anterior. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Debido al cambio en el sistema de ponderaciones, los datos sobre los tipos de cambio efectivos reales a partir de enero del 2001 no son totalmente comparables con las observaciones anteriores.

# II Evolución económica y financiera de 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. de la deuda pública a largo plazo <sup>1)</sup> en %	Tipo de cambio <sup>2)</sup> en moneda nacional por euro	Cta. corriente y cta. nueva de capital en % 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 % de la población activa (d)	Agregado monetario amplio <sup>5)</sup>	Tipo de interés a 3 meses <sup>1)</sup> en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Dinamarca</b>												
1999	2,1	3,3	53,0	4,91	7,44	1,8	2,4	2,6	0,1	4,8	-0,2	3,44
2000	2,7	2,6	47,4	5,64	7,45	1,5	1,4	2,9	5,7	4,4	1,1	5,00
2001	2,3	3,1	45,4	5,08	7,45	3,1	3,7	1,4	1,3	4,3	5,7	4,70
2002	2,4	1,9	45,2	5,06	7,43	2,8	1,4	2,1	1,5	4,5	3,5	3,54
2002 I	2,5	-	-	5,21	7,43	2,6	3,0	1,7	-0,6	4,3	2,3	3,63
II	2,1	-	-	5,36	7,43	3,1	0,6	3,4	4,5	4,4	2,8	3,71
III	2,4	-	-	4,92	7,43	3,6	1,0	1,6	0,9	4,6	2,6	3,57
IV	2,7	-	-	4,74	7,43	2,0	1,0	1,5	1,1	4,7	6,1	3,27
2003 I	2,8	-	-	4,30	7,43	3,0	0,4	1,4	1,5	5,0	19,1	2,83
II	2,2	-	-	4,12	7,43	.	.	.	.	.	.	2,48
2003 Feb	2,9	-	-	4,21	7,43	-	-	-	3,0	5,0	21,1	2,83
Mar	2,8	-	-	4,26	7,43	-	-	-	2,1	5,0	18,5	2,67
Abr	2,5	-	-	4,41	7,43	-	-	-	-0,1	5,0	20,6	2,67
May	2,1	-	-	4,09	7,42	-	-	-	-0,9	5,2	24,4	2,54
Jun	2,0	-	-	3,85	7,42	-	-	-	.	.	.	2,22
Jul	.	-	-	4,15	7,43	-	-	-	.	.	.	2,18
<b>Suecia</b>												
1999	0,6	1,5	62,7	4,98	8,81	2,6	-1,2	4,6	2,2	6,7	6,8	3,32
2000	1,3	3,4	52,8	5,37	8,45	3,8	5,0	4,4	6,3	5,6	6,2	4,07
2001	2,7	4,5	54,4	5,11	9,26	3,8	5,8	1,1	-0,3	4,9	3,4	4,11
2002	2,0	1,2	52,4	5,31	9,16	4,1	2,1	1,9	-1,2	4,9	5,4	4,24
2002 I	2,9	-	-	5,42	9,16	5,5	4,7	0,8	-1,2	4,9	7,0	4,00
II	1,9	-	-	5,64	9,16	5,3	0,8	3,1	0,1	4,8	5,3	4,43
III	1,5	-	-	5,16	9,23	4,1	1,4	2,4	-1,1	4,9	6,0	4,41
IV	1,6	-	-	5,00	9,09	1,8	1,7	1,3	-2,5	5,1	3,4	4,09
2003 I	2,9	-	-	4,59	9,18	5,5	-0,5	2,2	-2,0	5,3	5,6	3,72
II	2,1	-	-	4,43	9,14	.	.	.	.	.	5,5	3,28
2003 Feb	3,3	-	-	4,48	9,15	-	-	-	-2,4	5,2	5,7	3,75
Mar	2,9	-	-	4,57	9,23	-	-	-	-4,6	5,3	5,8	3,56
Abr	2,3	-	-	4,73	9,15	-	-	-	1,9	5,4	4,4	3,56
May	2,0	-	-	4,37	9,16	-	-	-	-1,9	5,4	7,0	3,35
Jun	2,0	-	-	4,20	9,12	-	-	-	.	.	5,0	2,93
Jul	.	-	-	4,49	9,19	-	-	-	.	.	.	2,83
<b>Reino Unido</b>												
1999	1,3	1,1	45,1	5,01	0,659	-2,1	2,8	2,4	0,8	5,9	5,5	5,54
2000	0,8	3,9	42,1	5,33	0,609	-1,8	2,4	3,1	1,6	5,4	6,6	6,19
2001	1,2	0,8	39,0	5,01	0,622	-1,1	4,0	2,1	-2,1	5,0	8,1	5,04
2002	1,3	-1,4	38,6	4,91	0,629	-0,8	2,3	1,9	-3,5	5,1	6,0	4,06
2002 I	1,5	2,8	37,7	5,13	0,615	-0,2	2,8	1,4	-5,9	5,1	6,1	4,08
II	0,9	-3,9	38,1	5,28	0,629	-2,1	2,8	1,8	-4,3	5,1	5,7	4,17
III	1,1	-0,7	37,8	4,71	0,635	0,0	1,7	2,3	-2,4	5,2	5,7	4,01
IV	1,6	-3,2	38,3	4,52	0,636	-1,0	1,7	2,3	-1,2	5,0	6,3	3,98
2003 I	1,5	-0,4	37,6	4,34	0,670	1,8	1,7	2,1	-0,8	5,0	6,8	3,80
II	1,3	-5,3	38,4	4,35	0,702	.	.	.	.	.	8,0	3,64
2003 Feb	1,6	-0,5	37,3	4,29	0,670	-	-	-	-0,3	5,1	6,7	3,75
Mar	1,6	-4,7	37,6	4,41	0,683	-	-	-	-1,2	5,0	7,1	3,66
Abr	1,5	-3,0	37,5	4,56	0,689	-	-	-	-0,9	.	8,0	3,65
May	1,2	-7,7	37,9	4,31	0,713	-	-	-	-4,1	.	8,2	3,63
Jun	1,1	-5,2	38,4	4,19	0,702	-	-	-	.	.	7,9	3,64
Jul	.	.	.	4,46	0,700	-	-	-	.	.	.	3,49

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 periodos.

2) Para más información, véase cuadro 10.

3) Total de la economía; los datos del Reino Unido excluyen las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores.

4) Total, excluida construcción; ajustado por días laborables.

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

# I2 Evolución económica y financiera de otros países fuera de la UE

**Cuadro 12.1**

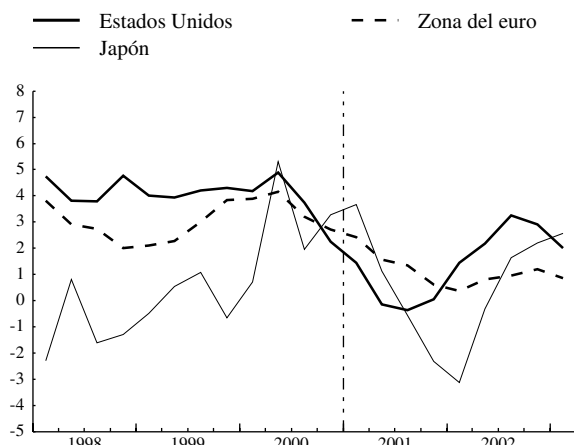
## Evolución económica y financiera

(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 % la población activa (d)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en %	Tipo de cambio <sup>4)</sup> en moneda nacional por euro	Déficit (-) / superávit (+) presupuestario <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>											
1999	2,2	-1,1	4,1	5,0	4,2	8,7	5,42	5,64	1,066	0,7	49,6
2000	3,4	3,2	3,8	5,2	4,0	9,4	6,53	6,03	0,924	1,4	44,3
2001	2,8	0,7	0,3	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,896	-0,5	44,0
2002	1,6	-1,1	2,4	-1,0	5,8	8,0	1,80	4,60	0,946	-3,4	46,2
2002 I	1,3	-0,8	1,4	-4,0	5,6	10,7	1,90	5,06	0,877	-3,0	44,3
II	1,3	-1,5	2,2	-1,5	5,8	7,8	1,92	5,08	0,919	-3,3	44,6
III	1,6	-1,9	3,3	0,5	5,8	7,2	1,81	4,25	0,984	-3,4	45,3
IV	2,2	-0,3	2,9	1,1	5,9	6,3	1,55	3,99	0,999	-3,8	46,2
2003 I	2,9	1,2	2,0	0,4	5,8	6,3	1,33	3,90	1,073	-4,0	46,8
II	2,1	.	.	-1,2	6,2	6,8	1,24	3,61	1,137	.	.
2003 Feb	3,0	-	-	0,5	5,8	6,2	1,34	3,90	1,077	-	-
Mar	3,0	-	-	0,0	5,8	6,3	1,29	3,79	1,081	-	-
Abr	2,2	-	-	-1,0	6,0	6,5	1,30	3,94	1,085	-	-
May	2,1	-	-	-1,3	6,1	6,9	1,28	3,56	1,158	-	-
Jun	2,1	-	-	-1,2	6,4	7,1	1,12	3,32	1,166	-	-
Jul	.	-	-	.	.	.	1,11	.	1,137	-	-
<b>Japón</b>											
1999	-0,3	-1,8	0,1	0,2	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-7,2	118,2
2000	-0,7	-6,0	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,5	-7,4	126,1
2001	-0,7	5,1	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,7	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,0	0,1	-1,4	5,4	3,3	0,08	1,27	118,1	.	.
2002 I	-1,4	5,4	-3,1	-9,9	5,3	3,6	0,10	1,46	116,1	.	.
II	-0,9	-1,7	-0,3	-3,8	5,4	3,5	0,08	1,37	116,5	.	.
III	-0,8	-6,7	1,6	3,2	5,4	3,3	0,07	1,24	117,2	.	.
IV	-0,5	-8,4	2,2	5,9	5,4	2,9	0,07	1,01	122,4	.	.
2003 I	-0,2	-6,9	2,6	5,6	5,4	1,9	0,06	0,80	127,6	.	.
II	-0,2	.	.	2,6	.	1,6	0,06	0,60	134,7	.	.
2003 Feb	-0,2	-6,1	-	4,8	5,2	1,9	0,06	0,83	128,6	-	-
Mar	-0,1	-5,1	-	4,1	5,4	1,7	0,06	0,74	128,2	-	-
Abr	-0,1	-4,8	-	3,3	5,4	1,3	0,06	0,66	130,1	-	-
May	-0,2	.	-	1,7	5,4	1,6	0,06	0,57	135,8	-	-
Jun	-0,4	.	-	2,8	.	1,8	0,06	0,56	138,1	-	-
Jul	.	.	-	.	.	.	0,05	.	135,0	-	-

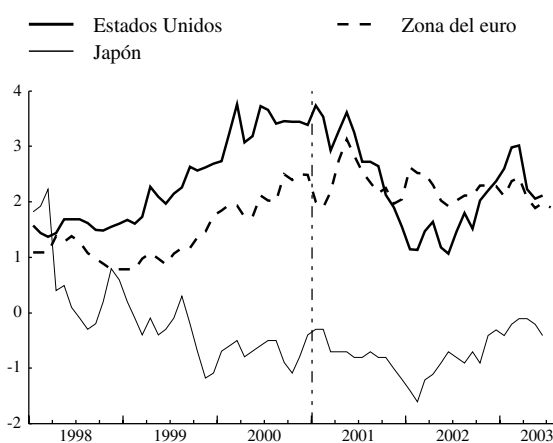
### Producto interior bruto a precios constantes

(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, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat (datos de la zona del euro en el gráfico); Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Industria manufacturera.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+CD para Japón.

3) Para más información, véanse cuadros 3.1 y 3.2.

4) Para más información, véase cuadro 10.

5) Para 1999 las fuentes son las cuentas financieras.

6) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).



## Cuadro 12.2

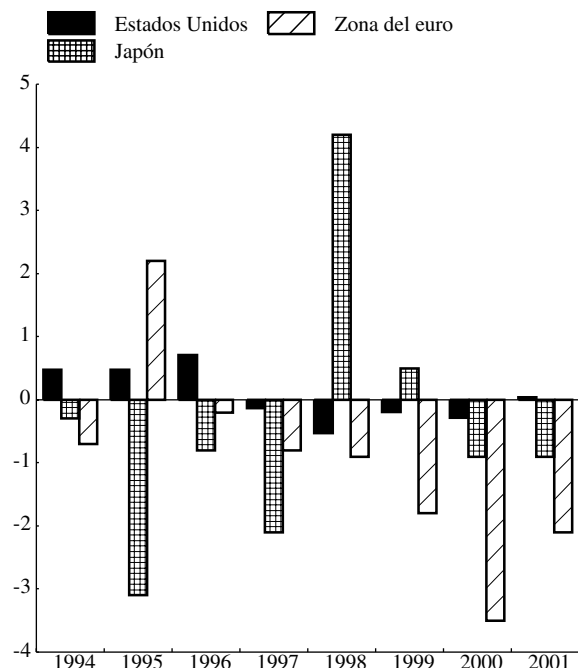
### Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras					Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>				
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidos acciones	Gasto de capital	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
1999	18,4	20,9	-3,0	9,5	8,9	10,5	8,2	10,6	2,9	12,4	4,5	11,2	6,2
2000	18,4	21,1	-4,0	9,7	9,1	12,3	7,5	12,6	2,7	12,5	3,0	11,5	5,7
2001	16,5	19,1	-3,7	7,9	8,5	1,9	7,7	1,8	2,1	13,0	5,9	11,6	5,8
2002	15,1	18,6	-4,7	7,7	7,6	1,6	7,7	1,8	0,3	12,8	6,6	12,5	7,0
2001 II	16,6	19,3	-3,8	8,1	8,6	1,4	7,4	1,7	2,8	12,9	6,0	11,2	6,7
III	16,5	18,8	-3,5	7,7	8,3	0,1	7,8	0,3	0,9	12,9	8,9	12,8	9,1
IV	15,9	18,2	-3,6	7,1	8,0	2,1	8,5	0,8	2,4	13,4	2,5	10,9	3,6
2002 I	15,5	18,6	-4,1	7,5	7,8	1,7	7,9	1,5	0,3	12,8	6,5	12,3	6,8
II	15,5	18,7	-4,8	7,7	7,6	2,9	7,7	2,9	1,1	12,7	5,6	12,7	5,9
III	14,6	18,6	-4,7	7,8	7,6	0,0	7,5	0,6	-1,4	12,9	4,7	12,5	6,6
IV	14,6	18,7	-5,1	7,8	7,5	1,8	7,6	2,2	1,1	12,7	9,4	12,5	8,5
2003 I	14,2	18,5	-5,2	7,5	7,4	2,6	7,3	3,1	0,8	12,7	8,3	12,4	8,4
Japón													
1999	27,8	25,9	2,2	14,4	14,8	2,4	13,7	-3,5	1,7	5,2	5,1	11,5	0,2
2000	27,7	26,2	2,3	15,8	15,4	2,4	14,3	0,3	1,2	5,2	4,1	10,7	0,0
2001	26,4	25,6	2,0	15,7	15,2	-2,3	14,1	-5,7	1,7	4,9	3,0	8,6	-0,1
2002	.	23,7	.	.	.	-3,0	.	-6,6	-0,3	.	1,5	.	-2,1
2001 II	24,2	25,4	1,7	.	.	-26,7	.	-15,3	4,0	.	11,8	.	-4,5
III	25,9	25,3	2,1	.	.	6,3	.	-8,9	-1,1	.	-5,2	.	2,6
IV	25,5	25,5	2,0	.	.	2,3	.	3,2	1,5	.	8,8	.	-1,5
2002 I	29,6	22,8	3,4	.	.	10,0	.	-6,7	-2,5	.	-6,5	.	2,5
II	.	22,7	.	.	.	-25,0	.	-19,0	2,0	.	7,4	.	-8,0
III	.	23,7	.	.	.	-0,8	.	-7,5	-2,6	.	-4,3	.	-0,1
IV	.	25,0	.	.	.	3,8	.	6,1	1,5	.	8,5	.	-2,5
2003 I	.	22,9	.	.	.	23,3	.	13,9	0,2	.	-6,9	.	2,7

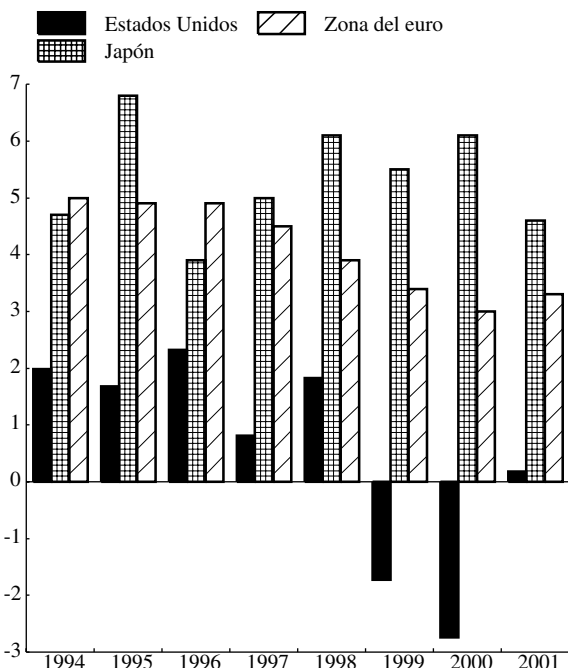
### Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(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, incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

# Notas técnicas

## Relativas a los cuadros 2.3 a 2.7

### Cálculo de los flujos

Los flujos mensuales se calculan 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.

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

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

Del mismo modo, el flujo trimestral  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se define como:

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

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

## Relativas al cuadro 2.4

### Cálculo de las tasas de crecimiento

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

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

Como base se fija el índice (de las series sin desestacionalizar) igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de variación interanual  $a_t$  del mes  $t$  —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes  $t$ — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

Del mismo modo, la tasa de variación intermensual  $a_t^M$  del mes  $t$  se puede calcular como:

$$f) \quad a_t^M = \left( \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right) \times 100$$

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

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 del cuadro 2.4. El índice de saldos ajustados está disponible con un mayor grado de precisión 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 las tasas de variación del cuadro 2.4.

## Desestacionalización de los agregados monetarios y de los préstamos de la zona del euro<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización de los agregados monetarios incluye un ajuste por días de la semana para algunos componentes de M2. La desestacionalización de M3 se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

<sup>1</sup> Para más detalles, véase «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», BCE (agosto 2000).

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

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se derivan de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen flujos desestacionalizados. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

### Relativas a los cuadros 2.5 a 2.8

En lo posible, los datos se han armonizado y son comparables en el tiempo. Sin embargo, como resultado de la implantación en enero de 1999 de un nuevo sistema de remisión de información, los saldos de los períodos anteriores al primer trimestre de 1999 no son siempre directamente comparables con los que se refieren a períodos posteriores.

Los valores declarados para los cuadros 2.5 a 2.8 se revisan trimestralmente (en los boletines de marzo, junio, septiembre y diciembre), por lo que puede haber ligeras discrepancias entre estos cuadros y los que recogen los datos mensuales.

### Cálculo de las tasas de crecimiento

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^Q$  y  $L_{t-3}$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes  $t$  queda definido como:

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

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de variación interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes  $t$ , es decir,  $a_t$ , se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$i) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^3 \left( 1 + \frac{F_{t-3i}^Q}{L_{t-3(i+1)}} \right) - 1 \right] \times 100$$

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

Del mismo modo, la tasa de variación intertrimestral  $a_t^Q$  del trimestre que termina en el mes  $t$  se puede calcular como:

$$k) \quad a_t^Q = \left( \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right) \times 100$$

$$l) \quad a_t^Q = \left( \frac{I_t}{I_{t-3}} - 1 \right) \times 100$$

Los redondeos pueden hacer que aparezcan diferencias con las tasas de variación interanuales de los cuadros 2.5 a 2.7. El índice de saldos ajustados está disponible con un mayor grado de precisión 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 las tasas de variación de los cuadros 2.5 a 2.7.

### Relativas al cuadro 3.7

#### Cálculo de las tasas de crecimiento

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos ajustados. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$ , el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos ajustados en el mes  $t$  queda definido como:

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

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de variación interanual  $a_t$  del mes  $t$  —es decir, la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$ — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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

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

#### Relativas al cuadro 4.1

##### Desestacionalización del IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página 85\*). La desestacionalización del IAPC total de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin

ajuste, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### Relativa al cuadro 8.2

##### Desestacionalización de la balanza por cuenta corriente de la balanza de pagos

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página 85\*). En la balanza de bienes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de «días laborables», «año bisiesto» y «Semana Santa», mientras que en la balanza de servicios sólo se efectúa un ajuste previo por el número de días laborables. La desestacionalización de las balanzas de bienes y servicios se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas. Las balanzas de rentas y de transferencias corrientes no incluyen ningún tipo de ajuste. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

<sup>4</sup> Véase la nota 1 en la página 85\*.



## 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. 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 de opinión 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* a medida que estén disponibles. En la sección «Statistics» que figura en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) pueden consultarse 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 países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidos a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU, están afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 en los cuadros 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en los datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (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, la fecha de cierre fue el 30 de julio de 2003.

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden estar sujetos a revisión. Pueden producirse discrepancias entre los totales y sus componentes, debidos al redondeo.

Las series estadísticas de referencia relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro 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 el impacto de la integración de Grecia en la zona del euro.

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

El grupo de «Estados adherentes» está compuesto por la República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

### Panorámica general

La evolución de las variables más relevantes de la zona del euro se resume en un cuadro general.

<sup>1</sup> Las estadísticas monetarias, bancarias y de los mercados financieros 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); las estadísticas de precios y costes y otras estadísticas económicas son responsabilidad de la Comisión Europea (Eurostat).

### **Estadísticas de política monetaria**

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.

### **Evolución monetaria y fondos de inversión**

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) de la Administración Central. 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) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Por consiguiente, estas tenencias se incluyen en la partida otros pasivos frente a no residentes que aparece en el cuadro 2.3 y, como resultado, afectan a la partida activos netos frente a no residentes, del cuadro 2.4. En el cuadro 2.5 se recoge un análisis trimestral por sectores y plazos de vencimiento de los préstamos concedidos por las IFM a residentes en la zona del euro. En el cuadro 2.6 se presenta un análisis trimestral de los depósitos mantenidos por residentes en la zona del euro en las IFM. En el cuadro 2.7 se ofrece un análisis trimestral de los activos y pasivos de las 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. En las *Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento 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.

Como consecuencia de la entrada en vigor del Reglamento BCE/2001/13, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En el cuadro 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones mantenidas por fondos de inversión emitidas por otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha desagregado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). El cuadro 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión; y en el cuadro 2.11 se presenta el balance agregado por tipo de inversor.

### **Mercados financieros y tipos de interés**

El BCE elabora las estadísticas de tipos de interés del mercado monetario, rendimientos de la deuda pública a largo plazo e índices 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 incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en los cuadros 3.5, 3.6 y 3.7, y las acciones cotizadas, que figuran en el cuadro 3.8. Los valores distintos de acciones se desglosan en valores a corto plazo y a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a los valores con un plazo a la 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 distintos de acciones 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 detalle por sectores emisores de valores denominados en euros, distinguiendo entre residentes y no residentes en la zona del euro. Para los primeros, el detalle 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.

En el cuadro 3.7 se presentan las tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor, basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional compra o vende activos financieros o contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento interanuales excluyen las reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En el cuadro 3.8 figuran los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro, detallados por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en el cuadro 6.1 (Principales pasivos, columna 20).

## IAPC y otros precios

Salvo algunas excepciones, los datos que se presentan en esta sección y en la de «Indicadores de la economía real» son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Sin embargo, la disponibilidad de datos comparables es, por 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

<sup>2</sup> Los códigos del SEC 95 correspondientes a los sectores que figuran en los cuadros del Boletín Mensual del BCE 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 (S.121) y otras instituciones financieras monetarias (S.122); instituciones financieras no monetarias, que incluye otros intermediarios financieros (S.123), auxiliares financieros (S.124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125); sociedades no financieras (S.11); Administración Central (S.1311); y otras AAPP, que comprende la Administración Regional (S.1312), la Administración Local (S.1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S.1314).



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 detalle 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.

### Indicadores de la economía real

En relación con las estadísticas de cuentas nacionales (cuadros 4.2 y 5.1), la implantación del SEC 95 a partir del año 1999 ha comenzado a preparar el terreno para disponer de datos completamente comparables, incluidas las 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 NACE C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001.

Los datos de encuestas de opinión (cuadro 5.3) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a 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.

### Ahorro, inversión y financiación

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 (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). Los datos comprenden los saldos vivos y las operaciones 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.

En el cuadro 6.2 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de las empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125) de la zona del euro. Al igual que en el cuadro 6.1, los datos incluyen los saldos vivos y las operaciones financieras y muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de este sector.

Los datos trimestrales de ambos cuadros se basan en las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas de emisiones de valores. El cuadro 6.1 también hace referencia a datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI. Si bien todos los países de la zona del euro contribuyen a las estadísticas relativas al balance de las IFM y a las emisiones de valores, hasta la fecha Irlanda y Luxemburgo no proporcionan datos trimestrales sobre las cuentas financieras nacionales.

En el cuadro 6.3 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 de los dos cuadros anteriores, 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 al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el contexto del procedimiento 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 (CE) 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 procedimiento 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 (incluidas las reservas)**

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 (cuadros 8.8.1 a 8.8.4) 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 2003 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2003/7), 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 llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

Algunos de los datos anteriores se han estimado en parte y pueden no ser totalmente comparables con las observaciones más recientes. 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, por el momento, un desglose por sectores de los emisores pertenecientes a la zona del euro de los valores adquiridos por no residentes.

En la sección estadística de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) puede consultarse una nota metodológica específica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 que figura en la página 14 del *Boletín Mensual* de junio del 2003.

La PII de la zona del euro (cuadros 8.8.1 a 8.8.4) se elabora en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes (es decir, considerando la zona del euro como una economía única) a partir de finales de 1999, lo que da lugar a que los activos y los pasivos de la zona del euro se muestren por separado (véase también el recuadro 9 del *Boletín Mensual* de diciembre del 2002). La PII se elabora en términos «netos», es decir, agregando los datos nacionales relativos a las posiciones a finales de 1997 y finales de 1998. Cuando se utilizan las metodologías para elaborar la PII en términos «netos» y en términos de «fuera de la zona del euro», puede que no se obtengan resultados plenamente comparables. La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de los saldos de inversiones directas, en los que, en gran medida, se utiliza el valor contable.

En el cuadro 8.8.5 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos relacionados con los anteriores. Se presentan, además, las reservas correspondientes y otros activos mantenidos por el BCE. Los datos del cua-

dro 8.8.5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Los datos anteriores se revisan continuamente. Los datos de activos de reserva anteriores al final de 1999 no son plenamente comparables con las observaciones posteriores. En la dirección del BCE en Internet está disponible una publicación sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema (*Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves*, octubre 2000).

### Comercio exterior de bienes

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 reales a partir de los índices nominales y de valor unitario facilitados por Eurostat. El BCE desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los índices nominales.

El detalle 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 las manufacturas y el petróleo. El detalle por áreas geográficas presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (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).

### Tipos de cambio

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 basados en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspon-

diente 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. Cuando Grecia se incorporó a la zona del euro en enero de 2001, dejó de ser socio comercial a efectos del tipo de cambio efectivo del euro y, consecuentemente, 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 (IPRI), el producto interior bruto (deflactor del PIB), los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM) y los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). En los casos en los que no se dispone de deflatores se utilizan estimaciones. Los tipos que usan el deflactor del PIB y el índice de costes laborales unitarios del total de la economía se refieren al Euro 12, es decir, incluyen a Grecia para la totalidad del período.

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. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el artículo titulado «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes» del presente *Boletín Mensual* y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rates of the euro», de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann, febrero 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

### Evolución económica y financiera fuera de la zona del euro

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>

## 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 princi-

pales 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

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 y 2000 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE 1999 y en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE 2000, respectivamente.

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 Euro-sistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

### **7 de febrero, 7 de marzo, 4 de abril, 2 de mayo, 6 de junio y 4 de julio de 2002**

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

### **10 de julio de 2002**

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

### **1 de agosto, 12 de septiembre, 10 de octubre y 7 de noviembre de 2002**

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

### **5 de diciembre de 2002**

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

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

### **9 de enero de 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de

depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

### **23 de enero de 2003**

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

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

Está previsto que estas medidas entren en vigor en el primer trimestre del 2004.

En relación con la nota de prensa publicada el 10 de julio de 2002, el Consejo de Gobierno decide mantener en 15 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el 2003. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el 2003, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

### **6 de febrero de 2003**

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

### **6 de marzo de 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones princi-

pales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de marzo de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos a partir del 7 de marzo de 2003.

### **3 de abril de 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

### **8 de mayo de 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,50%, 3,50% y 1,50%, respectivamente.

Asimismo, da a conocer los resultados de la valoración de la estrategia de política monetaria del BCE que ha llevado a cabo. Esta estrategia, que fue hecha pública el 13 de octubre de 1998, se articula en torno a tres elementos principales: una definición cuantitativa de estabilidad de precios, un papel destacado asignado al dinero en el marco de la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios y una valoración de las perspectivas de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de indicadores.

El Consejo de Gobierno confirma la definición de estabilidad de precios formulada en octubre de 1998, es decir: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio

plazo». Simultáneamente, el Consejo de Gobierno acuerda que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirigirá sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación cercana al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno confirma que sus decisiones de política monetaria seguirán fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno desea aclarar en su comunicación las funciones respectivas del análisis económico y del análisis monetario con vistas a la adopción de una posición global unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

A fin de poner de relieve la naturaleza a plazo más largo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, el Consejo de Gobierno ha decidido, asimismo, que la revisión del valor de referencia dejará de tener carácter anual, si bien se seguirá realizando una valoración de las condiciones y supuestos subyacentes.

### **5 de junio de 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,50 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de junio de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,50 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

### **10 de julio y 31 de julio de 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, 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 Anual 2002», mayo 2003.
- 

## 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.  
«La rendición de cuentas del BCE», noviembre 2002.  
«La transparencia en la política monetaria del BCE», noviembre 2002.  
«La composición del crecimiento del empleo en la zona del euro en los últimos años», noviembre 2002.  
«La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro», enero 2003.  
«CLS - Finalidad, concepto e implicaciones», enero 2003.  
«La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», febrero 2003.  
«Regímenes de tipo de cambio para las economías emergentes», febrero 2003.  
«La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población», abril 2003.  
«Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2003.  
«Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», abril 2003.  
«Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», mayo 2003.  
«Electronificación de los pagos en Europa», mayo 2003.  
«La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno », mayo 2003.  
«Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», junio 2003.  
«Tendencias de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro», julio 2003.  
«Experiencia inicial en la gestión de la producción y emisión de billetes en euros», julio 2003.  
«Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema», agosto 2003.  
«Evolución reciente del sector bancario de la zona del euro», agosto 2003.  
«Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes», agosto 2003.

---

### **Occasional Papers**

- 1 «The impact of the euro on money and bond markets», por J. Santillán, M. Bayle y C. Thygesen, julio 2000.
  - 2 «The effective exchange rates of the euro», por L. Buldorini, S. Makrydakis y C. Thimann, febrero 2002.
  - 3 «Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth», por C. Brand, D. Gerdesmeier y B. 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 D. Russo, T. L. Hart y A. Schönenberger, septiembre 2002.
  - 6 «Banking integration in the euro area», por I. Cabral, F. Dierick y J. Vesala, diciembre 2002.
  - 7 «Economic relations with regions neighbouring the euro area in the 'Euro Time Zone'», por F. Mazzaferro, A. Mehl, M. Sturm, C. Thimann y A. Winkler, diciembre 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 United States», 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. Bouthevillain, 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.
- 101 «Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?», por C. Loupías, F. Savignac y P. Sevestre, diciembre 2001.
- 102 «The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data», por L. Farinha y C. Robalo Marques, diciembre 2001.
- 103 «Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy», por L. Gambacorta, diciembre 2001.
- 104 «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.
- 105 «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.
- 106 «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.
- 107 «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.
- 108 «Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro econometric approach», por M. Valderrama, diciembre 2001.
- 109 «Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending», por U. von Kalckreuth, diciembre 2001.
- 110 «Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms», por E. Gaiotti y A. Generale, diciembre 2001.
- 111 «Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data», por P. Lünemann y Thomas Mathä, diciembre 2001.
- 112 «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.
- 113 «Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications», por C. Bean, J. Larsen y K. Nikolov, enero 2002.
- 114 «Monetary transmission in the euro area: where do we stand?», por I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon y D. Terlizzese, enero 2002.
- 115 «Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches», por A. Orphanides, diciembre 2001.
- 116 «Rent indices for housing in West Germany 1985 to 1998», por J. Hoffmann y C. Kurz, enero 2002.
- 117 «Hedonic house prices without characteristic: the case of new multiunit housing», por O. Bover y P. Velilla, enero 2002.
- 118 «Durable good, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-98», por G. M. Tomat, enero 2002.
- 119 «Monetary policy and the stock market in the euro area», por N. Cassola y C. Morana, enero 2002.
- 120 «Learning stability in economics with heterogeneous agents», por S. Honkapohja y K. Mitra, enero 2002.
- 121 «Natural rate doubts», por A. Beyer y R. E. A. Farmer, febrero 2002.
- 122 «New technologies and productivity growth in the euro area», por F. Vijselaar y R. Albers, febrero 2002.
- 123 «Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions», por E. Tabakis y A. Vinci, febrero 2002.
- 124 «Monetary policy, expectations and commitment», por G. W. Evans y S. Honkapohja, febrero 2002.
- 125 «Duration, volume and volatility impact of trades», por S. Manganelli, febrero 2002.
- 126 «Optimal contracts in dynamic costly state verification model», por C. Monnet y E. Quintin, febrero 2002.

- 127 «Performance of monetary policy with internal central bank forecasting», por S. Honkapohja y K. Mitra, febrero 2002.
- 128 «Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy», por F. Smets y R. Wouters, marzo 2002.
- 129 «Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence», por A. al-Nowaihi y L. Stracca, marzo 2002.
- 130 «Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations», por E. Diewert, marzo 2002.
- 131 «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.
- 132 «Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a 'new Keynesian' perspective», por O. Arratibel, D. Rodríguez-Palenzuela y C. Thimann, marzo 2002.
- 133 «Can confidence indicators be useful to predict short-term real GDP growth», por A. Mourougane y M. Roma, marzo 2002.
- 134 «The cost of private transportation in the Netherlands, 1992 – 99», por B. Bode y J. Van Dalen, marzo 2002.
- 135 «The optimal mix of taxes on money, consumption and income», por F. De Fiore y P. Teles, abril 2002.
- 136 «Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level», por G. de Bondt, abril 2002.
- 137 «Equilibrium bidding in the Eurosystem's open market operations», por U. Bindseil, abril 2002.
- 138 «'New' views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?», por F. P. Mongelli, abril 2002.
- 139 «On currency crises and contagion», por M. Fratzscher, abril 2002.
- 140 «Price setting and the steady-state effects of inflation», por M. Casares, mayo 2002.
- 141 «Asset prices and fiscal balances», por F. Eschenbach y L. Schuknecht, mayo 2002.
- 142 «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.
- 143 «A nonparametric method for valuing new goods», por L. Blow y I. Crawford, mayo 2002.
- 144 «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.
- 145 «Towards a new early warning system of financial crises», por M. Bussiere y M. Fratzscher, mayo 2002.
- 146 «Competition and stability: what's special about banking?», por E. Carletti y P. Hartmann, mayo 2002.
- 147 «Time-to-build approach in a sticky price, sticky wage optimising monetary model», por M. Casares, mayo 2002.
- 148 «The functional form of yield curves», por V. Brousseau, mayo 2002.
- 149 «The Spanish block of the ESCB multi-country model», por A. Willman y Á. Estrada, mayo 2002.
- 150 «Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility», por R. Gropp, J. Vesala y G. Vulpes, junio 2002.
- 151 «G7 inflation forecasts», por F. Canova, junio 2002.
- 152 «Short-term monitoring of fiscal policy discipline», por G. Camba-Méndez y A. Lamo, junio 2002.
- 153 «Euro area production function and potential output: a supply side system approach», por A. Willman, junio 2002.
- 154 «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.
- 155 «Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and macroeconomic shocks», por J. F. Jimeno y D. Rodríguez-Palenzuela, junio 2002.
- 156 «Identifying endogenous fiscal policy rules for macroeconomic models», por J. J. Pérez y P. Hiebert, julio 2002.
- 157 «Bidding and performance in repo auctions: evidence from ECB open market operations», por K. G. Nyborg, U. Bindseil e I. A. Strebulaev, julio 2002.
- 158 «Quantifying embodied technological change», por P. Sakellaris y D. J. Wilson, julio 2002.

- 159 «Optimal public money», por C. Monnet, julio 2002.
- 160 «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.
- 161 «The optimal allocation of risks under prospect theory», por L. Stracca, julio 2002.
- 162 «Public debt asymmetries: the effect on taxes and spending in the European Union», por S. Krogstrup, agosto 2002.
- 163 «The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area», por M. Forsells y G. Kenny, agosto 2002.
- 164 «Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence», por G. de Bondt, agosto 2002.
- 165 «The industry effects of monetary policy in the euro area», por G. Peersman y F. Smets, agosto 2002.
- 166 «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.
- 167 «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.
- 168 «Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries», por R. Perotti, agosto 2002.
- 169 «Modelling model uncertainty», por A. Onatski y N. Williams, agosto 2002.
- 170 «What measure of inflation should a central bank target?», por G. Mankiw y R. Reis, agosto 2002.
- 171 «An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area», por F. Smets y R. Wouters, agosto 2002.
- 172 «Constructing quality-adjusted price indices: a comparison of hedonic and discrete choice models», por N. Jonker, septiembre 2002.
- 173 «Openness and equilibrium determinacy under interest rate rules», por F. de Fiore y Z. Liu, septiembre 2002.
- 174 «International monetary policy co-ordination and financial market integration», por A. Sutherland, septiembre 2002.
- 175 «Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union», por S. Gilchrist, J. O. Hairault y H. Kempf, septiembre 2002.
- 176 «Macroeconomics of international price discrimination», por G. Corsetti y L. Dedola, septiembre 2002.
- 177 «A theory of the currency denomination of international trade», por P. Bacchetta y E. van Wincoop, septiembre 2002.
- 178 «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 versus 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. Dorrucchi, S. Firpo, M. Fratzscher y F. P. Mongelli, octubre 2002.
- 186 «Using money market rates to assess the alternatives of fixed versus variable rate tenders: the lesson from 1989-98 data for Germany», por M. Manna, octubre 2002.
- 187 «A fiscal theory of sovereign risk», por M. Uribe, octubre 2002.
- 188 «Should central banks really be flexible?», por H. P. Grüner, octubre 2002.
- 189 «Debt reduction and automatic stabilisation», por P. Hiebert, J. J. Pérez y M. Rostagno, octubre 2002.
- 190 «Monetary policy and the zero bound to interest rates: a review», por T. Yates, octubre 2002.
- 191 «The fiscal costs of financial instability revisited», por L. Schuknecht y F. Eschenbach, noviembre 2002.



- 192 «Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?», por G. Pérez-Quirós y J. Sicilia, noviembre 2002.
- 193 «Sustainability of public finances and automatic stabilisation under a rule of budgetary discipline», por J. Marín, noviembre 2002.
- 194 «Sensitivity analysis of volatility: a new tool for risk management», por S. Manganelli, V. Ceci y W. Vecchiato, noviembre 2002.
- 195 «In-sample or out-of-sample tests of predictability: which one should we use?», por A. Inoue y L. Kilian, noviembre 2002.
- 196 «Bootstrapping autoregressions with conditional heteroskedasticity of unknown form», por S. Gonçalves y L. Kilian, noviembre 2002.
- 197 «A model of the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation», por C. Ewerhart, noviembre 2002.
- 198 «Extracting risk-neutral probability densities by fitting implied volatility smiles: some methodological points and an application to the 3M EURIBOR futures option prices», por A. B. Andersen y T. Wagener, diciembre 2002.
- 199 «Time variation in the tail behaviour of bunds futures returns», por T. Werner y C. Upper, diciembre 2002.
- 200 «Interdependence between the euro area and the United States: what role for EMU?», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, diciembre 2002.
- 201 «Euro area inflation persistence», por N. Batini, diciembre 2002.
- 202 «Aggregate loans to the euro area private sector», por A. Calza, M. Manrique y J. Sousa, enero 2003.
- 203 «Myopic loss aversion, disappointment aversion and the equity premium puzzle», por D. Fielding y L. Stracca, enero 2003.
- 204 «Asymmetric dynamics in the correlations of global equity and bond returns», por L. Capiello, R. F. Engle y K. Sheppard, enero 2003.
- 205 «Real exchange rate in an inter-temporal n-country-model with incomplete markets», por B. Mercereau, enero 2003.
- 206 «Empirical estimates of reaction functions for the euro area», por D. Gerdesmeier y B. Roffia, enero 2003.
- 207 «A comprehensive model on the euro overnight rate», por F. R. Würtz, enero 2003.
- 208 «Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data», por A. Ang y A. Maddaloni, enero 2003.
- 209 «A framework for collateral risk control determination», por D. Cossin, Z. Huang, D. Aunon-Nerin y F. González, enero 2003.
- 210 «Anticipated Ramsey reforms and the uniform taxation principle: the role of international financial markets», por S. Schmitt-Grohé y M. Uribe, enero 2003.
- 211 «Self-control and savings», por P. Michel y J. P. Vidal, enero 2003.
- 212 «Modelling the implied probability of stock market movements», por E. Glatzer y M. Scheicher, enero 2003.
- 213 «Aggregation and euro area Phillips curves», por S. Fabiani y J. Morgan, febrero 2003.
- 214 «On the selection of forecasting models», por A. Inoue y L. Kilian, febrero 2003.
- 215 «Budget institutions and fiscal performance in central and eastern European countries», por H. Gleich, febrero 2003.
- 216 «The admission of accession countries to an enlarged monetary union: a tentative assessment», por M. Ca' Zorzi y R. A. De Santis, febrero 2003.
- 217 «The role of product market regulations in the process of structural change», por J. Messina, marzo 2003.
- 218 «The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan», por G. Coenen y V. Wieland, marzo 2003.
- 219 «Extra-euro area manufacturing import prices and exchange rate pass-through», por B. Anderton, marzo 2003.

- 220 «The allocation of competencies in an international union: a positive analysis», por M. Ruta, abril 2003.
- 221 «Estimating risk premia in money market rates», por A. Durré, S. Evjen y R. Pilegaard, abril 2003.
- 222 «Inflation dynamics and subjective expectations in the United States», por K. Adam y M. Padula, abril 2003.
- 223 «Optimal monetary policy with imperfect common knowledge», por K. Adam, abril 2003.
- 224 «The rise of the yen vis-à-vis the ('synthetic') euro: is it supported by economic fundamentals?», por C. Osbat, R. Ruffer y B. Schnatz, abril 2003.
- 225 «Productivity and the ('synthetic') euro-dollar exchange rate», por C. Osbat, F. Vijselaar y B. Schnatz, abril 2003.
- 226 «The central banker as a risk manager. Quantifying and forecasting inflation risks», por L. Kilian y S. Manganelli, abril 2003.
- 227 «Monetary policy in a low pass-through environment», por T. Monacelli, abril 2003.
- 228 «Monetary policy shocks – a non-fundamental look at the data», por M. Klaeffering, mayo 2003.
- 229 «How does the ECB target inflation?», por P. Surico, mayo 2003.
- 230 «The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives», por P. Hartmann, A. Maddaloni y S. Manganelli, mayo 2003.
- 231 «Price stability and monetary policy effectiveness when nominal interest rates are bounded at zero», por G. Coenen, A. Orphanides y V. Wieland, mayo 2003.
- 232 «Describing the Fed's conduct with Taylor rules: is interest rate smoothing important?», por E. Castelnuovo, mayo 2003.
- 233 «The natural real rate of interest in the euro area», por N. Giammarioli y N. Valla, mayo 2003.
- 234 «Unemployment, hysteresis and transition», por M. León-Ledesma y P. McAdam, mayo 2003.
- 235 «Volatility of interest rates in the euro area: evidence from high frequency data», por N. Cassola y C. Morana, junio 2003.
- 236 «Swiss monetary targeting 1974-96: the role of internal policy analysis», por G. Rich, junio 2003.
- 237 «Growth expectations, capital flows and international risk sharing», por O. Castrén, M. Miller y R. Stiebert, junio 2003.
- 238 «The impact of monetary union on trade prices», por R. Anderton, R. E. Baldwin y D. Taglioni, junio 2003.
- 239 «Temporary shocks and unavoidable transitions to a high-unemployment regime», por W. J. Denhaan, junio 2003.
- 240 «Monetary policy transmission in the euro area: any changes after EMU?», por I. Angeloni y M. Ehrmann, julio 2003.
- 241 «Maintaining price stability under free-floating: a fearless way out of the corner?», por C. Detken y V. Gaspar, julio 2003.
- 242 «Public sector efficiency: an international comparison», por A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi, julio 2003.
- 243 «Pass-through of external shocks to euro area inflation», por E. Hahn, julio 2003.
- 244 «How does the ECB allot liquidity in its weekly main refinancing operations? A look at the empirical evidence», por S. Egerskov, C. Martin Moss y L. Stracca, julio 2003.
- 245 «Money and payments: a modern perspective», por C. Holthausen y C. Monnet, julio 2003.
- 246 «Public finances and long-term growth in Europe - evidence from a panel data analysis», por D. R. de Ávila and R. Strauch, julio 2003.

---

### 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: Recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998 - diciembre de 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.

«TARGET Interlinking specification», noviembre 2002.

«TARGET Interlinking data dictionary», noviembre 2002.

«Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on the MFI balance sheet statistics», noviembre 2002.

«Structural analysis of the EU banking sector», noviembre 2002.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2002.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2002.

«Euro money market study 2001 (MOC)», diciembre 2002.

«EU banking sector stability», febrero 2003.

«Review of the foreign exchange market structure», marzo 2003.

«List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2003.

«Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.

«List of Monetary Financial Institutions in the accession countries», marzo 2003.

«Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions», marzo 2003.

«Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).

Annex I: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment

position statistics», marzo 2003.  
«TARGET Annual Report 2002», abril 2003.  
«Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units», abril 2003.  
«Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries», mayo 2003.  
«Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries», mayo 2003.  
«Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods», mayo 2003.  
«Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology», mayo 2003.  
«The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main», junio 2003.  
«Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty», junio 2003.  
«Developments in national supervisory structures», junio 2003.  
«Oversight standards for euro retail payment systems», junio 2003.  
«Towards a Single Euro Payments Area - progress report», junio 2003.  
«Amendments to the risk control framework for tier one and tier two eligible assets», julio 2003.

---

### **Folletos Informativos**

«TARGET: facts, figures, future», septiembre 1999.  
«EPM: the ECB payment mechanism», agosto 2000.  
«The euro: integrating financial services», agosto 2000 (agotado).  
«TARGET», agosto 2000 (agotado).  
«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.  
«El euro, nuestra moneda», septiembre 2002.

