



BANCO CENTRAL EUROPEO

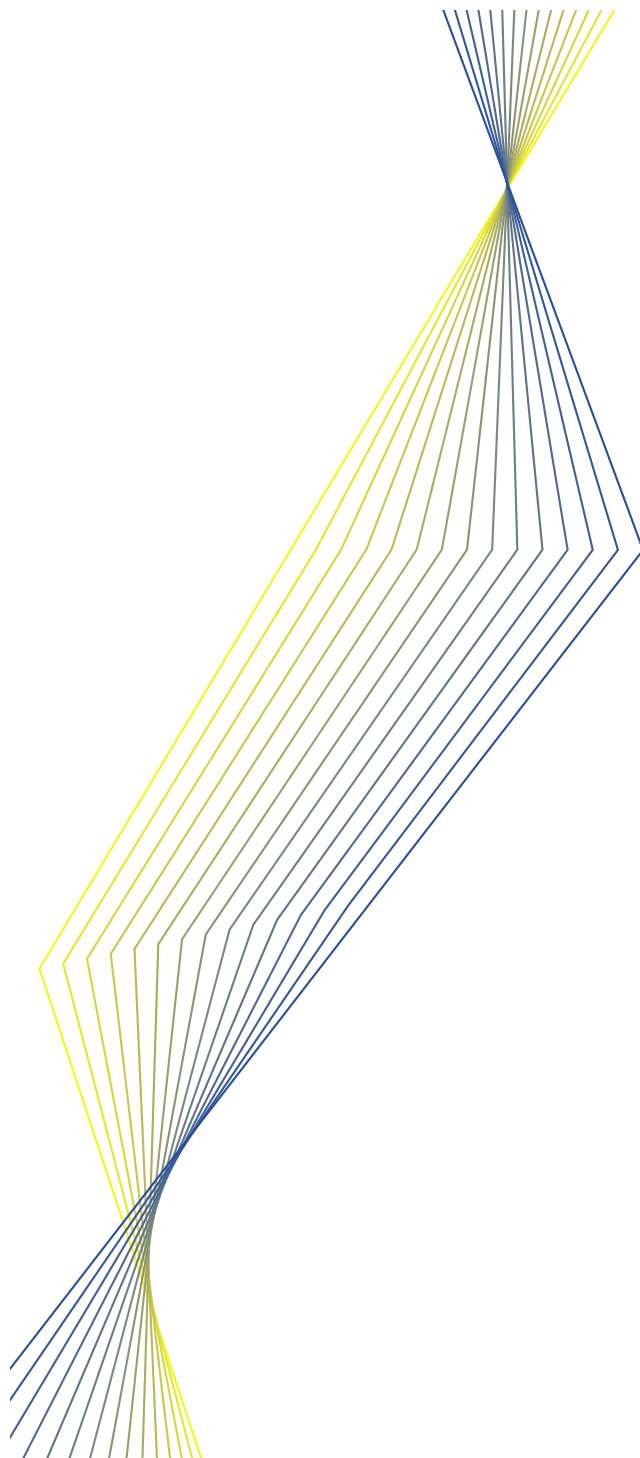
ECB EZB EKT BCE EKP

**B O L E T Í N
M E N S U A L**

Octubre 2003



BANCO CENTRAL EUROPEO



**B O L E T Í N
M E N S U A L**

Octubre 2003

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

© **Banco Central Europeo, 2003**

© **De la traducción: Banco de España, Madrid, 2003**

Dirección Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Alemania

Apartado de correos Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Alemania

Teléfono +49 69 13440
Internet <http://www.ecb.int>
Fax +49 69 1344 6000
Télex 411 144 ecb d

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 1 de octubre de 2003.

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999

Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S.A.

Índice

Editorial	5
Evolución económica y monetaria de la zona del euro	7
Evolución monetaria y financiera	7
Evolución de los precios	22
Producto, demanda y mercado de trabajo	29
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	34
Recuadros:	
1 ¿Qué podría suceder con el exceso de liquidez acumulado en la zona del euro?	8
2 Relación entre la financiación intermediada y la financiación mediante la emisión de valores de renta fija de las sociedades no financieras de la zona del euro	13
3 Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que finalizó el 23 de septiembre de 2003	18
4 Evolución reciente de la percepción de los consumidores acerca de la inflación de la zona del euro	24
Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro	41
Integración de los mercados financieros europeos	55
Estadísticas de la zona del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	97*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	101*

Abreviaturas

Países

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

Otras

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes (<i>Cost, insurance and freight</i>)
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
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 2 de octubre 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.

La decisión del Consejo de Gobierno de mantener sin variación los tipos de interés refleja su valoración de que las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo siguen siendo favorables. El Consejo de Gobierno, en consecuencia, considera adecuados los actuales tipos de interés del BCE, situados en un nivel históricamente bajo, y que constituyen asimismo un estímulo continuo para la actividad económica. El Consejo de Gobierno continuará realizando un atento seguimiento de todos los factores que pudieran influir sobre esta valoración.

Por lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro estuvo prácticamente estancado en el primer semestre de este año. No obstante, los últimos datos y la información más reciente resultan acordes con un moderado repunte de la actividad económica durante el último semestre del año. Los resultados de las encuestas y los datos sobre la producción indican que la actividad económica podría haberse recuperado ligeramente en el tercer trimestre, y los indicadores de confianza disponibles hasta septiembre sugieren, en general, cierta mejora de las expectativas económicas. En consonancia con las previsiones y proyecciones de que se dispone, el repunte de la economía debería consolidarse gradualmente en el curso del 2004.

En el entorno exterior, la recuperación de la actividad económica mundial parece proseguir, lo que debería estimular la demanda de exportaciones de la zona del euro, contrarrestando los efectos del deterioro de la competitividad en términos de precios. En el ámbito interno, parece que las empresas continúan realizando esfuerzos de ajuste para mejorar su productividad y rentabilidad, lo cual, junto con el reducido nivel de los tipos de interés y, en general, las favorables condiciones de financiación existentes, debería contribuir a una recuperación de la inversión. La evolución de la relación de intercambio, derivada de la revaloriza-

ción del euro, incide positivamente sobre la renta real disponible de la zona del euro y debería favorecer un repunte del crecimiento del consumo privado. La evolución de los mercados financieros es, en conjunto, coherente con el panorama general de recuperación gradual del crecimiento económico.

Los riesgos para el escenario de recuperación gradual descrito parecen estar equilibrados de cara al futuro próximo. Sin embargo, la sostenibilidad del crecimiento económico a escala mundial sigue estando sujeta a algunos riesgos, debido a problemas estructurales no resueltos y a persistentes desequilibrios macroeconómicos en importantes países industrializados.

En lo relativo a la evolución de los precios, según el último avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,1% en septiembre, sin variación con respecto al mes de agosto, y debería oscilar en torno al 2% durante los restantes meses de este año. La evolución del tipo de cambio contribuye a contener las presiones al alza a corto plazo sobre los precios, si bien el aumento de los precios de los alimentos no elaborados, relacionado con las elevadas temperaturas registradas y la ausencia de precipitaciones en algunos países de la zona del euro, podría generar ligeras presiones alcistas durante los próximos meses. Existe aún cierto grado de incertidumbre en cuanto a la repercusión que el aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados previstos en diversos países de la zona del euro podría tener sobre la tasa de inflación medida por el IAPC en los primeros meses del 2004.

A un plazo más largo, se mantiene la expectativa de que la inflación se situará por debajo del 2% en el 2004, y de que posteriormente permanecerá en niveles acordes con la estabilidad de precios. Esta expectativa se basa en un supuesto de evolución moderada de los salarios, en un contexto de recuperación gradual de la actividad económica. Por otro lado, la moderación de los precios de importación, que también se refleja en las moderadas presiones actuales sobre los precios industriales, debería continuar conteniendo el incremento de los precios de consumo. Asimismo, debe tenerse presente que las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro se mantienen en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%.

Por lo que se refiere al análisis monetario, el intenso crecimiento monetario registrado durante los últimos dos años se ha visto impulsado por los desplazamientos de cartera, el ahorro por motivos de precaución y el reducido nivel de los tipos de interés. Además, este último factor ha contribuido a compensar la incidencia negativa de la debilidad del crecimiento económico sobre la evolución de los préstamos. De hecho, existen indicios de una mejora de las tasas de crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado.

En la presente situación económica, la acumulación de un exceso de liquidez no constituye un motivo de preocupación, dado el moderado crecimiento económico de la zona del euro. No obstante, si esta acumulación de liquidez persistiese conjuntamente con un fortalecimiento significativo de la actividad económica, podría generar presiones inflacionistas a medio plazo.

En síntesis, y tras contrastar la información procedente de los dos pilares, el análisis económico sigue confirmando la expectativa de que las presiones sobre los precios continuarán siendo moderadas durante los próximos años, en un contexto de recuperación gradual de la economía y de comportamiento moderado de los precios de importación y de los salarios. Teniendo en cuenta la situación económica, el intenso crecimiento monetario no debe considerarse por el momento como un factor que afecte de forma adversa a estas perspectivas. En conjunto, por lo tanto, las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo siguen siendo favorables.

Con respecto a la política fiscal, su reciente evolución constituye un motivo de preocupación grave. Existen cada vez más indicios de que la mayor parte de los países se desviará por un margen significativo de los objetivos presupuestarios fijados para el 2003 y, en algunos casos, los planes presupuestarios para el 2004 no son tranquilizadores. Aunque el deterioro de los saldos presupuestarios refleja principalmente un crecimiento económico inferior al previsto, preocupa comprobar que no todos los países con desequilibrios importantes han adoptado suficientes medidas de saneamiento. Resulta fundamental mantener la credibilidad de los fundamentos institucionales de la UEM.

A este respecto, el Tratado y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento proporcionan un marco apropiado para mantener la disciplina presupuestaria dentro de unos límites de flexibilidad adecuados. Lejos de constituir un proceso automático que limite las políticas fiscales, el procedimiento de déficit excesivo establece una serie de incentivos para que los países eviten y corrijan desequilibrios presupuestarios graves. En cada fase se evalúan los esfuerzos fiscales de un determinado país y las modificaciones experimentadas por el entorno económico, teniéndose en cuenta a la hora de definir nuevas actuaciones. En consecuencia, a los países se les mantiene permanentemente informados de los riesgos y costes derivados de un retraso en la adopción de medidas destinadas a preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Para mantener la credibilidad del marco de la política fiscal resulta esencial el cumplimiento estricto de sus normas y su aplicación íntegra. Con ello y con el cumplimiento de los requisitos del Consejo ECOFIN se producirán efectos positivos sobre la confianza y el crecimiento, que los planes presupuestarios pueden reforzar, si forman parte de una estrategia a medio plazo creíble y de alcance global, con especial atención a la reforma estructural del gasto.

Por último, se necesitan con urgencia reformas adicionales que reduzcan las rigideces estructurales de los mercados de trabajo y de productos, a fin de solucionar el principal problema existente en la zona del euro, en concreto, el elevado nivel de desempleo estructural. Asimismo, los esfuerzos que se realizan para poner en marcha importantes modificaciones de los sistemas sanitario y de pensiones, así como en otros ámbitos, destinadas a hacer frente al envejecimiento de la población, son de enorme trascendencia a la hora de garantizar la sostenibilidad de nuestros sistemas de Seguridad Social.

La presente edición del *Boletín Mensual* incluye dos artículos. El primero revisa la evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro, centrándose en el papel desempeñado por los intermediarios y los mercados financieros. En el segundo se ofrece una descripción general del proceso de integración de los mercados financieros actualmente en curso en 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 2 de octubre 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).

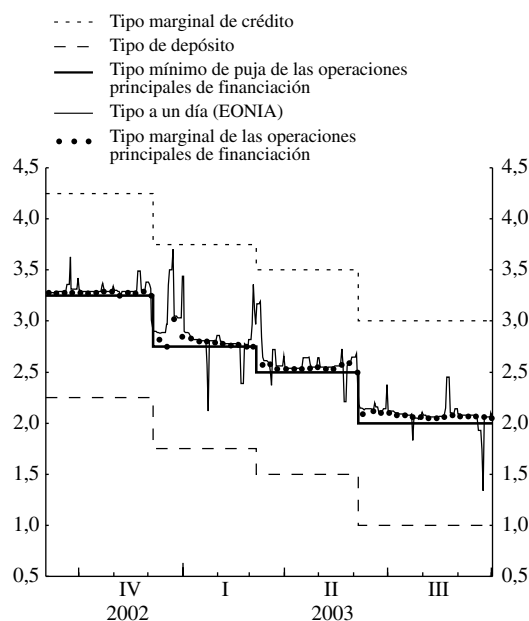
El crecimiento de M3 descendió en agosto

La evolución monetaria se moderó levemente en agosto del 2003 y, en consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 disminuyó hasta el 8,2% en dicho mes, desde el 8,6% en el mes precedente (véase gráfico 2). La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales de M3 se situó en el 8,4% en el

Gráfico 1

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

(en porcentaje; datos diarios)

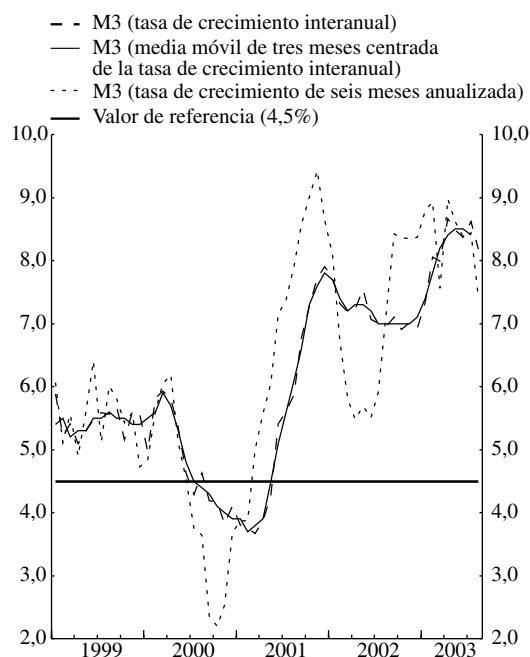


Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 2

Crecimiento de M3 y valor de referencia

(ajustados de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

período comprendido entre junio y agosto del 2003, en comparación con el 8,5% alcanzado en el período de mayo a julio del 2003.

Aunque la evolución mensual es volátil y no se le debe dar demasiada importancia, la moderada dinámica monetaria de agosto podría apuntar a que se ha producido cierta reestructuración de carteras, desde el dinero hacia activos financieros a más largo plazo, en un entorno de mejores condiciones en los mercados financieros. Será necesario estar pendientes de si la tendencia observada últimamente se confirma en los próximos meses. En cualquier caso, la liquidez sigue siendo muy amplia y, en la actualidad, en la zona del euro hay bastante más de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Si se considera el actual entorno de débil crecimiento económico de la zona del euro, la acumulación de un exceso de liquidez no es motivo de preocupación. No obstante, si persistiera en una época de acusado fortalecimiento de la actividad económica, este exceso de liquidez podría provocar presiones inflacionistas a medio plazo. Por consiguiente, la

Recuadro I

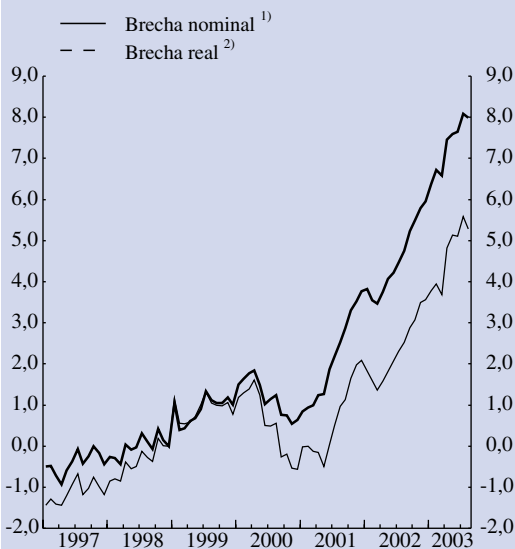
¿Qué podría suceder con el exceso de liquidez acumulado en la zona del euro?

Holgada situación de liquidez en la zona del euro

A lo largo de los últimos años, M3 ha crecido sustancialmente por encima del valor de referencia del 4,5% establecido por el Consejo de Gobierno del BCE y que se define como la tasa de crecimiento interanual de M3 compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. A consecuencia del fuerte crecimiento de M3, existe actualmente en la economía de la zona del euro un significativo exceso de liquidez, por encima de la que sería necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista. Este hecho puede ilustrarse mediante la construcción de medidas de brechas monetarias, que muestran, a lo largo de una serie de años, las desviaciones acumuladas del crecimiento de M3 con respecto a su valor de referencia. La medida utilizada para la brecha monetaria nominal representada en el gráfico se refiere a la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento de este agregado monetario amplio igual a su valor de referencia (4,5%). En el gráfico se utiliza como período base diciembre de 1998, el mes anterior al comienzo de la política monetaria única. La brecha monetaria real muestra la diferencia entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal de M3 igual al valor de referencia y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios, de nuevo utilizando diciembre de 1998 como período base. Este último indicador toma en consideración el hecho de que una parte del exceso de liquidez que se ha venido acumulando a lo largo de los últimos años ha sido absorbida por unos niveles de precios más elevados, como consecuencia de las desviaciones al alza con respecto al objetivo de estabilidad de precios que han experimentado las tasas de inflación. Por este motivo, la medida de la brecha monetaria real sugiere un menor volumen de exceso de liquidez. Si bien la elección de un período base para la construcción de estos indicadores es bastante arbitraria, existe una evidencia clara de que, en los dos últimos años, se han acumulado unos volúmenes de exceso de liquidez muy importantes (véase gráfico).

Estimaciones de las brechas monetarias nominal y real

(en porcentaje del saldo de M3)



Fuente: BCE.

- 1) Desviación del saldo efectivo de M3 con respecto al nivel compatible con un crecimiento monetario al valor de referencia, tomando diciembre de 1998 como período base.
- 2) Brecha monetaria nominal menos desviación de los precios de consumo con respecto al nivel compatible con la definición de estabilidad de precios, tomando diciembre de 1998 como período base.

Este último indicador toma en consideración el hecho de que una parte del exceso de liquidez que se ha venido acumulando a lo largo de los últimos años ha sido absorbida por unos niveles de precios más elevados, como consecuencia de las desviaciones al alza con respecto al objetivo de estabilidad de precios que han experimentado las tasas de inflación. Por este motivo, la medida de la brecha monetaria real sugiere un menor volumen de exceso de liquidez. Si bien la elección de un período base para la construcción de estos indicadores es bastante arbitraria, existe una evidencia clara de que, en los dos últimos años, se han acumulado unos volúmenes de exceso de liquidez muy importantes (véase gráfico).

Motivos que determinan la acumulación de liquidez

Así pues, surge la cuestión de qué sucederá con estos elevados volúmenes de exceso de liquidez. A este respecto, los motivos que determinan la acumulación de liquidez pueden proporcionarnos unas indicaciones preliminares. En primer lugar, la actual situación de liquidez holgada en la zona del euro se debe, en buena medida, a desplazamientos de cartera anteriores, la mayoría de los cuales tuvo lugar entre mediados del año 2001 e inicios del 2003, en un contexto de elevada volatilidad de los mercados de renta variable y de continua caída de las cotizaciones

bursátiles. En líneas generales, cabría esperar que estos fondos aparcados se reasignen a inversiones en activos reales o financieros a más largo plazo, una vez que se reduzca la incertidumbre en los mercados financieros. En segundo lugar, el reducido nivel de los tipos de interés y, por tanto, de los costes de oportunidad de M3 ha favorecido el mantenimiento de fondos líquidos. Una parte de estos fondos podría utilizarse en el futuro para la realización de transacciones. Por último, también parece haber contribuido el aumento del ahorro por motivo de

precaución, a la vista de las inciertas perspectivas económicas y de empleo. Cabe esperar que esta parte de los saldos monetarios acumulados se reasigne a inversiones en activos reales o financieros a más largo plazo, o bien se utilice para la realización de gasto, una vez que mejoren las perspectivas de empleo.

Es difícil identificar los saldos mantenidos para cada una de estas tres finalidades, puesto que, obviamente, los agentes económicos no «asignan» las distintas partes de sus saldos monetarios en función de estos motivos. Además, cabe suponer que la utilización de activos líquidos depende de la situación económica subyacente, de modo que, por ejemplo, los activos líquidos mantenidos inicialmente por motivos de cartera podrían utilizarse para la realización de transacciones tras una mejora de las perspectivas económicas. En el resto del presente recuadro se describen con un mayor grado de detalle los posibles efectos macroeconómicos que se derivarían de los diferentes usos del exceso de liquidez acumulado.

Efectos macroeconómicos de los posibles usos del exceso de liquidez

Como se indicó anteriormente, una posibilidad es que parte del exceso de liquidez acumulado se invierta en activos financieros a más largo plazo, en acciones y participaciones o en valores distintos de acciones, ya sea de forma directa o indirecta a través de fondos de inversión. Si el sector distinto de las IFM en su conjunto reasignara su cartera, el sector IFM residente o los agentes no residentes en la zona del euro deberían actuar como contrapartidas. Si esto sucediera, el exceso de liquidez se contraería. Aunque esta disminución reduciría la preocupación acerca de la estabilidad de precios, el reajuste de las carteras podría, en determinadas circunstancias, afectar a los precios de los activos. No obstante, su posterior influencia sobre el gasto (a través del efecto riqueza o de una posible mejora de las condiciones de financiación) debería ser limitada. La rapidez con la que un cambio de orientación de los desplazamientos de cartera podría dar lugar a un descenso del exceso de liquidez depende de manera crucial de si el ajuste del comportamiento inversor del sector privado distinto de las IFM sólo afecta a sus nuevos ahorros o incluye también los saldos vivos de los diferentes componentes de su cartera de inversión. Dada la elevada liquidez de las carteras, el cambio de orientación de los anteriores desplazamientos de cartera podría con facilidad estar relacionado tanto con los nuevos ahorros como con los ajustes de nivel. Así pues, en principio, la contracción del exceso de liquidez podría ser relativamente pronunciada. Sin embargo, la experiencia de los últimos meses, en los que la reasignación de fondos líquidos a la renta variable ha sido limitada, indica que el ajuste también podría ser bastante lento. Una explicación de este comportamiento podría ser que los hogares muestran ahora una mayor reticencia a invertir en los mercados bursátiles, como consecuencia de las importantes pérdidas sufridas en dichos mercados desde mediados del año 2000 hasta comienzos del 2003.

Una alternativa a la inversión del exceso de liquidez en activos financieros consiste en la adquisición de bienes inmuebles. En este caso, son de aplicación básicamente las mismas consideraciones que en el anterior. No obstante, dado que es muy alta la probabilidad de que los bienes inmuebles se negocien entre residentes distintos de las IFM, parece poco probable que se reduzca el exceso de liquidez (éste podría incluso aumentar si se suscriben nuevos préstamos para financiar la compra de vivienda), mientras que lo más probable sería un efecto positivo sobre el precio de la vivienda, el cual, a su vez, podría también influir sobre el gasto mediante el efecto riqueza.

Asimismo, el exceso de liquidez podría dar lugar directamente a un gasto mayor, sobre todo una vez que la recuperación económica cobre impulso. Aunque esta posibilidad es obvia en el caso de la fracción del exceso de liquidez acumulado mantenida por motivos de transacción, una parte de los saldos monetarios que obedecen a motivaciones especulativas o de precaución también podría convertirse, en el transcurso del tiempo, en saldos con finalidad de transacción. Dado que lo más probable es que el sector privado distinto de las IFM incremente, fundamentalmente, su demanda de bienes y servicios producidos dentro de la zona del euro, el aumento resultante del gasto agregado no sólo contribuiría a una gradual absorción del exceso de capacidad productiva en la economía de la zona, sino que también representaría un riesgo a medio plazo para la inflación, medida por el IAPC.

Por último, no puede descartarse por completo que la actual situación de liquidez abundante sea, en cierta medida, el reflejo de una modificación de la demanda de dinero por parte de los agentes económicos, esto es, de un incremento del nivel deseado de saldos monetarios. Tal cambio estructural de la demanda de dinero implicaría que las medidas de la brecha monetaria están, en la actualidad, sobrestimando el exceso de liquidez existente en la zona del euro. No obstante, es difícil la identificación de los factores que podrían haber inducido dicho desplazamiento al alza de la demanda de dinero en los dos últimos años (por ejemplo, existe escasa evidencia de que determinadas innovaciones financieras o modificaciones del tratamiento impositivo de instrumentos financieros concretos hayan incrementado el atractivo de los saldos monetarios durante este período). En consecuencia, es poco probable que una gran parte del exceso de liquidez pueda atribuirse a dicho cambio estructural.

Conclusiones

En resumen, el hecho de que el exceso de liquidez existente en la zona del euro origine o no presiones inflacionistas depende de la finalidad que se dé a dicho exceso de liquidez. Si la mayor parte de los saldos monetarios acumulados se reasignan a inversiones en los mercados de acciones o de valores distintos de acciones a plazo más largo antes de que la actividad económica se intensifique de manera significativa, entonces disminuirán los motivos de preocupación sobre las perspectivas inflacionistas, aunque los precios de los activos podrían aumentar con más fuerza. Sin embargo, si en el momento en que tenga lugar un crecimiento económico vigoroso siguiera existiendo un considerable exceso de liquidez, aumentará entonces la probabilidad de que dicho exceso se utilice para realizar transacciones, de forma que la mayor demanda agregada resultante podría representar riesgos inflacionistas a medio plazo.

La evolución reciente no nos permite evaluar aún qué utilización del exceso de liquidez predominará en el futuro. A pesar de la tendencia hacia la normalización de la situación de los mercados bursátiles y de la relajación de las tensiones geopolíticas en los últimos meses, la reasignación de carteras a inversiones en los mercados de acciones y en fondos de renta variable ha continuado siendo limitada. Además, la evolución de los mercados de renta fija durante la mayor parte del año en curso podría haber reducido asimismo, al menos de manera transitoria, el atractivo de las inversiones en activos de renta fija a más largo plazo. En conjunto, el presente análisis confirma la necesidad de llevar a cabo una estrecha vigilancia de la evolución del exceso de liquidez y de sus usos factibles, a fin de detectar posibles presiones inflacionistas y de tomar las adecuadas medidas de política monetaria en el momento oportuno.

magnitud de los cambios de sentido de las reestructuraciones de cartera efectuadas anteriormente y la posibilidad de que el exceso de liquidez se traslade al gasto agregado en momentos de mayor crecimiento económico son factores que deben ser objeto de atento seguimiento (véase recuadro 1).

En cuanto a los principales componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 aumentó hasta el 11,8% en agosto, desde el 11,6% observado en julio (véase cuadro 1). De los componentes de este último agregado, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se situó en el 28,8%, frente al 30,3% en el mes precedente. La dinámica a corto plazo del efectivo en circulación se mantuvo relativamente vigorosa, y continuó re-

flejando el proceso de reposición a niveles previos de las tenencias de efectivo, tanto dentro como fuera de la zona del euro, tras la introducción de la moneda única. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista aumentó hasta el 9,3% en agosto, desde el 8,9% alcanzado en el mes anterior. Es probable que la persistencia de la intensa evolución de este tipo de depósitos esté relacionada, principalmente, con el reducido nivel 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 5,5% en agosto, desde el 5,8% en julio, como consecuencia de la disminución de la tasa de variación interanual de los depósitos hasta dos años, hasta el -1,9%, desde el -1,1%

Cuadro I

Cuadro resumen de variables monetarias de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; medias trimestrales; datos ajustados de efectos de calendario y estacionales)

	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 May	2003 Jun	2003 Jul	2003 Ago
M1	8,8	10,3	11,4	11,4	11,4	11,6	11,8
<i>Del cual:</i> Efectivo en circulación	12,9	39,1	35,7	34,3	31,9	30,3	28,8
<i>Del cual:</i> Depósitos a la vista	8,1	6,6	8,1	8,3	8,5	8,9	9,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	4,9	4,4	5,4	5,9	5,6	5,8	5,5
M2	6,7	7,1	8,2	8,5	8,4	8,5	8,5
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	8,5	10,5	9,8	8,7	8,5	9,1	6,3
M3	7,0	7,6	8,4	8,5	8,4	8,6	8,2
Pasivos finan. a más largo plazo (excl. capital y reservas)	5,2	5,0	5,2	5,2	5,2	5,5	5,6
Crédito a residentes en la zona del euro	4,1	4,2	4,7	5,0	4,8	5,3	5,4
Crédito a las Administraciones Públicas	2,0	2,1	3,5	4,3	3,6	4,6	4,8
<i>Del cual:</i> Préstamos a las Administraciones Públicas	-1,2	-1,2	-0,5	-0,2	-0,4	0,8	1,4
Crédito a otros residentes en la zona del euro	4,7	4,8	5,1	5,2	5,1	5,5	5,5
<i>Del cual:</i> Préstamos al sector privado	4,8	4,9	4,6	4,6	4,5	4,9	5,0

Fuente: BCE.

observado en julio. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista descendió hasta el 5,5% en agosto, desde el 5,8% en julio, como consecuencia de la disminución de la tasa de variación interanual de los depósitos hasta dos años, hasta el -1,9%, desde el -1,1% observado en julio. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses aumentó de nuevo, hasta el 11,2%, frente al 11% 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 estos tipos de depósitos en los últimos meses, que ha restado atractivo a los depósitos a plazo en favor de los depósitos de ahorro.

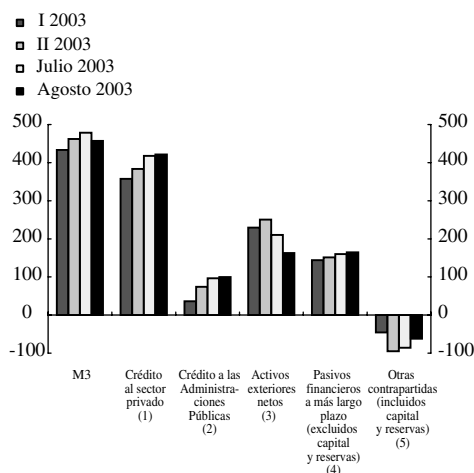
La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 cayó considerablemente, hasta el 6,3% en agosto, desde el 9,1% registrado en julio, como consecuencia de la reducción de la tasa de variación interanual de todos sus componentes, a saber, de las cesiones temporales (hasta el -2,9%, desde el 0,7% en julio), de las participaciones en fondos del mercado monetario (hasta el 15,4%, desde el 18,2% en julio), y de los valores distintos de acciones hasta dos años (hasta el -15,1%, desde el -13,7% en julio). Aunque es pronto para extraer conclusiones definitivas, esta evolución sugiere que en agosto se habría producido cierta redistribución de activos en detrimento de los activos a corto plazo, más seguros, incluidos en M3.

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 en agosto, hasta el 5,6%, desde el 5,5% en el mes anterior.

Gráfico 3

Movimientos de M3 y sus contrapartidas

(flujos interanuales, fin de período; mm de euros; datos ajustados de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

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

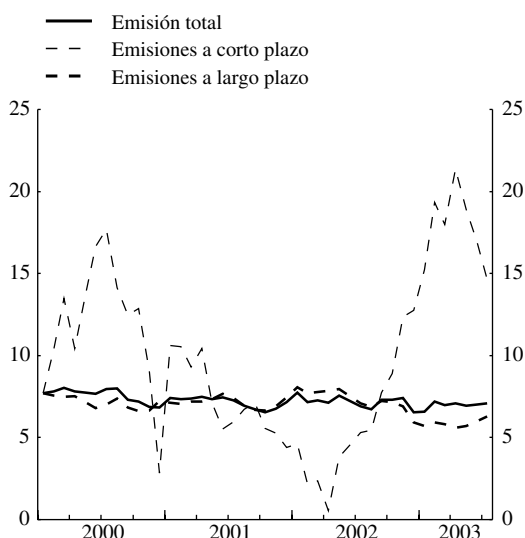
El crecimiento interanual de los préstamos al sector privado aumentó ligeramente en agosto

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 fue del 5,4% en agosto, en comparación con el 5,3% en el mes anterior. Esta evolución fue resultado del aumento de las tasas de crecimiento interanuales del crédito concedido a las Administraciones Públicas, hasta el 4,8%, frente al 4,6% en el mes precedente. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento del crédito otorgado al sector privado no experimentó variaciones, situándose en el 5,5%. De los componentes de esta última partida, la dinámica a más corto plazo de los préstamos se ha fortalecido en los últimos meses, lo que podría apuntar a una recuperación en el crecimiento de los préstamos. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado aumentó ligeramente, hasta el 5%, desde el 4,9% registrado en julio.

Gráfico 4

Detalle por plazos de los valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales)



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.

En agosto del 2003, la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro se redujo en 41 mm de euros, en cifras absolutas y sin desestacionalizar. En los doce meses transcurridos hasta agosto del 2003, los activos exteriores netos de este sector aumentaron 163 mm de euros, frente a un ascenso de 210 mm de euros en el período de doce meses que finalizó en julio del 2003, y de 251 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio del 2003. Los datos de balanza de pagos (disponibles hasta julio) muestran que el descenso observado recientemente en la posición acreedora neta frente al exterior podría ser atribuible, principalmente, al aumento de las adquisiciones de valores de renta fija extranjeros por parte de residentes en la zona, y a la venta de valores de renta fija de la zona del euro por parte de no residentes.

Estabilidad en la emisión de valores distintos de acciones en julio

La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente en julio, hasta el 7,1%, en comparación con el 7% alcanzado en junio, como resultado de un incremento de 0,3 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 6,3% en julio. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a corto plazo se redujo 2,3 puntos porcentuales en julio, hasta el 14,6% (véase gráfico 4).

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, que fue del 6,7% en julio, no experimentó variaciones con respecto al mes anterior, al tiempo que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones no denominados en euros disminuyó del 11,2% registrado en junio al 10,9% en julio.

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

Recuadro 2

Relación entre la financiación intermediada y la financiación mediante la emisión de valores de renta fija de las sociedades no financieras de la zona del euro

El sistema financiero de la zona del euro está muy influido por los bancos en el sentido de que la mayor parte de las decisiones sobre inversión y financiación de los sectores no financieros se realiza que a través de intermediarios financieros, principalmente bancos (véase el informe del BCE *Report on Financial Structures*, de octubre del 2002). No obstante, los mercados de valores han adquirido mayor importancia en los últimos años, y uno de los catalizadores de esta evolución fue la introducción del euro, que amplió las oportunidades y los incentivos de las principales empresas de la zona del euro para acceder a los mercados de renta fija privada de toda la zona, preparando el terreno para la apertura de una nueva vía de financiación que hasta entonces había sido poco importante.

Los sistemas financieros, al diversificarse, pueden mejorar la estabilidad del conjunto de flujos financieros hacia las empresas, proporcionando múltiples canales de financiación. En este recuadro se analiza hasta qué punto la aparición de un mercado de renta fija privada en la zona del euro ha ampliado las fuentes de financiación de las empresas de la zona y, por ende, si el sistema financiero está lo suficientemente diversificado como para que otros segmentos puedan tomar el relevo y proporcionar financiación, si surgen dificultades en una parte del sistema.

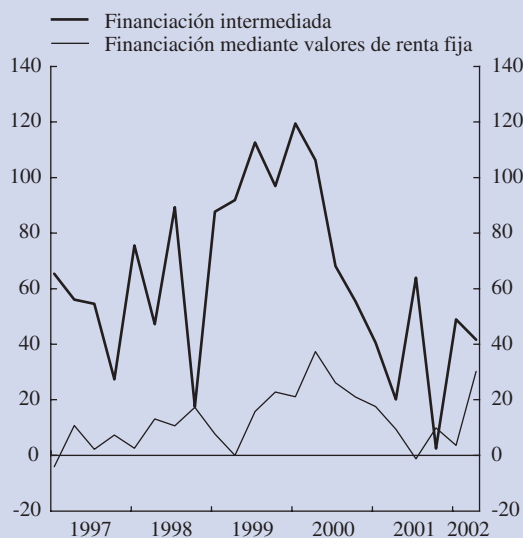
Además de en la introducción del euro, el rápido desarrollo experimentado por el mercado de renta fija privada en la zona del euro en los últimos años se ha sustentado en una serie de factores, en cierta medida, exógenos. En particular, la oleada de fusiones y adquisiciones que se produjo a finales de la década de los noventa, así como la adquisición de licencias UMTS por empresas de telecomunicaciones de la zona del euro en el año 2000, generaron importantes necesidades de financiación. A medida que el mercado se desarrolló y ganó profundidad, proporcionó a un número creciente de las principales empresas de la zona del euro la posibilidad de acceder a los mercados de renta fija para obtener financiación¹.

Aunque el crecimiento del mercado de renta fija privada ha facilitado a las empresas acceso a múltiples fuentes de financiación, ello no implica, por sí mismo, que el sistema financiero de la zona del euro sea ahora más resistente a las perturbaciones. Una posibilidad para determinar si la diversificación de las fuentes de financiación ha sido beneficiosa es verificar si, en promedio, las distintas fuentes se han compensado a lo largo del tiempo o si han avanzado en paralelo. Sólo

en el primer caso puede lograrse la estabilidad que trae consigo la diversificación. Puede efectuarse un sencillo análisis para establecer en qué medida la disponibilidad de fuentes de financiación intermediadas [definidas como los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) y las instituciones financieras no monetarias] y de fuentes basadas en el mercado (instrumentos no intermediados, principalmente renta fija privada y renta variable) aumenta la estabilidad de los flujos financieros, en el sentido de que estos recursos

Endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro

(flujos trimestrales; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

Nota: La expresión «financiación intermediada» se refiere a los préstamos concedidos por las IFM y otros intermediarios financieros, y la expresión «financiación mediante valores de renta fija» alude a la financiación obtenida por las sociedades no financieras de la zona del euro mediante la emisión de renta fija.

¹ Véase también Santillán, J., M. Bayle y C. Thygesen (2000), «The impact of the euro on money and bond markets», ECB Occasional Paper n.º 1, julio.

tienden a compensarse a lo largo del tiempo. En principio, un indicador de la existencia de una relación de sustitución entre las distintas formas de obtener fondos sería una volatilidad de ambos tipos de financiación mayor que la volatilidad del endeudamiento total. Por otra parte, si se constatará una correlación baja, o incluso negativa, entre la financiación intermediada y la no intermediada, ello sería indicativo de que las dos fuentes de financiación no se mueven, en promedio, de forma paralela a lo largo de tiempo.

En el gráfico se muestran las pautas de endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro, desagregadas por financiación intermediada y financiación mediante valores de renta fija en los últimos cinco años, a partir de las cuentas financieras trimestrales. Aunque la financiación intermediada ha sido la fuente de financiación más importante de las sociedades no financieras en el período citado, la financiación mediante valores de renta fija también ha sido considerable. Por otra parte, las distintas fuentes de financiación no parecen haber tenido una correlación muy fuerte en el período comprendido entre el cuarto trimestre de 1997 y el primer trimestre del 2003. En el cuadro figuran la volatilidad y la correlación entre los dos tipos de endeudamiento en el mismo período. La medida de la volatilidad mostrada es el coeficiente de variación². En general, al interpretar estas cifras, hay que tener en cuenta que el período para el que se dispone de datos es relativamente corto.

Volatilidad y correlación de los flujos financieros trimestrales, IV 1997 - I 2003

	Endeudamiento total	Financiación intermediada	Financiación intermediada a corto plazo	Financiación mediante valores de renta fija	Financiación mediante valores de renta fija a corto plazo
Coefficiente de variación ¹⁾	0,45	0,51	1,52	0,84	1,56
Endeudamiento total	1,00				
Financiación intermediada	0,95	1,00			
Financiación intermediada a corto plazo	0,77	0,80	1,00		
Financiación mediante valores de renta fija	0,47	0,19	0,16	1,00	
Financiación mediante valores de renta fija a corto plazo	0,21	-0,02	0,09	0,76	1,00

Fuente: Estimaciones del BCE.

1) Desviación típica dividida por la media.

Según se muestra en el cuadro, las medidas de la volatilidad de la financiación intermediada y de la financiación mediante valores de renta fija son más elevadas que las del endeudamiento total. Además, los resultados de la correlación contemporánea sugieren que, en promedio, la financiación intermediada y la financiación mediante valores de renta fija no se han comportado del mismo modo en el período transcurrido entre el cuarto trimestre de 1997 y el primer trimestre del 2003, dado que la correlación entre ambos tipos de endeudamiento no es especialmente elevada (0,19). La disponibilidad de múltiples fuentes de financiación es, posiblemente, más importante en lo que se refiere a la financiación a corto plazo. En este sentido, en términos trimestrales, la correlación entre la financiación a corto plazo intermediada y la financiación mediante valores de renta fija a corto plazo ha sido aún menor (0,09) que la del conjunto de financiación intermediada y mediante valores de renta fija³.

Estos resultados indican que el crecimiento del mercado de renta fija privada en la zona del euro, al actuar como complemento de la financiación mediante préstamos, ha contribuido a facilitar el acceso de las empresas al endeudamiento, aumentando sus alternativas de obtener fondos y dando así profundidad al sistema financiero.

² Esta es la desviación típica dividida por la media. Esta medida de la volatilidad permite que series de diferentes magnitudes puedan compararse con mayor facilidad que si se utilizasen las desviaciones típicas.

³ Véase también de Bondt, G. (2002), «Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence», ECB Working Paper n.º 164.

El hecho de que la financiación intermediada haya sido menos volátil que la financiación mediante valores de renta fija privada sugiere, asimismo, que los préstamos han tenido un efecto estabilizador en el endeudamiento total de la zona del euro. El comportamiento relativamente volátil de la financiación mediante valores de renta fija tiene su origen, en cierta medida, en la expansión del mercado de renta fija privada de la zona del euro durante el período considerado. Si bien dicho mercado resulta beneficioso para el sistema financiero en épocas «normales», no parece que tenga aún la capacidad de proporcionar «piezas de repuesto» en períodos de moderación de la actividad económica y de desfavorables condiciones de financiación.

En general, las IFM, que proporcionan la mayor parte de la financiación intermediada a las sociedades no financieras, siguen desempeñando un papel crucial en el sistema financiero de la zona del euro. De hecho, parece que los préstamos de las IFM fueron la alternativa para muchas empresas y, por consiguiente, el factor estabilizador de la financiación empresarial de 1997 a 2002. Por otra parte, la disponibilidad de fondos de las IFM contribuyó notablemente a la evolución observada en el mercado de renta fija privada, ya que proporcionó los «préstamos puente» necesarios a las empresas que más tarde emitieron valores de renta fija. Si bien los mercados de valores están adquiriendo mayor importancia, es poco probable que se desarrollen sin la participación de intermediarios financieros, que actúan como proveedores de «seguros» de los mercados. Además, aunque es posible que las grandes empresas hayan acudido con mayor frecuencia a los mercados de capital para obtener financiación, las pequeñas y medianas empresas, que dominan la economía de la zona del euro, siguen teniendo una fuerte dependencia de la financiación intermediada. De este modo, aunque existe cierta evidencia que demuestra que la financiación mediante la emisión de valores de renta fija privada ha cobrado mayor importancia, la financiación intermediada sigue siendo el factor estabilizador y, en consecuencia, la alternativa última para la mayor parte de las empresas de la zona del euro.

4,3% en julio, esto es, 0,6 puntos porcentuales por encima del mes anterior, como consecuencia de un aumento de la tasa de crecimiento interanual (hasta el 3% en julio, desde el 2% en junio) del saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM disminuyó 2,6 puntos porcentuales, hasta el 16,1%. En base consolidada se produjo un incremento del 7,5%, en términos interanuales, de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM, contribuyendo a un aumento de la disponibilidad de financiación a largo plazo en el balance de las IFM.

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 disminuyó 0,4 puntos porcentuales en julio, hasta el 21,6%.

De los dos subsectores, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por sociedades no financieras descendió hasta el 13,2% en julio, desde el 14,5% registrado en ju-

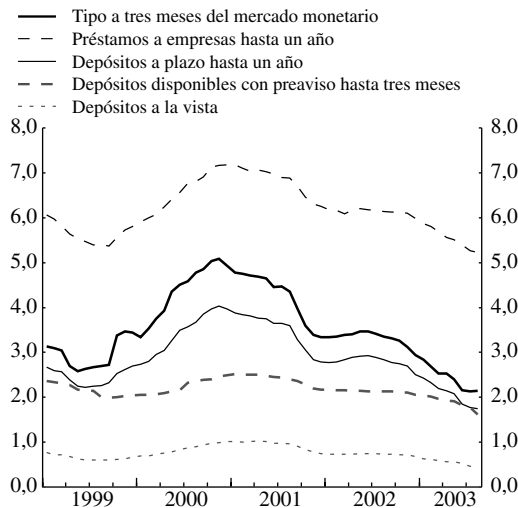
nio, interrumpiendo la tendencia al alza observada en los seis meses anteriores. No obstante, esta tasa se mantiene relativamente elevada como consecuencia de la mayor importancia adquirida por el mercado de renta fija privada en los últimos años (véase recuadro 2).

La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó ligeramente en julio, hasta el 31%, desde el 30,5% observado en junio. El crecimiento del saldo vivo de los valores emitidos por este sector ha sido bastante intenso desde junio de 1999. Las emisiones han tendido a concentrarse en unos pocos países en los que los regímenes fiscales favorecen el uso de entidades de propósito especial y de otro tipo de entidades financieras por parte de las empresas para captar capital a través del mercado de renta fija privada (véase el artículo titulado «Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro», publicado en este *Boletín Mensual*). No obstante, es posible que las instituciones financieras también opten por emitir valores distintos de acciones a través de entidades de propósito especial, y cabe destacar que las dos emisiones más impor-

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, basados, en parte, en estimaciones nacionales, y Reuters.
Nota: A partir de enero de 2001, los datos incluyen Grecia.

tantes realizadas por instituciones distintas de IFM en julio fueron titulizaciones de activos subyacentes emitidos por instituciones financieras.

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 no se modificó en julio con respecto al mes anterior, situándose en el 4,3%. Una evolución notable observada en los últimos meses ha sido el aumento de la emisión de bonos indicados con la inflación, primero en Grecia y más recientemente en Italia, emisiones que han contribuido a esta dinámica.

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. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de este tipo de valores descendió hasta el 20,2% en julio, desde el 26,9% alcanzado en el mes precedente. La actividad emisora de este sector, todavía muy elevada, tiene su origen en las elevadas necesidades de financiación de las Administraciones Locales en algunos países de la zona del euro.

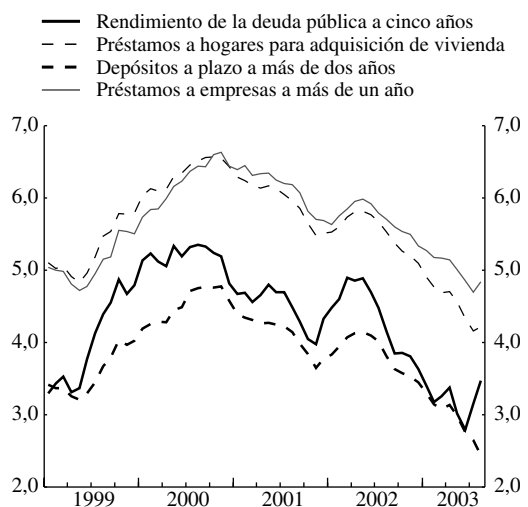
Tendencias contrapuestas de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en agosto

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela siguieron disminuyendo en agosto del 2003, retornando a los niveles más bajos observados desde enero de 1990, mes en que estos datos se facilitaron por primera vez. Los descensos registrados en los tipos de interés a corto plazo entre julio y agosto del 2003 fluctuaron entre 1 punto básico en los tipos de interés de los depósitos a la vista y 16 puntos básicos en los tipos de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses. Entre junio del 2002, mes en que la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo alcanzaron máximos históricos, y agosto del 2003, los descensos oscilaron entre unos 30 puntos básicos para el tipo de los depósitos a la vista, y aproximadamente 120 puntos básicos para el tipo de los depósitos a plazo hasta un año. Esta reducción es comparable con una disminución de alrededor de 130 puntos básicos del tipo de interés a tres meses del mercado monetario en el mismo período (véase gráfico 5).

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)

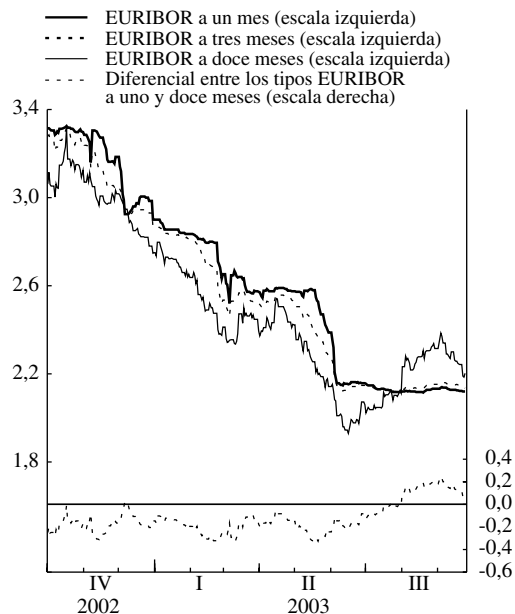


Fuentes: BCE, datos agregados de los distintos países, basados, en parte, en estimaciones nacionales, y Reuters.
Nota: A partir de enero de 2001, los datos incluyen Grecia.

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.

Todos los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela se elevaron en agosto con respecto al mes anterior, como resultado del aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo que se inició a mediados de junio. Entre julio y agosto, los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los de los créditos al consumo a hogares se incrementaron 5 y 6 puntos básicos, respectivamente, al tiempo que los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a empresas se elevaron 14 puntos básicos. No obstante, en general, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y créditos a largo plazo y los tipos de mercado comparables se estrecharon en agosto, en consonancia con el estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada que se ha estado produciendo durante el 2003, y que probablemente guarde relación, en cierta medida, con la percepción de una disminución del riesgo de crédito. En cuanto a los tipos de interés de los depósitos a largo plazo, el reciente incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo no se reflejó en un ajuste de los tipos de los depósitos, que descendieron 21 puntos básicos entre julio y agosto (véase gráfico 6).

Ligero descenso de los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más largos en septiembre

Tras el aumento observado en agosto, los tipos de interés del mercado monetario a más de tres meses descendieron levemente en septiembre. En cambio, los tipos del mercado monetario a más corto plazo no han experimentado variaciones desde principios de junio. La pendiente positiva de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, pasó a ser prácticamente plana en septiembre.

Entre finales de agosto y el 1 de octubre, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA, fluctuó entre el 2,06% y el 2,09% durante la mayor parte del tiempo, y en ese mismo período el tipo *swap* a dos semanas del EONIA osciló entre el 2,05% y el 2,09%. Los tipos marginal y medio de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situaron, en promedio, 7 y 8 puntos básicos, respectivamente, por encima del tipo mínimo de puja fijado por el Consejo de Gobierno del BCE para estas operaciones.

Los tipos EURIBOR a uno y tres meses descendieron 3 puntos básicos en el período comprendido entre finales de agosto y el 1 de octubre, fecha en la que se situaron en el 2,10% y el 2,12%, respectivamente (véase gráfico 7). Los tipos de interés marginal y medio de la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema, liquidada el 25 de septiembre, se situaron 4 y 2 puntos básicos por debajo del EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha, en el 2,10% y el 2,12%, respectivamente, 2 y 1 puntos básicos menos que en la operación de financiación a plazo más largo liquidada el 28 de agosto (véase recuadro 3).

Si bien los tipos de interés no experimentaron prácticamente variaciones a los plazos más cortos entre agosto y septiembre, los tipos a los plazos más largos de la curva de rendimientos del mercado monetario descendieron ligeramente. Los tipos EURIBOR a seis y doce meses se redujeron 11 y 20 puntos básicos, respectivamente, entre finales de agosto y el 1 de octubre, fecha en la que se situaron en el 2,09% y en el 2,12%. La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y

Recuadro 3

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

Durante el período de mantenimiento de reservas considerado, el Eurosistema ejecutó cuatro 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	27/08/2003	10/09/2003	121,93	75,00	1,63	297	2,00	2,08	2,08	-
OPF	03/09/2003	17/09/2003	185,56	140,00	1,33	316	2,00	2,07	2,08	-
OPF	10/09/2003	24/09/2003	125,76	68,00	1,85	288	2,00	2,07	2,08	-
OPF	17/09/2003	01/10/2003	177,86	150,00	1,19	331	2,00	2,07	2,08	-
OFPML	28/08/2003	27/11/2003	35,94	15,0	2,40	143	-	2,12	2,13	-

Fuente: BCE.

Los importes adjudicados en las operaciones segunda y cuarta fueron relativamente elevados, y dado que la cuantía de las pujas no aumentó proporcionalmente, los ratios de cobertura fueron, consiguientemente, menores en estas dos operaciones. Los tipos medios ponderados de las OPF se situaron en el 2,08% durante el período de mantenimiento.

Salvo por el habitual incremento en el último día hábil del mes, el tipo EONIA se redujo gradualmente del 2,1%, al comienzo del período de mantenimiento, al 2,08%, el día 16 de septiembre, fecha en la que se adjudicó la última OPF del período. El descenso del tipo EONIA fue acorde con la desahogada situación de liquidez existente durante todo el período de mantenimiento, como consecuencia de los volúmenes adjudicados en las OPF. El 23 de septiembre, último día del período de mantenimiento, el EONIA cayó con más rapidez y se situó en el nivel del 1,34%. El período de mantenimiento de reservas terminó con una situación de liquidez holgada, por lo que el recurso neto a la facilidad de depósito en el último día del período fue de 7,2 mm de euros.

La diferencia media entre los saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema y las reservas mínimas obligatorias fue de 0,64 mm de euros.

Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de agosto y el 23 de septiembre de 2003

	Inyección de liquidez	Drenaje de liquidez	Contribución neta
(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema	259,1	0,6	+ 258,5
Operaciones principales de financiación	214,0	-	+ 214,0
Operaciones de financiación a plazo más largo	45,0	-	+ 45,0
Facilidades permanentes	0,1	0,6	-0,5
Otras operaciones	-	-	-
(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario¹⁾	319,5	446,1	- 126,6
Billetes en circulación	-	391,7	- 391,7
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	54,4	- 54,4
Activos exteriores netos (incluido el oro)	315,0	-	+ 315,0
Otros factores (netos)	4,4	-	- 4,4
(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)			132,0
(d) Reservas mínimas exigidas			131,3

Fuente: BCE.

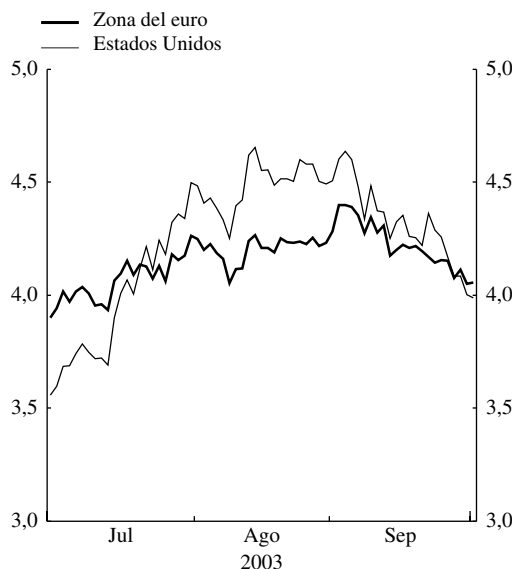
Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

1) Las estimaciones publicadas de las necesidades medias de liquidez imputables a los factores autónomos se situaron entre los 119,7 mm de euros y los 127,5 mm de euros. La desviación más importante entre la estimación publicada y la cifra efectivamente registrada se produjo en el período comprendido entre el 25 de agosto y el 2 de septiembre, y ascendió a 1,5 mm de euros.

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.

doce meses, que era de 19 puntos básicos a finales de agosto, era de sólo 2 puntos básicos, menos inclinada, el 1 de octubre.

La evolución esperada del tipo EURIBOR a tres meses, implícita en el precio de los futuros con fechas de entrega a finales del año 2003 y en el primer semestre del 2004, también experimentó una reducción en septiembre. En el período considerado, los tipos implícitos en el precio de los futuros con fechas de entrega en diciembre del 2003 y en marzo y junio del 2004 descendieron 15, 30 y 44 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse, el día 1 de octubre, en el 2,04%, el 2,02% y el 2,11%.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió en septiembre

La tendencia al alza que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo venía experimentando en los principales mercados de renta fija desde mediados de junio se invirtió en el transcurso del mes de septiembre. En Estados Unidos y en la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó 50 y 20

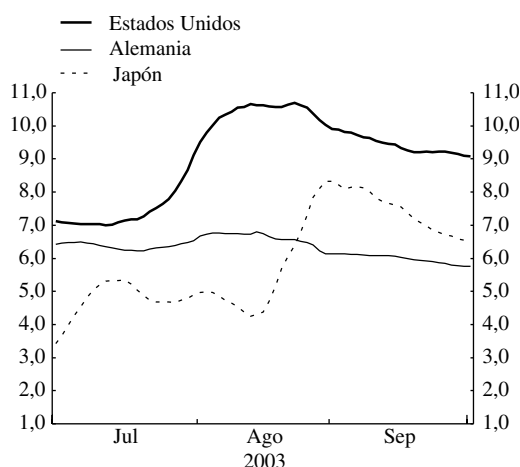
puntos básicos, respectivamente, entre finales de agosto y el 1 de octubre, fecha en la que se situó en el 4% y el 4,1%, respectivamente (véase gráfico 8). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro se tornó negativo, situándose en -10 puntos básicos el 1 de octubre.

En Estados Unidos, la disminución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo pareció reflejar, principalmente, cierta revisión a la baja de las expectativas de crecimiento y de inflación de los participantes en el mercado. Las perspectivas de crecimiento ligeramente menos favorables parecieron estar en el origen de la reducción de 45 puntos básicos del rendimiento real de los bonos a diez años iniciados con la inflación registrada entre finales de agosto y el 1 de octubre. Las revisiones a la baja se produjeron tras la publicación de datos menos optimistas sobre el empleo y la confianza de los consumidores a lo largo de septiembre. Al mismo tiempo, parece que los participantes en el mercado revisaron a la baja sus expectativas respecto a la evolución futura de la inflación, tal y como indicó el descenso de 15 pun-

Gráfico 9

Volatilidad implícita de los contratos de futuros sobre bonos alemanes a diez años, bonos del Tesoro estadounidense a diez años y bonos del gobierno japonés 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.

tos 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 indicados con la inflación, ambos a diez años, observado entre finales de agosto y el 1 de octubre.

Tras la publicación de datos macroeconómicos contradictorios, los participantes en el mercado siguieron mostrando un grado relativamente elevado de incertidumbre acerca de la evolución futura del rendimiento de la deuda pública en el mercado estadounidense. La media móvil de diez días de la volatilidad implícita de los futuros a diez años del Tesoro estadounidense se situó en el 9,1% el 1 de octubre, en torno a 1,5 puntos porcentuales por encima de su media de los dos últimos años (véase gráfico 9).

En Japón, la tendencia al alza observada en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en meses anteriores se invirtió en septiembre, cambio que pareció haber sido determinado por la inquietud de los participantes en el mer-

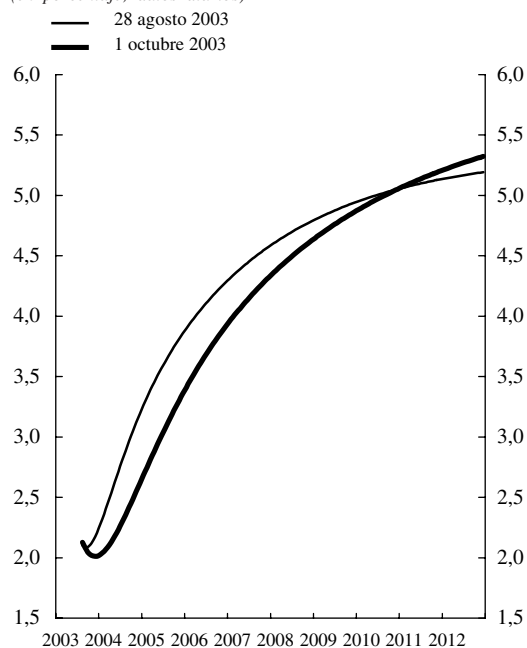
cado ante una posible apreciación del yen que podría reducir la demanda de exportaciones. El rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó alrededor de 5 puntos básicos entre finales de agosto y el 1 de octubre, fecha en la que se situó en el 1,4%. Los participantes en el mercado siguieron manifestando una elevada incertidumbre, evidenciada por el nivel de volatilidad implícita del mercado de renta fija, cuya media móvil de diez días se situó, el 1 de octubre, en torno al 6,6%, frente a la media del 3,1% registrada en los dos últimos años.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública disminuyó en septiembre en todos los plazos, especialmente en los más cortos, lo que se reflejó en un aumento de la pendiente de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día (véase gráfico 10). En cierta medida, el descenso del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro fue resultado de los efectos de contagio del mercado de renta fija estadounidense.

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 obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado, recoge las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipo *forward* se explica en la página 31 del Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos *swap*.

La reducción de 25 puntos básicos del rendimiento de los bonos a diez años indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, observada entre finales de agosto y el 1 de octubre, sugiere una leve revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de dicha zona por parte de los participantes en el mercado. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a largo plazo de los inversores de la zona no parecen haber variado, como se deduce de la estabilidad general de la tasa de inflación implícita a diez años, que se situaba en el 1,9% el 1 de octubre.

El grado de incertidumbre de los mercados de renta fija de la zona del euro, medido por la volatilidad implícita de las opciones sobre futuros de bonos alemanes a diez años, se redujo 1 punto porcentual entre finales de agosto y el 1 de octubre, fecha en la que la media móvil de diez días de la volatilidad implícita de la renta fija se situó en el 5,7%, todavía 1 punto porcentual por encima de la media de los dos últimos años.

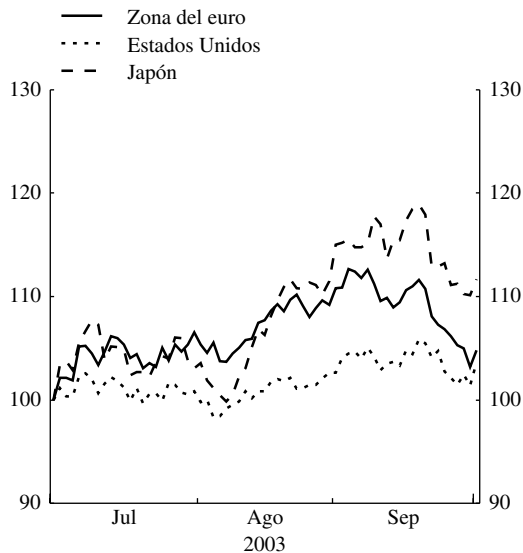
Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro bajaron en septiembre

Tras las fuertes subidas registradas en meses anteriores, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX

Gráfico 11

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

(índice: 1 julio 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.

amplio, perdieron un 4% entre finales de agosto y el 1 de octubre (véase gráfico 11). En cambio, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron un 1%, y el índice Nikkei 225 de Japón se mantuvo prácticamente sin cambios.

En Estados Unidos prosiguió el proceso de estabilización de las cotizaciones bursátiles iniciado a finales de agosto. Por un lado, varios de los principales datos económicos publicados en ese país fueron menos favorables de lo esperado por los participantes en el mercado, lo que puede haber incidido en su valoración de la solidez de la recuperación de la economía estadounidense. También influyó negativamente en las cotizaciones bursátiles la subida de los precios de la energía registrada a finales de mes, como consecuencia de la decisión de reducir la producción de petróleo, adoptada por la OPEP el 25 de septiembre de 2003. Por otro lado, el anuncio anticipado de resultados favorables por parte de empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 pareció ejercer una influencia positiva sobre el mercado de valores.

La incertidumbre del mercado de renta variable, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, creció unos 2 puntos

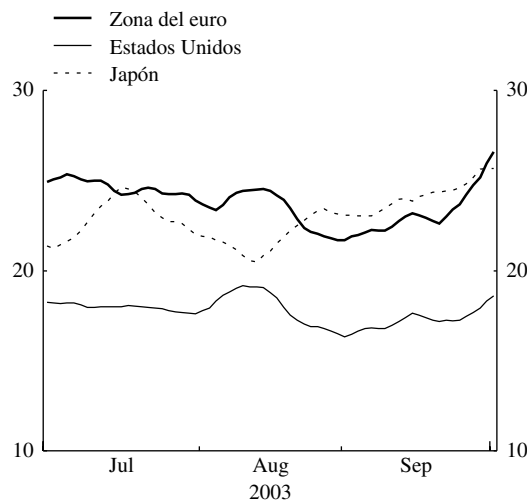
porcentuales entre finales de agosto y el 1 de octubre, fecha en la que se situó en el 19% (véase gráfico 12). Sin embargo, la volatilidad implícita del mercado de renta variable siguió manteniéndose en niveles relativamente bajos, en comparación con las cotas alcanzadas en los dos últimos años.

En Japón, tras la acusada subida registrada en meses anteriores, las cotizaciones bursátiles se estabilizaron en septiembre. La publicación de datos económicos mejores de lo esperado por los participantes en el mercado dio lugar a un mayor optimismo en torno a las perspectivas económicas del país, lo que contribuyó a sostener las cotizaciones. Sin embargo, la apreciación del yen frente al dólar, tras la reunión de los ministros de Economía del G7 del 21 de septiembre, en la que se propugnó una mayor flexibilidad de los tipos de cambio, impulsó una caída de las cotizaciones bursátiles, originada por la preocupación que suscitó en el mercado la posibilidad de que una moneda nacional más fuerte pudiera afectar en cierta medida a los exportadores japoneses. La incertidumbre del mercado de valores japonés, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita derivada de las opciones

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.

sobre el índice Nikkei 225, aumentó unos 3 puntos porcentuales entre finales de agosto y el 1 de octubre, fecha en la que se situó en el 26%, todavía por debajo de su media de los dos últimos años.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles bajaron entre finales de agosto y el 1 de octubre. La publicación de algunos datos económicos y la apreciación del euro frente al dólar parecieron tener un efecto negativo sobre las expectativas de ganancias de los participantes en el mercado. Este efecto se extendió a las cotizaciones bursátiles, que pudieron

sufrir también presiones a la baja, como consecuencia de la mayor incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura de la renta variable, tal y como puso de manifiesto la elevación de 5 puntos porcentuales de la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50 registrada durante el mismo período. Sin embargo, la volatilidad implícita permaneció muy por debajo de su media de dos años, situándose en el 27% el 1 de octubre.

2 Evolución de los precios

Se estima que la inflación medida por el IAPC se mantuvo sin cambios en el 2,1% en septiembre del 2003

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantuvo en el 2,1% en septiembre del 2003, sin cambios con respecto a la registrada en agosto (véase cuadro 2). Sin em-

bargo, esta estimación presenta, como es habitual, cierto grado de incertidumbre. Aunque no se dispone todavía de información detallada sobre el IAPC de septiembre, en la evolución de la inflación medida por dicho índice observada en ese mes parece haber influido la moderación de los precios de la energía, como resultado de la reciente apreciación del euro frente al dólar, pese a la volatilidad que

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	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes													
Índice general ¹⁾	2,1	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	1,9	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,1
<i>Del cual:</i>													
Bienes	2,5	2,3	1,7	1,3	1,8	2,0	1,5	1,5	1,4	1,6	1,6	1,7	.
Alimentos	1,4	4,5	3,1	2,3	2,2	1,9	2,5	2,3	2,4	2,9	3,0	3,1	.
Alimentos elaborados	1,2	2,9	3,1	2,9	2,6	3,1	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,0	.
Alimentos no elaborados	1,8	7,0	3,1	1,3	1,6	0,1	1,5	0,9	1,1	2,5	2,7	3,3	.
Bienes industriales	3,0	1,2	1,0	0,8	1,6	2,0	1,0	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	.
Bienes indust. no energéticos	0,5	0,9	1,5	1,3	1,2	0,7	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	.
Energía	13,0	2,2	-0,6	-0,7	2,9	7,0	1,5	2,2	0,6	1,6	2,0	2,7	.
Servicios	1,5	2,5	3,1	3,3	3,1	2,7	2,6	2,9	2,5	2,5	2,3	2,5	.
Otros indicadores de precios y costes													
Precios industriales	5,3	2,2	0,0	0,0	1,3	2,4	1,5	1,7	1,3	1,4	1,4	.	.
Costes laborales unitarios	1,3	2,6	2,2	1,9	1,5	1,9	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo	1,3	0,2	0,4	0,6	1,0	0,8	0,3	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado	2,6	2,8	2,6	2,6	2,5	2,7	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales totales por hora	2,8	3,4	3,5	3,2	3,5	2,7	2,9	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (euro/barril)	31,0	27,8	26,5	27,2	26,5	28,4	22,7	22,9	21,9	23,3	25,0	26,5	23,9
Precios de las materias primas (euros)	20,4	-8,1	-0,9	1,1	5,6	-3,2	-7,9	-6,2	-8,0	-9,6	-7,5	-5,2	-4,7

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 septiembre del 2003 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

mostraron los precios del petróleo durante el mes. Por otro lado, parece existir cierta evidencia de presiones al alza sobre los precios de los alimentos no elaborados, como consecuencia del calor y de la sequía que asolaron Europa este verano, aunque, al menos de momento, no parecen ser muy importantes.

En agosto del 2003, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó al 2,1%, frente al 1,9% registrado en julio, como resultado de la tendencia al alza de las tasas de crecimiento interanuales de los componentes más volátiles del índice, pero también del incremento de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, que pasó del 1,8% en julio al 1,9% en agosto.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados ascendió al

3,3% en agosto, desde el 2,7% observado en julio (véase gráfico 13), como consecuencia del aumento de la tasa de variación interanual de los precios de las frutas y hortalizas y, en mayor medida, de los de la carne. Como ha venido ocurriendo en los últimos años, los índices de precios de las frutas y hortalizas descendieron entre julio y agosto. Sin embargo, sus tasas de crecimiento interanuales se elevaron entre estos dos meses, toda vez que los precios bajaron menos en julio y agosto de este año que en el mismo período del año anterior, debido posiblemente a los efectos de unas condiciones meteorológicas inusuales. Tras un período de crecimiento relativamente moderado, los precios de la carne experimentaron una fuerte subida por segundo mes consecutivo, por razones que no están todavía del todo claras.

Al igual que en los dos meses anteriores, la tasa de variación interanual de los precios energéticos continuó creciendo, hasta situarse en el 2,7% en agosto, en comparación con el 2% registrado en julio. Este incremento puede atribuirse, fundamentalmente, al aumento que han ido experimentando los precios del petróleo en euros en julio y agosto, y que fue provocado por la subida de los precios del petróleo en dólares y la depreciación del euro observadas en los meses de verano.

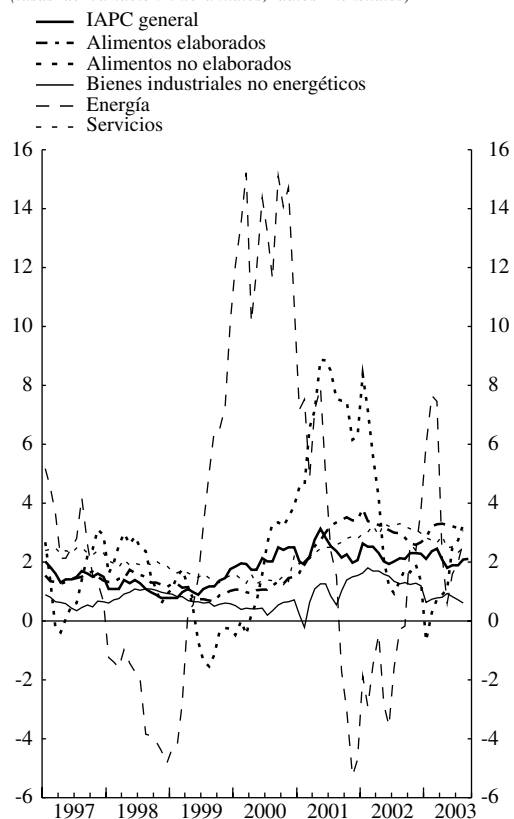
La evolución de estos componentes más volátiles está, probablemente, en el origen de la ligera tendencia al alza de la percepción de los consumidores acerca de la inflación, recogida en la última encuesta de opinión de la Comisión Europea. En el recuadro 4 se analiza con más detalle el comportamiento de este indicador en los últimos años, considerando, en particular, las posibles explicaciones del aumento que registró en el 2002.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, se elevó 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,9% en agosto, como consecuencia, principalmente, del aumento de la inflación en los precios de los servicios, que se vio compensado, sólo en parte, por la reducción de las tasas de crecimiento

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.

Recuadro 4

Evolución reciente de la percepción de los consumidores acerca de la inflación de la zona del euro

La Comisión Europea publica periódicamente un indicador de la percepción de los consumidores acerca de la inflación de la zona del euro, como parte de su encuesta de opinión. Desde la puesta en circulación de los billetes y monedas en euros, la evolución de este indicador ha generado considerable interés, dado que en enero del 2002 la percepción de la inflación empezó a desviarse de la inflación medida por el IAPC, hasta alcanzar un máximo histórico en enero del 2003. Aunque la percepción de la inflación de la zona del euro se ha moderado ligeramente en lo que va de año, se mantiene todavía en niveles altos en términos históricos. En el presente recuadro se ofrecen algunas explicaciones posibles de la evolución reciente de este indicador.

El indicador de inflación percibida elaborado por la Comisión Europea

La encuesta de opinión de la Comisión Europea formula mensualmente preguntas a cerca de 20.000 consumidores de la zona del euro sobre su percepción de la inflación, además de otras cuestiones¹. La Comisión Europea sintetiza los resultados de la encuesta como la diferencia (en puntos porcentuales) entre la proporción ponderada de encuestados que responden que los precios de consumo han subido y la proporción ponderada de los que contestan que han bajado o que se han mantenido aproximadamente igual. Así pues, el indicador se presenta en forma de «estadística de saldos» y proporciona una información cualitativa sobre el cambio de dirección de la percepción de la inflación².

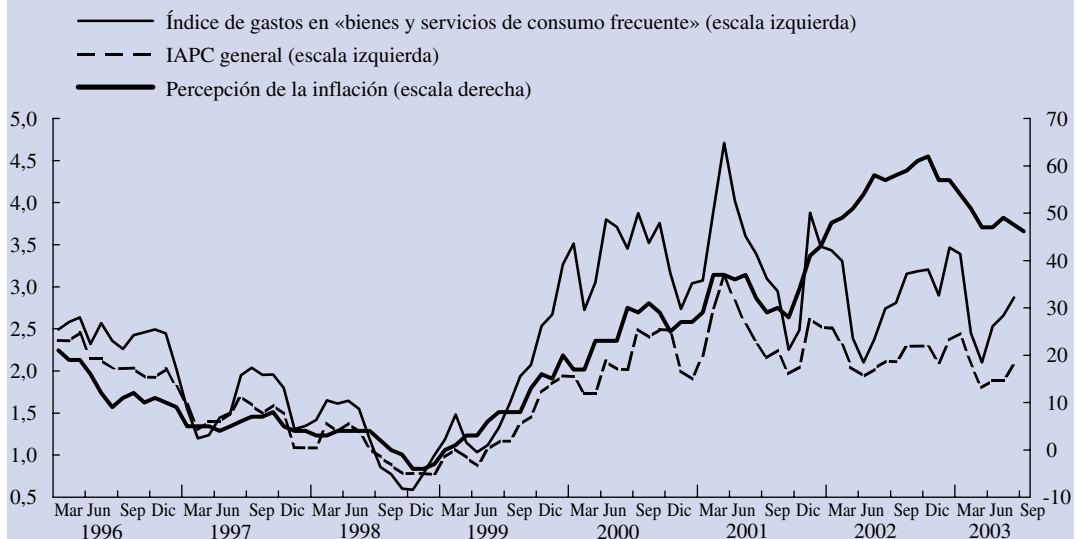
Por lo que se refiere a la inflación percibida, la encuesta pide a los encuestados que valoren la evolución de los precios de consumo en los doce últimos meses, pero no especifica ningún índice de precios en particular. El IAPC contiene información sobre los precios de casi 100 categorías distintas de productos, ponderadas para reflejar las pautas de consumo registradas en los últimos años. Sin embargo, aunque sería lógico suponer que el

¹ La encuesta contiene en total 15 preguntas. La pregunta relativa a la inflación percibida y las seis respuestas posibles son las siguientes: ¿Cómo considera que han evolucionado los precios de consumo en los doce últimos meses? 1) han subido mucho, 2) han subido moderadamente, 3) han subido ligeramente, 4) se han mantenido aproximadamente igual, 5) han bajado y 6) no sabe. Este es el formato de pregunta y posibles respuestas adoptado en mayo del 2003. Anteriormente, la pregunta se refería al coste de la vida en lugar de a los precios de consumo.

² Siendo S_i ($i = 1, 2, 3, 4, \text{ y } 5$) la proporción de consumidores que optan por cada una de las cinco respuestas, la estadística de saldos se calcula como $(S_1 + \frac{1}{2}S_2) - (\frac{1}{2}S_4 + S_5)$.

Comparación entre la percepción de la inflación (estadística de saldos de la encuesta de opinión de la CE), el IAPC general y el índice de gastos en «bienes y servicios de consumo frecuente»

(saldo neto; tasas de variación interanuales)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

encuestado medio no reúne ni procesa la misma cantidad de información que los institutos de estadística, en el pasado ha existido una relación estrecha y relativamente directa entre la percepción de los consumidores acerca de la inflación y la evolución del IAPC general de la zona del euro. Esta relación estrecha se interrumpió claramente en el 2002, tras la introducción de los billetes y monedas en euros (véase gráfico).

Posibles explicaciones de la evolución de la percepción de la inflación desde el 2002

El IAPC incluye los precios de los artículos de consumo casi diario (por ejemplo, el pan, un café en un bar o restaurante), los gastos menos frecuentes (por ejemplo, un coche), así como los gastos que se hacen regularmente por transferencia bancaria (por ejemplo, los alquileres y seguros). Podría argumentarse que la percepción de los consumidores acerca de la inflación se basa, principalmente, en los precios de la primera categoría de productos, que pueden considerarse, en general, como gastos en «bienes y servicios de consumo frecuente», es decir, como gastos «cotidianos». La cantidad de dinero que se dedica a estos gastos «cotidianos» tiende a ser relativamente baja, ya que representa, según las ponderaciones del IAPC, de un 35% a un 40% del IAPC general de la zona del euro³. El gráfico muestra la evolución del índice de gastos en «bienes y servicios de consumo frecuente», así como la del IAPC general y de la percepción de los consumidores acerca de la inflación.

La tasa de variación interanual del índice de gastos en «bienes y servicios de consumo frecuente» no presenta una correlación mucho más significativa con la inflación percibida que la inflación medida por el IAPC general en toda la muestra⁴. La percepción de aumento de la inflación, que se observó a comienzos del 2002, podría explicarse, en parte, por la inflación medida por los gastos «cotidianos», que experimentó un incremento de hasta 1,5 puntos porcentuales (del 2,5% al 4%) entre diciembre del 2001 y enero del 2002. Sin embargo, como puede apreciarse en el gráfico, la pronunciada elevación del índice de gastos en «bienes y servicios de consumo frecuente» tuvo precedentes históricos, que se debieron, probablemente, al peso relativamente alto de los precios de los componentes más volátiles del índice, es decir, los alimentos no elaborados y los combustibles. Algunos factores adicionales podrían explicar la percepción de aumento de la inflación en el conjunto del 2002. En primer lugar, en algunos países, la conversión aproximada de los precios de las monedas nacionales al euro puede haber llevado a los consumidores a percibir subidas de precios mayores de las registradas en realidad⁵. En segundo lugar, la extensa cobertura informativa sobre la evolución de los precios, que se produjo con ocasión del cambio a la moneda única, y los marcados incrementos de precios de algunos productos recogidos por Eurostat y los institutos nacionales de estadística a partir de enero del 2002 pueden haber provocado la reacción (posiblemente, exagerada) de los consumidores ante cualquier subida de precios observada. Del mismo modo, la percepción de los consumidores acerca de la inflación también podría haber sido resultado de la evolución de los precios de algunos componentes que no están incluidos en el IAPC, pero que están en el centro de la atención de los medios de comunicación y de la propia sociedad, como los precios de la vivienda. La reciente tendencia a la baja de la percepción de la inflación, que se ha venido observando en el 2003 en un contexto de tendencia al alza de la tasa de variación interanual del índice de gastos en «bienes y servicios de consumo frecuente», sugiere también la existencia de otros factores determinantes de la percepción de la inflación.

Aunque habrán influido, probablemente, factores culturales y específicos de cada país, la evolución de la percepción de la inflación ha seguido la misma pauta en la mayor parte de los países de la zona del euro. En efecto, parece existir una estrecha relación entre los momentos en los que la inflación percibida y la inflación

3 La definición de compras de «bienes y servicios de consumo frecuente» comprende los bienes de consumo no duradero y los servicios de consumo diario, es decir, alimentos, bebidas, tabaco, bienes de consumo no duradero de los hogares, servicios de transporte, combustibles, servicios de correos, hoteles, restaurantes, cafés y peluquerías.

4 Cabe observar que las diferencias entre países pueden influir de forma muy notable en estos resultados. Por ejemplo, un índice bastante similar (que incluye alimentos, energía, transporte urbano, periódicos y revistas, bares, cafés y restaurantes y servicios recreativos, deportivos y culturales), elaborado por el Banco de España, parece corresponderse muy estrechamente con la evolución de las expectativas de inflación registradas en España en el conjunto del año 2002 (véase Banco de España, Informe Anual 2002, recuadro IV.4).

5 A este respecto, países como Alemania, España y los Países Bajos parecen haber acusado más estos efectos que otros. Véase «La conversione approssimata dei prezzi in euro nelle valute nazionali e l'inflazione percepita dai consumatori», publicado en «Rapporto trimestrale ISAE», enero del 2003, pp. 118-120.

observada han alcanzado su cota máxima en cada país desde enero del 2002. En el período posterior a la puesta en circulación de los billetes y monedas en euros, los máximos registrados en la inflación observada precedieron, en general, a los máximos alcanzados en la inflación percibida. Asimismo, se aprecia que en los países en los que la inflación observada se situó relativamente pronto en su cota máxima, la inflación percibida alcanzó también su máximo nivel antes que en otros países.

Tras descender gradualmente en el primer semestre de este año, la percepción de la inflación ha mostrado un perfil más plano en los meses de verano, posiblemente como resultado de la tendencia al alza de los artículos de consumo más frecuente, en especial los precios de los alimentos no elaborados y la energía. No obstante, se espera que la percepción de la inflación vuelva a disminuir y que se aproxime más a la inflación medida por el IAPC general, a medida que el índice de gastos en «bienes y servicios de consumo frecuente» vaya registrando una evolución más moderada y que los efectos transitorios relacionados con la introducción de los billetes y monedas en euros vayan desapareciendo totalmente.

interanuales de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se situó en el 3% en agosto, 0,2 puntos porcentuales por debajo de la registrada en el mes precedente. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se incrementó un 0,6% en agosto del 2003, lo que supuso una disminución de 0,1 puntos porcentuales con respecto a julio del 2003. La evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos observada en los dos últimos meses parece estar relacionada, en gran medida, con los precios de los artículos de vestir. En los últimos años, el descenso estacional de los precios de las prendas de vestir, que se registraba en julio con ocasión de las rebajas de verano, se invertía, en parte, en agosto, cuando terminaban las rebajas en la mayor parte de los países de la zona del euro. Sin embargo, este año, los precios de los artículos de vestir apenas han experimentado cambios. En contraste con este comportamiento, la inflación en los precios de los servicios creció 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,5% en agosto. A este incremento contribuyó, principalmente, la tasa de variación interanual de los precios de las vacaciones organizadas, tras la inusual caída observada en julio, lo que podría explicarse por un posible cambio en el calendario de las vacaciones de verano, que se habría registrado en algunos países en estos dos meses.

Las presiones sobre los precios industriales siguieron siendo moderadas en julio

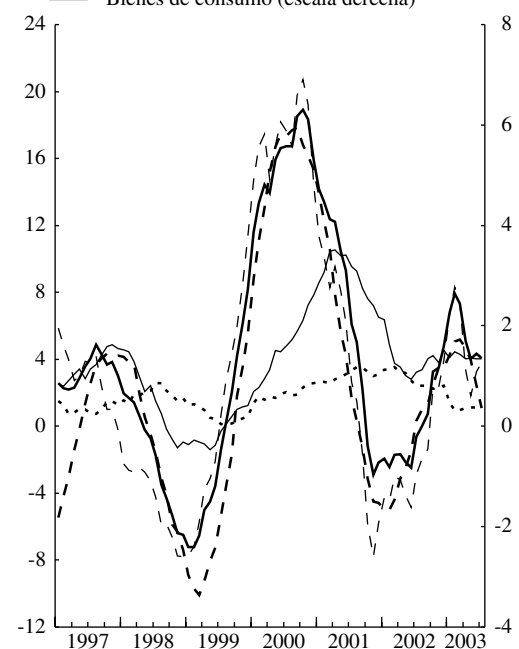
Tal y como se indicó en el anterior *Boletín Mensual*, se mantuvo la moderación de las presiones sobre los precios industriales de la

Gráfico 14

Desagregación de los precios industriales de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)

- Energía (escala izquierda)
- Industria, excluida construcción (escala derecha)
- - Bienes intermedios (escala derecha)
- ... Bienes de equipo (escala derecha)
- Bienes de consumo (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

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

zona del euro, cuya tasa de variación interanual se mantuvo sin cambios en el 1,4% en julio del 2003.

La tasa de variación del índice general de precios industriales ocultó movimientos compensatorios entre sus componentes (véase gráfico 14). La tasa de variación interanual de los precios energéticos ascendió al 3,6% en julio, como resultado del aumento de los precios del petróleo en euros observado en ese mes, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios disminuyó 0,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 0,4%, y la de los precios de los bienes de equipo se redujo 0,1 puntos porcentuales, hasta el 0,3%. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se mantuvo estable en el 1,3% por tercer mes consecutivo.

El índice de precios de la zona del euro (IPE) para el sector manufacturero, obtenido de la encuesta a los directores de compras, se elevó de 46,9 en agosto a 48,7 en septiembre del 2003, el segundo aumento consecutivo tras cuatro meses de descenso, aunque permaneció por debajo del umbral de 50 (véase gráfico 15). Ello sugiere una disminución continuada, aunque más moderada, de los precios de los consumos intermedios del sector manufacturero en los últimos meses, que debería reflejarse en el índice general de precios industriales. El menor descenso de los precios medios de los consumos intermedios es resultado, probablemente, del ascenso del índice general de precios de importación, originado por la depreciación del euro y la subida de los precios del petróleo en dólares observadas en los meses de verano.

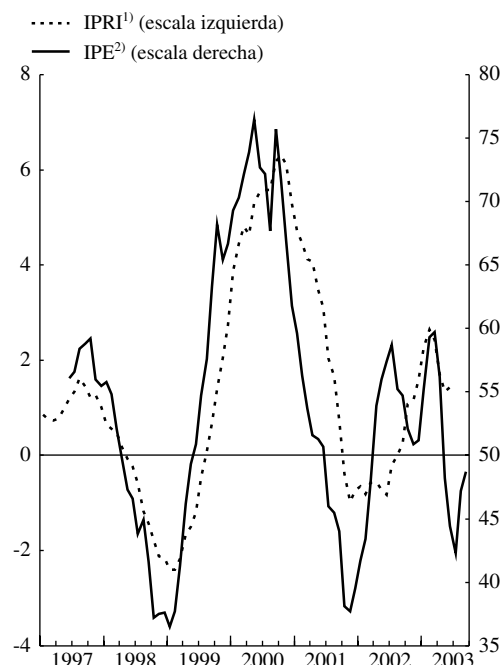
Crecimiento de los salarios algo menor en el segundo trimestre del 2003

La tasa de variación interanual del indicador de salarios negociados descendió hasta el 2,4% en el segundo trimestre del 2003, desde el 2,7% registrado en el primer trimestre del año (véase gráfico 16). Sin embargo, ello se debió, básicamente, a los efectos transitorios de un pago extraordinario efectuado en Alema-

nia a comienzos del presente año, que impulsó el crecimiento en el primer trimestre, y a los elevados incrementos salariales observados en el segundo trimestre del 2002, que contribuyeron a rebajar la tasa de crecimiento interanual en el segundo trimestre de este año. Teniendo en cuenta estos factores, el crecimiento de los salarios negociados se mantuvo, en general, estable en el primer semestre del 2003.

La evidencia por países sugiere que la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales en el segundo trimestre del 2003, con respecto al 2,7% observado en el primer trimestre, lo que respaldaría la opinión de que el aumento observado en el primer trimestre se

Gráfico 15
Precios industriales y de los consumos intermedios del sector manufacturero en la zona del euro
(datos mensuales)



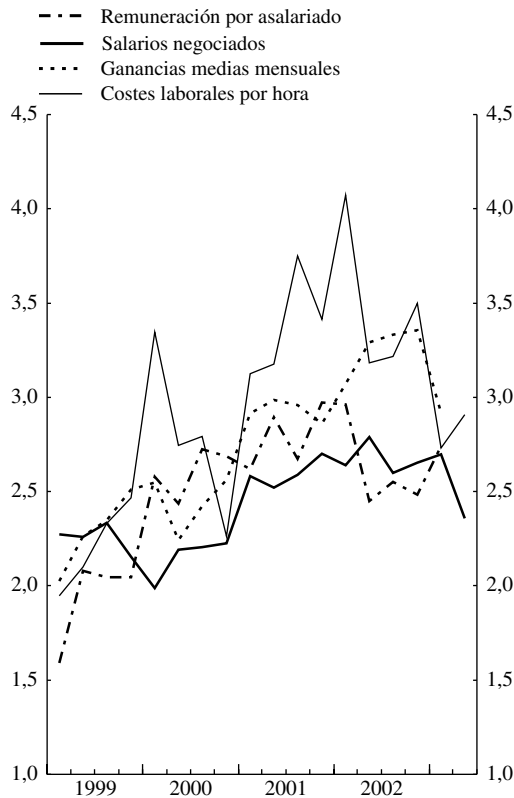
Fuentes: Eurostat y Reuters.

- 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.

debió, principalmente, a factores transitorios y no sería señal de un incremento de las presiones salariales a comienzos del 2003. En conjunto, la evidencia más reciente tiende a confirmar la anterior valoración de que el crecimiento de los costes laborales se ha ido estabilizando a lo largo del año 2002 y que se ha mantenido prácticamente en los mismos niveles desde entonces.

En contraste con la evolución de los demás indicadores de costes laborales, los costes laborales por hora de la zona del euro en el sector de empresas no agrarias crecieron un 2,9%, en tasa interanual, en el segundo trimestre del 2003, en comparación con el 2,7% registrado en el primer trimestre. Sin embargo, dada la elevada volatilidad de este indicador, no debería atribuirse una importancia excesiva a esta ligera tendencia al alza. Si se considera la evolución de este indicador desde una pers-

pectiva a más largo plazo, el crecimiento medio de los costes laborales por hora en el primer semestre del 2003 ha disminuido (en torno a 0,6 puntos porcentuales) en relación con las tasas medias de crecimiento observadas en el 2001 y 2002, lo que se corresponde más con la imagen general de un crecimiento salarial ligeramente más bajo, sugerida por los demás indicadores de costes laborales (véase cuadro 2).

Tras la acusada reducción experimentada en el transcurso del 2002, el crecimiento de los costes laborales unitarios se elevó 0,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,9% en el primer trimestre del 2003, reflejo de un mayor crecimiento de la remuneración por asalariado y del descenso cíclico del crecimiento de la productividad del trabajo. El crecimiento interanual de los costes laborales unitarios registrado en el primer trimestre permanece claramente por debajo de la tasa media de crecimiento observada en el 2001 y 2002.

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

La inflación medida por el IAPC debería seguir oscilando en torno al 2% en lo que queda de año. Como se señalaba en el *Boletín Mensual* de septiembre, a corto plazo, la inflación medida por el IAPC podría mostrar cierta volatilidad, como consecuencia, entre otros factores, de nuevas subidas de precios relacionadas con las malas condiciones meteorológicas de este verano, del reciente anuncio de aumento de los impuestos en algunos países y de la volatilidad de los precios del petróleo. Sin embargo, en general, la situación no ha cambiado.

De cara al futuro, las tasas de inflación interanuales deberían descender por debajo del 2% en el 2004, para estabilizarse, posteriormente, en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Esta expectativa se basa en el supuesto de que se mantenga la moderación salarial, en un contexto de recuperación económica gradual.

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

Estancamiento de la actividad económica en el primer semestre del 2003

Según la primera estimación de Eurostat de las cuentas nacionales de la zona del euro, el crecimiento del PIB real de la zona fue del -0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2003. La tasa de crecimiento intertrimestral del trimestre anterior se revisó a la baja en 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en cero (véase cuadro 3). La estimación para el segundo trimestre es, por lo tanto, ligeramente inferior a la del avance publicado a mediados de agosto (que apuntaba a un crecimiento intertrimestral nulo); sin embargo, se mantiene el panorama de estancamiento de la actividad económica en el primer semestre del 2003.

El leve descenso registrado en el crecimiento del PIB real entre el primer y el segundo trimestre del 2003 refleja una evolución opuesta a la de las contribuciones al crecimiento de la demanda interna y de la demanda exterior neta, que,

en gran medida, se contrarrestaron entre sí. Más concretamente, la contribución de la demanda interna se redujo en 0,4 puntos porcentuales, hasta el 0,1%, mientras que la aportación de la demanda exterior neta se elevó 0,3 puntos porcentuales, aunque siguió siendo negativa (-0,2%).

En cuanto a los componentes de la demanda interna, la contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB disminuyó 0,4 puntos porcentuales, y fue nula. Esta disminución coincide con las expectativas anteriores relativas a que la aportación especialmente intensa del primer trimestre se revisaría a la baja o se cancelaría en el segundo trimestre. La contribución de la demanda interna, excluida la variación de existencias, apenas registró cambios, con un crecimiento mayor del consumo público y un descenso más moderado de la formación de capital fijo, que compensaba el menor avance del consumo privado. Se esperaba una desaceleración del crecimiento del consumo privado debido a las incertidumbres de carácter geopolítico y económico exis-

Cuadro 3

Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

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

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

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.

tentes en el primer semestre del año. La contribución algo menos negativa de la demanda exterior neta en relación con el primer trimestre refleja un ligero descenso del crecimiento de las importaciones y una reducción menor de las exportaciones. Aunque el crecimiento de las exportaciones siguió siendo negativo, está en consonancia con las expectativas anteriores de que los efectos positivos de una mayor demanda exterior sobre las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro se manifestarían a partir del segundo trimestre. El hecho de que el total de las exportaciones (tanto dentro de la zona del euro como hacia países no pertenecientes a ella) continuara disminuyendo está en consonancia con el efecto moderador de la débil demanda interna sobre las exportaciones entre países de la zona.

El avance de la producción industrial (excluidas la construcción y la energía) registrado en julio es reflejo de un crecimiento intermensual positivo en las tres ramas de actividad principales, con contribuciones especialmente favorables de los bienes de equipo y de los bienes de consumo duradero. El crecimiento de los bienes de equipo fue el mayor registrado el año pasado, en línea con las mejores perspectivas de inversión. El período de tres meses comprendido entre mayo y julio del 2003 sigue mostrando tasas de crecimiento negativas en todas las ramas de actividad principales en comparación con las tasas del período de febrero a abril del 2003, lo que es consecuencia, principalmente, de las fuertes caídas observadas en mayo. A partir de agosto también es probable que se ponga de manifiesto una mejora de la tasa de crecimiento intertrimestral.

Probabilidad de que la producción industrial haya crecido en el tercer trimestre del 2003

Según Eurostat, la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) aumentó un 1%, en términos intermensuales, en julio del 2003 (véase cuadro 4), tras el crecimiento nulo registrado en el mes de junio (revisado al alza desde el -0,1%). El incremento de julio se debió, principalmente, al fuerte crecimiento de la producción en Alemania, atribuible, en parte, a un cambio en los factores estacionales, si bien aún no hay indicios claros de una recuperación sólida y generalizada.

Los datos procedentes de las encuestas de opinión apuntan a una mejora en la industria

De acuerdo con las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial aumentó ligeramente en agosto y septiembre del 2003 (véase cuadro 5). Este aumento se debió a una acusada mejora de las expectativas de producción y a un empeoramiento de la valoración de existencias, mientras que la valoración de la cartera de pedidos actual se mantuvo prácticamente sin cambios. La mejora de la confianza industrial

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

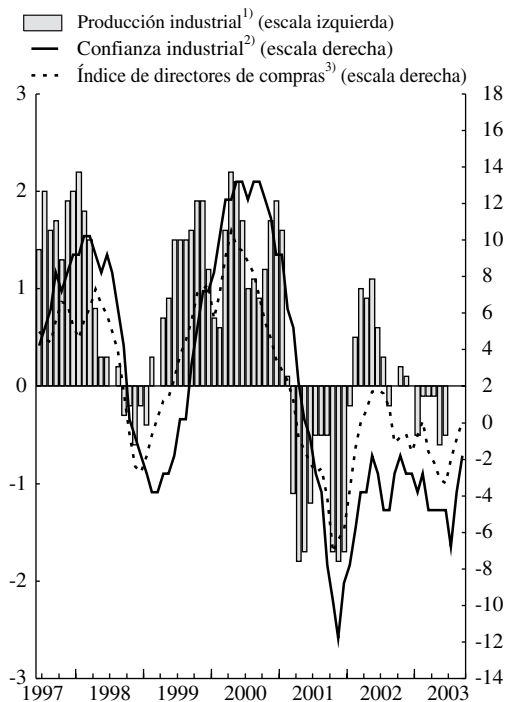
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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».

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) Manufacturas; tasas de variación intertrimestrales; datos desestacionalizados y ajustados por 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.

fue generalizada en todas las principales ramas de actividad. Para el tercer trimestre del 2003, el indicador de confianza industrial señaló una evolución más favorable en el sector industrial, tras seguir una trayectoria opuesta en los dos primeros trimestres del año.

El índice de directores de compra presenta un panorama similar (véase gráfico 17). Más concretamente, este índice aumentó en septiembre por tercer mes consecutivo, apuntando a una expansión de la producción manufacturera por primera vez desde marzo del 2003. El índice de directores de compras mejoró marcadamente en el tercer trimestre del 2003, tras la fuerte caída registrada en el trimestre anterior. En lo que se refiere a los índices de sus componentes, tanto los nuevos pedidos como los cambios en la producción aumentaron fuertemente en septiembre por ter-

cer mes consecutivo. En términos trimestrales, la evolución de ambos componentes es coherente con la opinión de que es posible que la producción manufacturera haya vuelto a lograr tasas de crecimiento positivas. Las existencias de productos adquiridos se redujeron ligeramente en septiembre, y permanecieron prácticamente estables en el tercer trimestre, indicando un nuevo descenso de las compras de materias primas por parte de las empresas manufactureras, las cuales puede que aún estén inmersas en un proceso de reducción de costes.

En general, los datos disponibles hasta septiembre apuntan a una nueva mejora del sector industrial durante el verano, lo que indica que, tras la caída experimentada en el segundo trimestre, el crecimiento de la producción industrial puede haberse acelerado en el tercer trimestre. Los datos de la encuesta relativos a los servicios también mejoraron en septiembre, continuando la recuperación observada desde la primavera del 2003.

Los datos más recientes señalan un moderado crecimiento del consumo privado en el tercer trimestre del 2003

Los datos procedentes de las encuestas y de otros indicadores a corto plazo del gasto de los hogares sugieren que, en el tercer trimestre del 2003, podría producirse una recuperación moderada del crecimiento del consumo privado. Las ventas del comercio al por menor aumentaron ligeramente en junio del 2003 —un 0,1%, en tasa intertrimestral—, tras haber descendido un 0,9% en mayo del 2003. No obstante, la evolución de mayo y junio sólo compensó parcialmente el fuerte incremento registrado en abril. Por lo tanto, el crecimiento intertrimestral de las ventas al por menor siguió siendo positivo en el segundo trimestre del 2003 (0,1%), aunque fue sensiblemente menor que en el trimestre anterior (0,7%). La falta de señales de una clara recuperación del gasto en consumo en varios países de la zona del euro hasta el mes de julio puede que denote una débil contribución de las ventas al por menor al crecimiento del consumo privado al comienzo del tercer trimestre del 2003. Las matriculaciones de automóviles se redujeron en agosto un 0,3% en tasa intermensual, tras un ligero incremento en julio y un fuerte avance en junio. Con

Cuadro 5

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

(datos desestacionalizados)

	2000	2001	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
				IV	I	II	III	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
Índice de clima económico ¹⁾	2,5	-3,0	-1,5	-0,1	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,4	0,4
Indicador confianza consumidores ²⁾	12	6	0	-3	-8	-8	-6	-8	-9	-8	-7	-6	-6
Indicador confianza industrial ²⁾	12	-2	-4	-3	-4	-5	-4	-5	-5	-5	-7	-4	-2
Indicador confianza de la construcción ²⁾	16	10	2	-1	1	0	-1	1	0	-1	1	-2	-2
Indicador confianza comercio al por menor ²⁾	5	0	-9	-8	-10	-8	-6	-10	-6	-7	-5	-7	-5
Indicador confianza de los servicios ²⁾	11	-4	-18	-23	-25	-21	-14	-22	-21	-20	-16	-13	-12
Indicador de clima empresarial ³⁾	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4
Utiliz. de la capacidad productiva (%)	84,5	82,9	81,4	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 periodos 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 periodo 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.

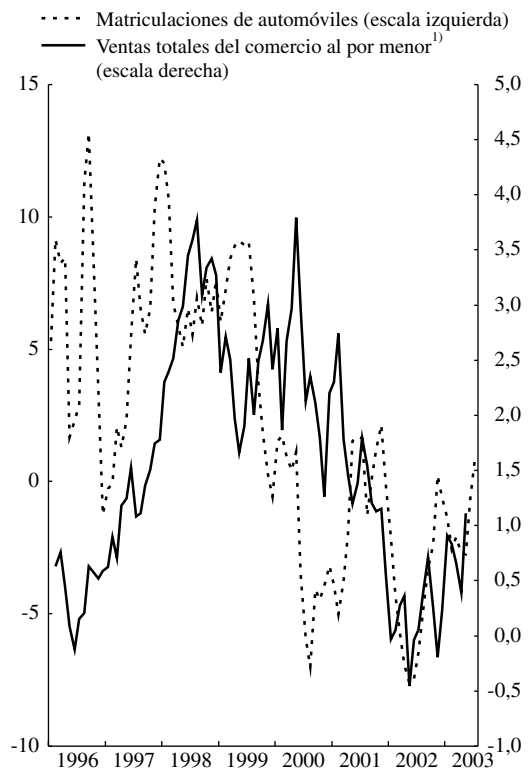
todo, en términos de medias móviles de tres meses, las matriculaciones de automóviles han registrado un incremento gradual a partir de abril, y, en el período comprendido entre junio y agosto, se situaron un 4% por encima del nivel observado en el período de marzo a mayo. Las tasas de crecimiento interanuales de las matriculaciones de automóviles y de las ventas al por menor han experimentado una tendencia al alza desde mediados del 2002 (véase gráfico 18).

El indicador de las encuestas de opinión de la Comisión Europea relativo a la confianza de los consumidores se mantuvo sin cambios en septiembre, tras el ligero aumento observado en los cuatro meses anteriores. En conjunto, la confianza de los consumidores mejoró ligeramente en el tercer trimestre, con respecto al primer semestre del año. En lo que se refiere a sus componentes, las expectativas de los hogares en relación con la situación económica general mejoraron, tanto en agosto como en septiembre, y se mantuvieron en cuanto al desempleo. Por lo que respecta a los otros componentes, las expectativas de los hogares en relación con su propia situación financiera no experimentaron variación, mientras que las relativas al ahorro se redujeron ligeramente en septiembre, después del incremento de agosto. La confianza del comercio al por menor mejoró en septiembre, tras una pauta algo errática en los meses anteriores, señalando

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 días laborables)



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

Nota: Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los periodos 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	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
				III	IV	I	II	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago
Total	8,5	8,0	8,4	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Menores de 25 años ¹⁾	16,6	15,7	16,2	16,2	16,5	16,8	16,8	16,9	16,9	16,8	16,8	16,8	16,8
De 25 o más años	7,4	7,0	7,4	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8

Fuente: Eurostat.

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

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

do una mejora en el tercer trimestre del 2003 de magnitud similar a la observada en el trimestre precedente.

Debilidad subyacente de las condiciones del mercado de trabajo durante el tercer trimestre del 2003

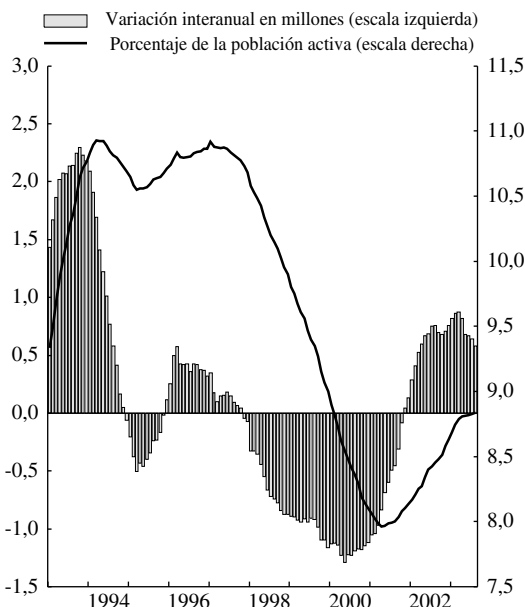
La tasa de paro normalizada de la zona del euro fue del 8,8% en agosto, sin cambios con respecto a julio (véase cuadro 6). Las revisiones a la baja efectuadas en los datos de junio y julio implican que la tasa de desempleo de la zona del euro se encuentra estabilizada desde marzo de este año. La estabilización es generalizada en todos los grupos de edad. En agosto, el número de parados aumentó en 11.000 personas aproximadamente, cifra similar a los avances observados en junio y julio. En conjunto, el número de parados ha aumentado mucho menos desde mayo del 2003, frente a los incrementos medios mensuales registrados desde mayo del 2001, cuando el número de desempleados empezó a crecer (véase gráfico 19). Sin embargo, el avance experimentado desde mayo del 2003 es atribuible, en gran medida, a factores específicos a los países, que puede que no ejerzan una nueva y positiva influencia en los mercados de trabajo en lo que resta de año.

El crecimiento intertrimestral del empleo en el segundo trimestre del 2003 siguió siendo nulo, al igual que en los tres trimestres anteriores, pese a la moderación de la actividad y a los aumentos registrados en el número de desempleados (véase cuadro 7). La evolución fue diferente en los distintos sectores. Así, el empleo en la industria registró de nuevo una acusada caída en el segundo trimestre, mientras que, en la construcción y en

Gráfico 19

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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

los servicios, el empleo tuvo un crecimiento positivo del 0,3% y el 0,2%, respectivamente.

Los datos procedentes de las encuestas de la Comisión Europea y del índice de directores de compras relativos a los mercados de trabajo, disponibles hasta septiembre del 2003, indican una nueva contracción del empleo en las manufacturas en el tercer trimestre. En cuanto al empleo en el sector servicios, el índice de directores de compras hasta agosto y las encuestas de la Comisión Europea hasta septiembre muestran indicios de mejora, aunque los indicadores respectivos se mantienen en nive-

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

les acuerdos con la moderación del crecimiento del empleo en los servicios en el tercer trimestre.

Aumentan los indicios de una recuperación gradual en el segundo trimestre del 2003

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se estancó prácticamente en el primer semestre del año. Sin embargo, los últimos datos y la información

más reciente muestran un repunte moderado de la actividad en el segundo semestre. En particular, existen indicios de que la actividad económica pueda haberse fortalecido ligeramente en el tercer trimestre, y los indicadores de confianza disponibles hasta septiembre apuntan, en general, a una cierta mejora de las expectativas económicas. En consonancia con las predicciones y proyecciones disponibles, la recuperación económica debería afianzarse gradualmente en el transcurso del año 2004.

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

El euro se recuperó en septiembre

Tras haberse debilitado en agosto, el euro experimentó una fuerte recuperación, en términos efectivos nominales, durante la primera parte de septiembre; se mantuvo básicamente estable con posterioridad, y volvió a fortalecerse hacia finales del período analizado. En particular, el euro se apreció frente al dólar estadounidense y al yen japonés durante la primera mitad del mes, inicialmente como consecuencia de la publicación de datos económicos en Estados Unidos y de las expectativas existentes en el mercado acerca de la política cambiaria japonesa (véase gráfico 20). Posteriormente, el yen se apreció frente a la totalidad de las principales monedas, mientras que el dólar se debilitaba tras

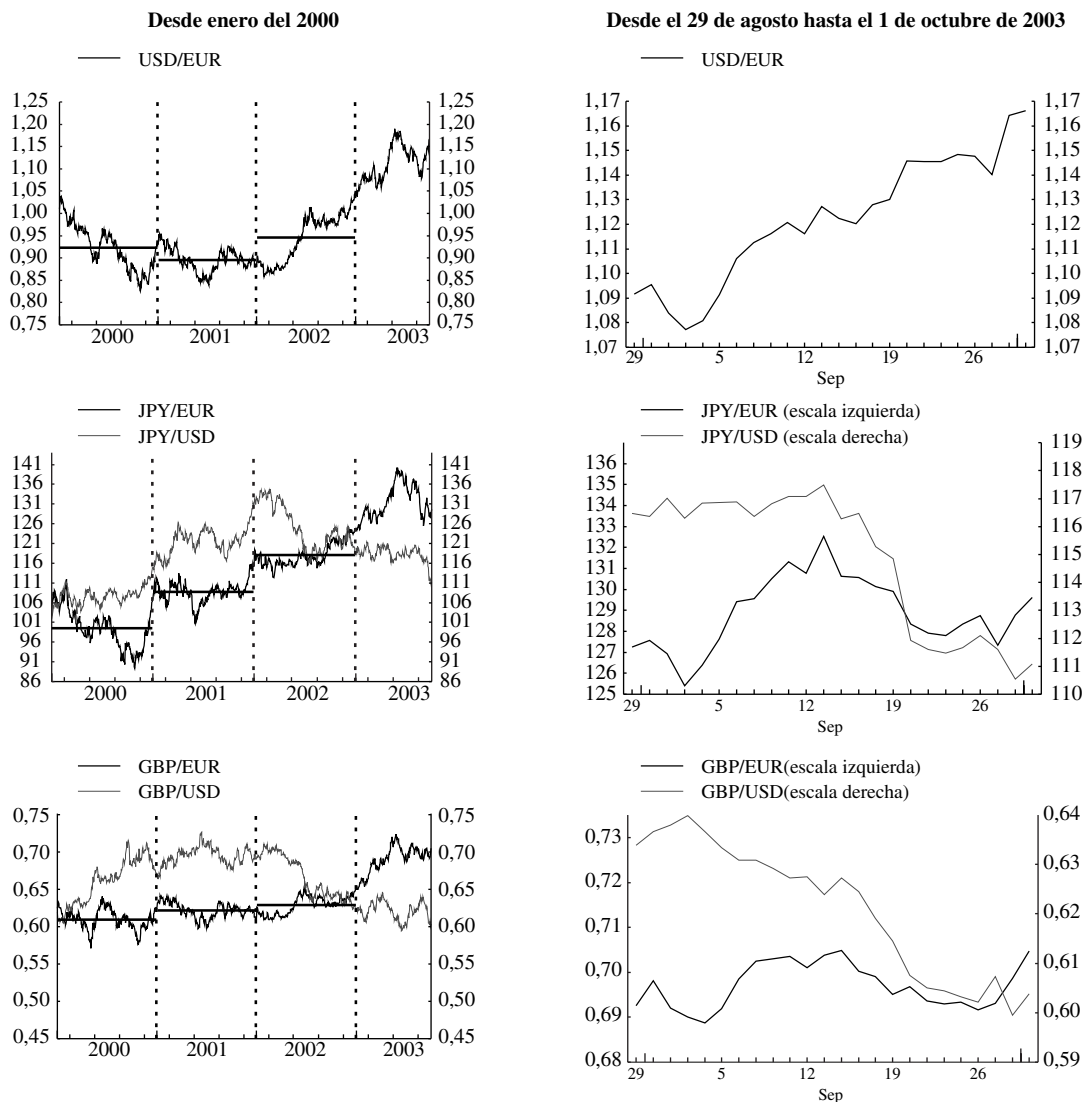
la reunión del G7 en Dubai, en la que se señaló la conveniencia de una mayor flexibilidad de los tipos de cambio, a fin de promover ajustes continuos y generalizados del sistema financiero basados en los mecanismos de mercado.

La recuperación del euro frente a la divisa estadounidense en septiembre estuvo asociada, en particular, a la publicación de datos del mercado de trabajo de Estados Unidos que dieron a los participantes en el mercado una visión algo menos optimista de la recuperación económica en ese país. Esta nueva perspectiva tuvo también su reflejo en una caída del rendimiento de la deuda pública estadounidense a largo plazo, que contribuyó a nivelar el diferencial positivo de tipos de interés a largo plazo entre

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.

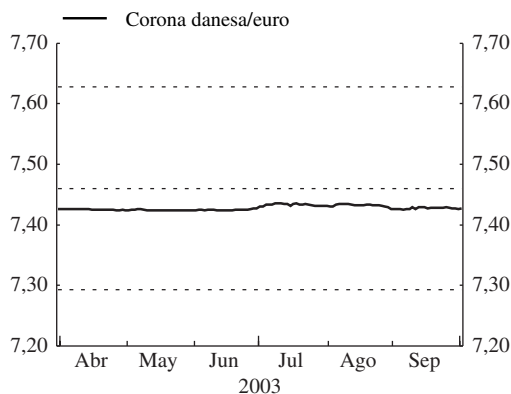
Estados Unidos y la zona del euro existente en los meses anteriores. En la segunda quincena de septiembre, el dólar también se depreció acusadamente frente al yen, hasta alcanzar, hacia el final del período analizado, una cotización en torno a 111 yenes por dólar, muy próxima al nivel mínimo registrado desde diciembre del 2000. El 1 de octubre, el euro cotizaba a 1,17 dólares, un 6,8% por encima de la paridad observada a finales de agosto del 2003 y un 23,4% superior a la media del año 2002.

Frente al yen, el euro invirtió en la primera mitad de septiembre la tendencia a la depreciación experimentada durante el mes de agosto, en un entorno caracterizado por una estabilidad relativa del tipo de cambio yen/dólar (véase gráfico 20). Durante la primera mitad de septiembre, las presiones al alza sobre la divisa japonesa, asociadas a unas perspectivas más favorables de recuperación de la economía de Japón y a la continuidad de los flujos de capital hacia el mercado de renta variable de ese país, se vieron compensadas por las expectativas existentes en el mercado acerca

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 política cambiaria aplicada por las autoridades niponas. Con posterioridad, el yen registró una apreciación generalizada tras la reunión del G7 celebrada el 20 de septiembre. El 1 de octubre, el euro cotizaba a 129,6 yenes, un 1,9% por encima de su nivel a finales de agosto y un 9,8% superior a la media del año 2002.

En septiembre, el euro cotizó dentro de un intervalo bastante estrecho con respecto a la libra esterlina, la cual, a su vez, se apreció frente al dólar durante ese mismo período (véase gráfico 20). La apreciación relativa de la libra esterlina estuvo relacionada con la publicación de datos económicos de signo positivo y con declaraciones oficiales que fomentaron en el mercado expectativas de recuperación de la economía británica. La moneda europea se fortaleció frente a la libra esterlina hacia finales del período analizado, para terminar cotizando el 1 de octubre a 0,7 libras, un 1,7% por encima del nivel observado a finales de agosto y un 12,1% superior a la media del año 2002.

La corona danesa continuó fluctuando dentro de un intervalo muy estrecho y próximo a su paridad central dentro del MTC II (véase gráfico 21). La corona sueca se apreció en cierta medida frente al euro con anterioridad al referéndum del 14 de septiembre. Los efectos sobre la evolución de los mercados de divisas del rechazo por

parte de los votantes suecos de su inclusión en la zona del euro fueron relativamente modestos, dada la coherencia de los resultados de la votación con las encuestas previas. Como resultado del referéndum, la divisa sueca se depreció ligeramente, y de forma transitoria, frente al euro. Poco después, la corona sueca registró una fuerte recuperación, moderándose de nuevo hacia finales del mes. El 1 de octubre, la cotización del euro frente a la divisa sueca se situaba un 1,6% por debajo del nivel observado a finales de agosto. Por lo que se refiere a otras monedas europeas, el euro se mantuvo estable, en líneas generales, frente al franco suizo y la corona noruega durante el período analizado.

El 1 de octubre, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única, medido frente a las divisas de los doce principales socios comerciales de la zona del euro, se había apreciado un 3% con respecto a la cotización observada a finales de agosto y se situaba un 12,9% por encima de su nivel medio del año 2002 (véase gráfico 22). Este fortalecimiento del euro en términos efectivos nominales refleja, básicamente, su recuperación frente al dólar estadounidense y, en menor medida, su apreciación frente a varias divisas asiáticas y a la libra esterlina, que sólo se vieron compensadas, en parte, por su depreciación frente a la corona sueca.

Equilibrio de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada en julio del 2003

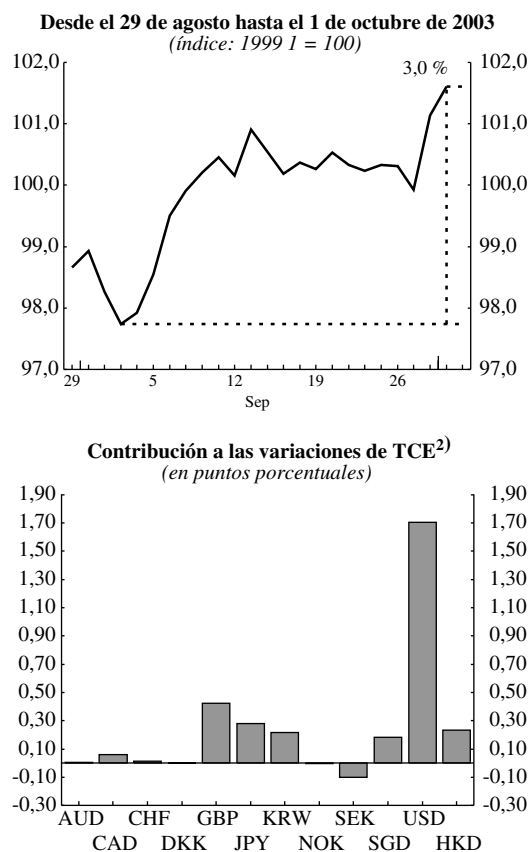
La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro alcanzó un equilibrio en julio del 2003. Este resultado fue el reflejo de los superávits registrados en las balanzas de bienes (10,9 mm de euros) y de servicios (0,8 mm de euros), que se vieron compensados por los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes (véase cuadro 8).

En comparación con junio del 2003, el saldo de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada se redujo durante el mes de julio en 2,1 mm de euros (véase cuadro 8). Esta evolución se debió al hecho de que el aumento del superávit de la balanza de bienes (de 1,9 mm de euros) se vio compensado con creces por los incrementos de los

Gráfico 22

El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes ¹⁾

(datos diarios)



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.

déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes (de 0,9 mm y 3 mm de euros, respectivamente). La balanza de servicios no experimentó cambios significativos.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit de la balanza por cuenta corriente acumulado de doce meses continuó reduciéndose en julio, tras haber alcanzado un máximo a finales del año 2002 (véase gráfico 23). Uno de los factores que han contribuido a esta tendencia descendente ha sido la disminución del superávit comercial, como resultado de unas exportaciones más reducidas y de unas importaciones prácticamente sin cambios. Con respecto a la balanza de bienes, el descenso de las exportaciones en términos nominales puede atribuirse a las caídas de las cifras de exportaciones en términos reales (véase gráfico 24) y, de los precios de exportación, las cuales reflejan, a su vez, en parte, la debilidad de la demanda mundial y la apreciación del euro que tuvo lugar entre el segundo trimestre del 2002 y el segundo trimestre del 2003. La ausencia de cambios significativos en las importaciones de bienes en términos nominales obedece, principalmente, a la atonía de la demanda interna. En lo que respecta a la balanza de servicios, la fuerte caída de las exportaciones en términos nominales observada a partir de abril del año en curso parece venir asociada a la apreciación del euro y a la debilidad de la demanda externa, que se ha visto acentuada por los efectos de la guerra en Iraq y la epidemia de neumonía atípica. Al mismo tiempo, también han disminuido las importaciones de servicios, si bien en menor medida que las exportaciones.

Cuadro 8

Balanza por cuenta corriente de la zona del euro

(mm de euros; datos desestacionalizados)

	2003	2003	2003	2003	2003	2003	Acumulado de 12 meses: período que finalizó en	
	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	2002 Jul	2003 Jul
Cuenta corriente	3,0	2,1	-1,0	2,8	2,1	-0,0	33,1	43,3
Bienes	10,3	5,5	9,8	9,5	9,0	10,9	117,8	118,4
Exportaciones	87,9	83,2	87,3	86,4	83,2	85,8	1042,1	1045,3
Importaciones	77,6	77,7	77,5	76,9	74,2	74,8	924,3	926,9
Servicios	1,8	2,6	0,6	0,5	1,0	0,8	2,0	17,8
Exportaciones	27,8	28,5	26,9	25,6	25,9	26,5	327,6	329,9
Importaciones	26,0	25,9	26,3	25,1	24,8	25,7	325,6	312,1
Rentas	-4,8	-2,2	-6,6	-2,7	-4,4	-5,3	-36,9	-43,7
Transferencias corrientes	-4,3	-3,8	-4,8	-4,6	-3,5	-6,5	-49,8	-49,2

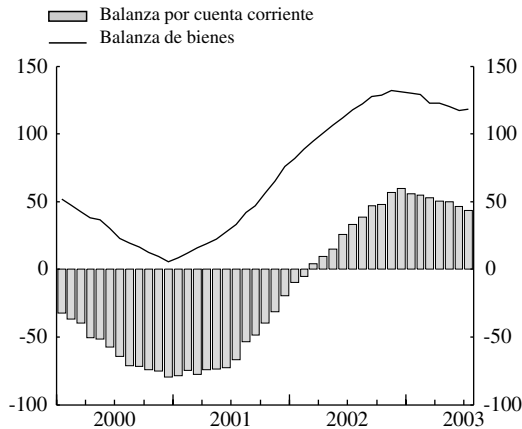
Fuente: BCE.

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 del Euro 12.

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.

En cuanto a las cifras de comercio en términos reales, su evolución reciente sugiere que la apreciación del euro ha dado lugar, en cierta medida, a la sustitución de las importaciones entre países de la zona del euro por importaciones procedentes de fuera de la zona, mediante la reducción del precio relativo de estas últimas. El gráfico 24 muestra la evolución reciente de las importaciones en términos reales dentro de la zona del euro, en comparación con las cifras en términos reales de las importaciones y exportaciones fuera de la zona. En líneas generales, las fluctuaciones de las importaciones en términos reales entre países de la zona del euro son relativamente similares a las de las importaciones en términos reales de fuera de la zona, ya que, en gran medida, ambas se ven influidas por la demanda interna de la zona del euro. Al mismo tiempo, puede observarse que las exportaciones en términos reales a países no pertenecientes a la zona del euro fluctúan de un modo un tanto diferente, en parte porque obedecen a los impulsos de la demanda externa. Sin embargo, las importaciones dentro de la zona del euro han venido disminuyendo en los últimos meses, debido posiblemente, y en parte, al mencionado efecto sustitución. Por el contrario, a pesar de la atonía de la demanda de la zona del euro, las importaciones en términos reales procedentes

de fuera de la zona se han incrementado desde comienzos del año 2003, lo que sugiere que, conforme era de esperar, la apreciación del euro ha contribuido a elevar la competitividad de los precios de dichas importaciones con respecto a los de los productos de la zona del euro.

Fuertes salidas netas de bonos y obligaciones en el mes de julio

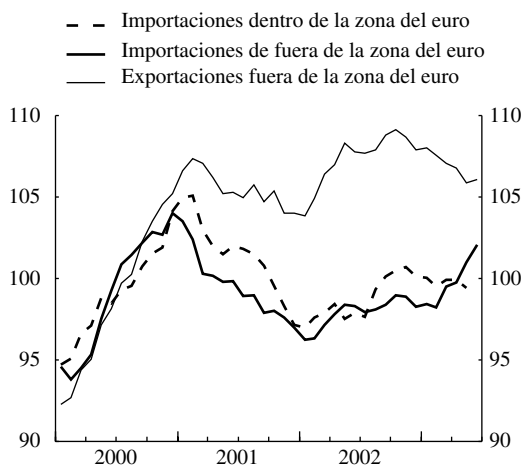
El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró unas salidas netas por importe de 38,9 mm de euros en julio, principalmente como resultado de las salidas netas contabilizadas en la rúbrica de bonos y obligaciones (véase cuadro 9).

Las abultadas salidas netas registradas durante ese mes en la cuenta de inversiones de cartera (35,3 mm de euros) obedecieron a las salidas netas en la rúbrica de bonos y obligaciones (44,7 mm de euros). Esta evolución constituye una inversión parcial de la tendencia, observada en meses anteriores, a la acumulación de sustanciales flujos de entrada en bonos y obligaciones. En concreto, los no residentes modificaron su ten-

Gráfico 24

Comercio dentro y fuera de la zona del euro en términos reales¹⁾

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Las últimas observaciones del comercio fuera de la zona del euro corresponden a junio del 2003; en el caso del comercio dentro de la zona, corresponden a mayo del 2003. Ambas se basan, en parte, en estimaciones.

Cuadro 9

Balanza de pagos de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	2003	2003	2003	2003	2003	2003	Acumulado de 12 meses: período que finalizó en	
	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	2002 Jul	2003 Jul
Cuenta corriente	3,5	4,0	-8,6	0,4	2,8	1,2	31,9	39,2
Bienes	9,1	6,2	7,4	8,3	10,9	15,3	117,0	117,0
Servicios	0,1	1,5	0,8	2,0	2,9	2,2	2,0	17,2
Rentas	-2,6	-0,6	-10,5	-4,3	-4,3	-10,2	-38,0	-45,8
Transferencias corrientes	-3,1	-3,0	-6,3	-5,6	-6,7	-6,1	-49,1	-49,2
Cuenta de capital	-0,9	0,8	0,1	0,4	2,3	0,8	9,2	9,9
Cuenta financiera	-25,8	7,9	7,8	-29,8	-21,1	-6,0	-103,3	-166,4
Inversiones directas	3,2	-7,7	-20,2	-0,2	24,0	-3,6	-37,2	-9,3
En el exterior	-6,8	-17,1	-22,8	-0,7	14,9	-7,5	-184,1	-104,7
En la zona del euro	10,0	9,4	2,6	0,5	9,1	3,9	146,9	95,4
Inversiones de cartera	-12,0	17,6	9,3	8,0	12,9	-35,3	115,0	58,9
Acciones y participaciones	2,5	-3,4	7,1	-15,0	4,9	5,2	105,3	42,1
Activos	0,3	7,4	-3,0	-5,8	-14,6	-8,1	-68,1	-9,9
Pasivos	2,2	-10,8	10,2	-9,2	19,6	13,3	173,4	52,1
Valores distintos de acciones	-14,4	21,0	2,1	23,0	8,0	-40,6	9,6	16,8
Activos	-23,9	-14,8	-9,1	-20,6	-30,4	-22,6	-172,0	-188,6
Pasivos	9,5	35,8	11,2	43,6	38,4	-17,9	181,6	205,4
Pro memoria:								
Total inversiones directas y de cartera (neto)	-8,8	9,9	-10,9	7,7	37,0	-38,9	77,8	49,6
Derivados financieros	0,6	0,2	-4,6	0,6	-0,4	-2,8	-19,1	-12,9
Otras inversiones	-22,9	-7,2	22,9	-39,6	-58,5	34,1	-168,8	-216,1
Activos de reserva	5,3	5,0	0,5	1,4	0,8	1,6	6,8	12,9
Errores y omisiones	23,2	-12,7	0,7	29,1	16,0	4,1	62,1	117,3

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 del Euro 12.

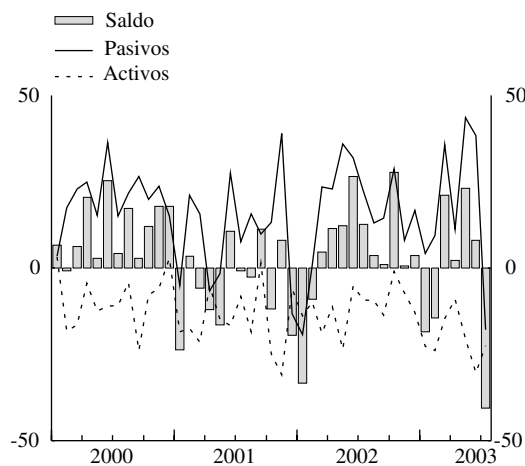
dencia previa a comprar importantes volúmenes de bonos y obligaciones emitidos en la zona del euro (véase gráfico 25). Las consideraciones sobre el rendimiento de los activos, junto con un posible reequilibrio de las cuantiosas adquisiciones anteriores de bonos y obligaciones de la zona del euro, podrían ser un factor explicativo de la citada evolución de la cuenta financiera durante el mes de julio.

Por el contrario, las inversiones de cartera en acciones y participaciones y en instrumentos del mercado monetario registraron pequeñas entradas netas en julio, prácticamente en línea con la evolución observada en los meses precedentes. Por último, el déficit de la cuenta de inversiones directas fue de 3,6 mm de euros en julio.

Gráfico 25

Inversiones de cartera de la zona del euro en valores distintos de acciones

(mm de euros, datos mensuales)



Fuente: BCE.

Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro

Las estructuras financieras son relevantes para los bancos centrales, porque afectan a la manera en la que éstos operan a través del sistema bancario y de los mercados financieros. En octubre del 2002, el BCE publicó un informe titulado «Report on financial structures», en el que se describían las principales características de las estructuras financieras de cada país de la zona del euro, así como del conjunto de la zona. El objetivo de este artículo es actualizar y complementar la información incluida en dicho informe, centrándose, principalmente, en el papel desempeñado por los intermediarios financieros y los instrumentos no intermediados (es decir, los mercados financieros) en la canalización de los flujos financieros.

El proceso de desintermediación se inició simultáneamente al considerable aumento de las cotizaciones bursátiles a finales de los años noventa, a la introducción del euro, a la intensificación de la innovación financiera y al incremento del ahorro destinado a pensiones. La corrección de las cotizaciones bursátiles y los episodios de turbulencia que se han registrado en los mercados financieros desde mediados del año 2000 han invertido en cierto modo esta tendencia. Sin embargo, la creciente importancia de los intermediarios financieros no bancarios, la aparición de un mercado de renta fija privada y el proceso de concentración e innovación en los mercados de renta variable han dado profundidad a los mercados y ampliado el sistema financiero, facilitando una mejor asignación del capital en la zona del euro.

I Introducción

Los bancos centrales operan a través del sistema bancario y de los mercados financieros, por lo que necesitan tener un buen conocimiento del funcionamiento del sistema financiero, como, por ejemplo, del papel de apoyo desempeñado por los bancos en dicho sistema y de los factores que determinan las tendencias observadas en las estructuras financieras. En octubre del 2002, el BCE publicó el informe titulado *Report on financial structures*, en el que se describían las estructuras financieras de la zona del euro y de los países que la integran y se analizaba el funcionamiento del sistema financiero. El objetivo de este artículo es actualizar y complementar la información incluida en dicho informe, centrándose, principalmente, en el papel desempeñado por los intermediarios y por los instrumentos no intermediados (es decir, los mercados financieros) en el sistema financiero de la zona del euro.

Resulta difícil efectuar una distinción clara entre activos financieros intermediados y no intermediados. A fin de destacar el papel de la intermediación financiera, en este artículo se considera que los activos financieros «intermediados» son aquéllos mantenidos en las instituciones financieras mone-

tarias (principalmente, entidades de crédito y fondos del mercado monetario), empresas de seguros y fondos de pensiones, y otros intermediarios financieros (sobre todo, fondos de inversión). Por el contrario, los activos financieros «no intermediados» son las tenencias directas de acciones y otras participaciones y de valores distintos de acciones (fundamentalmente, renta fija)¹.

En el sistema financiero de la zona del euro, la importancia de los instrumentos intermediados y de los instrumentos no intermediados es bastante similar. A finales del 2001, el valor de los activos financieros intermediados en poder de los residentes de la zona del euro equivalía al 254% del PIB. Sus tenencias de activos financieros no intermediados se situaban alrededor del 285% del PIB, lo que suponía el 53% del total de sus activos financieros². Si se excluyen las sociedades financieras, las tenen-

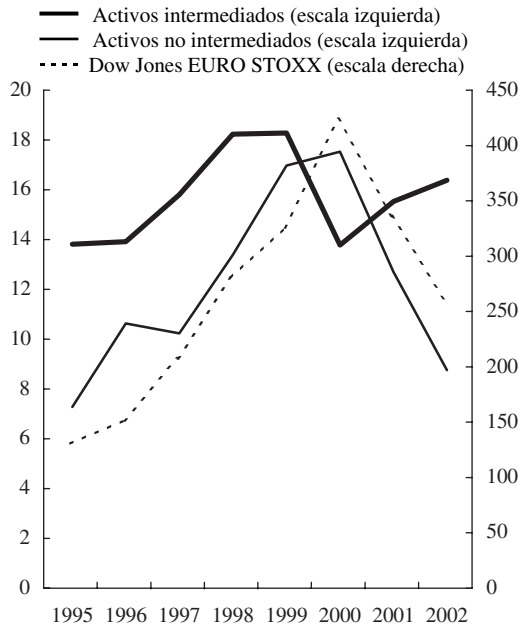
¹ Para una descripción más detallada de la división de los activos financieros en activos intermediados y no intermediados, véase el «Report on financial structures», BCE, octubre 2002.

² En este artículo, las tenencias y las adquisiciones de activos financieros por parte de los sectores económicos se basan en los datos de las cuentas financieras compilados por el BCE. En el momento de escribir este artículo, se disponía de datos de operaciones para el período comprendido entre 1995 y 2002, y de datos sobre saldos vivos, desde el año 1995 hasta el 2001.

Gráfico 1

Adquisición de activos financieros por residentes en la zona del euro e índice Dow Jones EURO STOXX

(en porcentaje del PIB; niveles del índice en puntos)



Fuentes: BCE y Reuters.

Nota: Los activos no intermediados no incluyen derivados financieros.

cias de activos financieros de los sectores no financieros de la zona del euro a finales del 2001 equivalían al 162% del PIB (52% del total de activos), en el caso de los activos intermediados, y al 147% del PIB (48% del total), en el caso de los activos no intermediados.

Un proceso importante en el sistema financiero europeo desde mediados de la década de los noventa ha sido la tendencia hacia la desintermediación. En 1995, los activos financieros en poder de los residentes en la zona del euro eran, fundamentalmente, activos intermediados (en torno al 53% del total). Desde entonces, el sistema financiero de la zona ha pasado a estar más orientado hacia los instrumentos no intermediados. El proceso de desintermediación queda confirmado por los datos de operaciones, que muestran que las adquisiciones (netas) de activos no intermediados por residentes en la zona del euro registraron una significativa tendencia al alza entre los años 1995 y 2000 (véase gráfico 1). Un factor determinante de este proceso parece ser la significativa subida

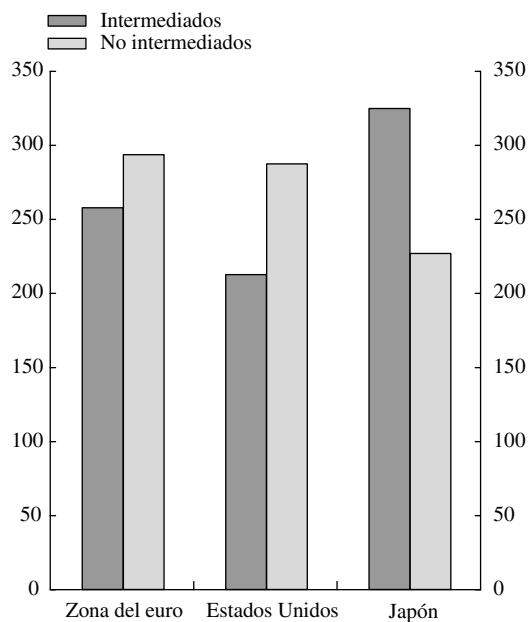
de las cotizaciones bursátiles en ese período, que favoreció la inversión en activos de mayor riesgo. No es, por tanto, sorprendente que se observara una ligera inversión de esta tendencia en los años 2001 y 2002, cuando las inversiones se desplazaron hacia activos más seguros, como depósitos bancarios y fondos del mercado monetario, tras la corrección registrada en las cotizaciones bursátiles y las turbulencias experimentadas en los mercados financieros durante ese período.

Dada la distribución entre instrumentos intermediados y no intermediados, el sistema financiero de la zona del euro se sitúa entre el de Estados Unidos, más orientado al mercado, y el japonés, en el que los intermediarios financieros —y los bancos, en particular— desempeñan un papel dominante (véase gráfico 2). Sin embargo, esta comparación agregada oculta importantes diferencias. Por ejemplo, en la zona del euro, una proporción relativamente importante de acciones son no cotizadas, lo que refleja el hecho de que la mayor parte de las sociedades no financieras son pequeñas y medianas empresas. Además, tanto en la zona del euro como en Japón, la mayoría de los activos intermediados está en poder

Gráfico 2

Distribución de los activos financieros en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(en porcentaje del PIB; finales del 2001)



Fuentes: BCE, Reserva Federal y Banco de Japón.

de las instituciones financieras monetarias (IFM), mientras que en Estados Unidos los intermediarios más importantes, en términos del valor de su activo, son los fondos de pensiones.

El resto del artículo se estructura de la manera siguiente. En la sección 2 se describe la distribución de los activos intermediados entre los distintos tipos de intermediarios financieros y, poste-

riormente, se comenta en detalle la evolución en los tres principales: IFM, empresas de seguros y fondos de pensiones, y otros intermediarios financieros. En la sección 3 se examina la distribución de activos entre los distintos instrumentos no intermediados, así como los cambios estructurales registrados en el mercado de renta fija y en el mercado de renta variable. En la sección 4 se presentan las conclusiones.

2 Los intermediarios financieros

Los intermediarios financieros desempeñan un papel muy relevante en el sistema financiero de la zona del euro, tanto en términos del volumen de fondos que los sectores no financieros colocan en ellos (162% del PIB a finales del 2001) como por su considerable participación en los mercados financieros. Las tenencias de los sectores no financieros en las IFM siguen siendo los activos financieros intermediados más importantes de la zona del euro, que a finales del 2001 representaban el 82% del PIB. Las correspondientes tenencias en las empresas de seguros y fondos de pensiones suponían el 51% del PIB, mientras que las de otros intermediarios financieros constituían el 28% del PIB (véase cuadro 1).

No obstante, en promedio, entre los años 1998 y 2002 los sectores no financieros de la zona del euro colocaron más fondos en los intermediarios financieros no bancarios (es decir, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros) que en las IFM. En ese período, los sectores no financieros adquirieron anualmente activos financieros de otros intermediarios financieros (principalmente, participaciones en fondos de inversión) por un valor medio cercano al 2,8% del PIB. La adquisición de reservas técnicas de seguro alcanzó un promedio del 3,7% del PIB en el mismo período. La suma de lo anterior (6,5% del PIB) duplicó con creces la colocación de fondos en las IFM, que se situó en el 3% del PIB. Los flujos

hacia las empresas de seguros y los fondos de pensiones fueron muy intensos entre los años 1995 y 2002, reflejando en gran medida un incremento del ahorro privado relacionado con el envejecimiento de la población, mientras que la inversión en otros intermediarios financieros fue significativa entre 1997 y 1999, pero decreció en los últimos años (véase gráfico 3). El descenso de los flujos hacia otros intermediarios financieros a partir de 1998 puede considerarse una normalización tras el fuerte crecimiento de este sector en años anteriores. Además, la subida de las cotizaciones y los procesos de privatización emprendidos por algunos gobiernos de la zona del euro también explican que muchos inversores hayan sustituido de forma creciente sus participaciones en fondos de inversión por tenencias directas de acciones en el período 1998-2000.

Varios factores podrían explicar el motivo por el que la importancia de las IFM ha disminuido con respecto a otro tipo de intermediación durante los últimos años. En algunos países, los cambios en la normativa fiscal han modificado las pautas de ahorro. En general, los reducidos niveles de los tipos de interés y de la inflación han favorecido inversiones con mayores rendimientos que los tradicionales depósitos bancarios. En respuesta a esta demanda, tanto las IFM como los otros intermediarios han ofrecido instrumentos alternativos, lo que ha provocado una mayor competencia entre los distintos proveedores de servicios

Cuadro I**Activos financieros (operaciones y saldos) en forma de instrumentos intermediados, por sector***(en porcentaje del PIB)*

	Instituciones financieras monetarias (IFM)					Otros intermediarios financieros (OIF)					Empresas de seguros y fondos de pensiones (ESFP)				
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002
Operaciones anuales															
Hogares	1,6	1,9	1,0	2,3	3,3	4,6	2,6	1,5	1,1	0,8	3,6	4,1	3,8	3,5	3,3
Sociedades no financieras	1,0	0,4	1,0	1,3	0,3	0,5	0,4	0,1	0,8	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1
Administraciones Públicas	0,2	0,5	0,7	-0,7	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	4,5	5,8	2,2	5,1	5,5	2,2	2,2	2,7	1,9	1,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Total	7,2	8,5	5,0	7,9	9,2	7,3	5,3	4,6	3,9	3,5	3,7	4,3	3,9	3,7	3,4
Saldos a fin de año															
Hogares	63,5	63,3	61,4	61,6	.	21,5	25,0	24,3	22,7	.	43,8	47,4	49,0	49,9	.
Sociedades no financieras	13,7	13,6	14,1	14,9	.	4,1	4,6	4,4	4,3	.	1,3	1,4	1,4	1,4	.
Administraciones Públicas	6,2	6,4	6,8	5,9	.	0,4	0,7	0,8	0,9	.	0,1	0,0	0,0	0,0	.
Instituciones financieras	69,3	74,3	72,9	75,6	.	10,1	13,5	15,6	15,7	.	1,2	1,3	1,3	1,3	.
Total	152,7	157,6	155,1	158,0	.	36,1	43,7	45,1	43,6	.	46,3	50,1	51,7	52,7	.

Fuente: BCE.

similares. Asimismo, la evolución demográfica ha incentivado la inversión en activos financieros de más largo plazo, como las participaciones en fondos de pensiones. No obstante, debido a la caída de las cotizaciones bursátiles y al aumento general de la aversión al riesgo (especialmente, tras los atentados terroristas del 11 de septiembre), muchos inversores han retornado a activos más seguros, como los depósitos bancarios y los fondos del mercado monetario. Así pues, en el 2001 y en el 2002, la inversión en activos financieros de las IFM fue mayor que en años anteriores, aunque continúa siendo algo inferior a la destinada a los intermediarios financieros no bancarios.

Instituciones financieras monetarias

En los últimos años se ha mantenido el continuo descenso del número de IFM que se produjo en

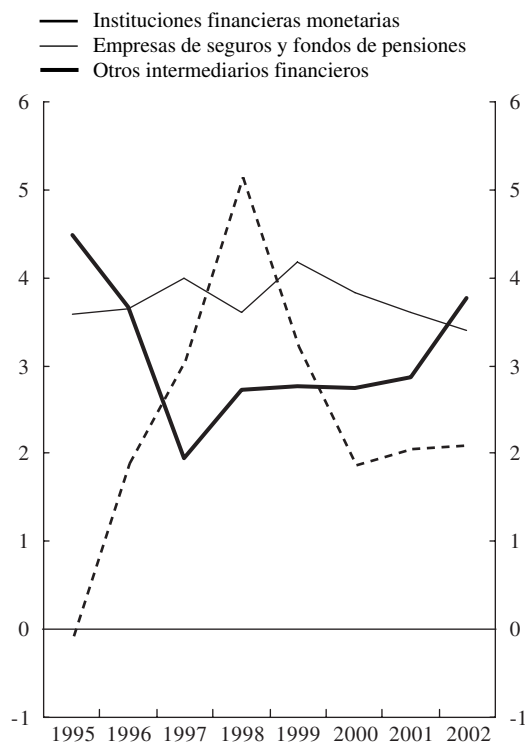
las dos últimas décadas. A finales de 1998, había 9.844 IFM (excluidos los bancos centrales) en la zona del euro, frente a 8.531 en el 2002. Si bien el número total de IFM, que incluyen las entidades de crédito y los fondos del mercado monetario, disminuyó en el período 1998-2002, el número de fondos del mercado monetario aumentó considerablemente (un 7%) en esos años, hasta alcanzar un total de 1.620. No obstante, los fondos del mercado monetario se concentran en unos pocos países, como Francia y Luxemburgo, y, en conjunto, representan sólo una pequeña parte del sector IFM (en términos de activos totales).

Esta evolución refleja la continua concentración del sector bancario, que, en el período transcurrido hasta el 2000, se llevó a cabo mediante fusiones entre entidades de crédito de pequeño tamaño (principalmente), tanto en el ámbito regional como en el nacional. Las fusiones

Gráfico 3

Adquisición de activos intermediados por los sectores no financieros de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

transfronterizas en la zona del euro han sido escasas y en ellas han participado sobre todo entidades de gran tamaño que han crecido regionalmente, por ejemplo, en los países del Benelux o en los países nórdicos/región del Báltico. En la actualidad, sólo unas pocas IFM operan en toda la zona del euro y, en ese caso, fundamentalmente en la banca mayorista. Las actividades de banca minorista siguen teniendo lugar predominantemente a escala regional o nacional, aunque las nuevas tecnologías, como la banca a través de Internet, podrían finalmente permitir una nueva expansión transfronteriza en el negocio minorista. Recientemente, el proceso de concentración ha registrado una ligera desaceleración, como resultado, sobre todo, del debilitamiento del mercado de renta variable, que ha dificultado la financiación de las fusiones y adquisiciones al encajarse la emisión de acciones. Las fusiones (transfronterizas) de grandes bancos se han desacelerado de forma más evidente, mientras que, a escala nacional, han continuado los procesos de fusión entre bancos de pequeño y mediano tamaño³.

Las actividades bancarias tradicionales, como la concesión de préstamos y la toma de depósitos, aún representan la mayor parte del balance agregado de las IFM. A finales del 2002, los préstamos constituían el 70% del total de activos de las IFM (el 49%, excluidos los préstamos interbancarios de la zona del euro), y los depósitos representaban más del 65% del total de pasivos de las IFM (el 45%, excluida la financiación interbancaria en la zona del euro). No obstante, entre los años 1998 y 2002 la proporción de préstamos a residentes distintos de IFM en el total de activos decreció casi un 4%. Asimismo, durante el mismo período, la proporción de depósitos de residentes distintos de IFM en el total de pasivos de las IFM cayó más de un 8%. Estos descensos parecen reflejar, hasta cierto punto, un cambio en la naturaleza de las actividades bancarias hacia una mayor importancia de la titulización (véase recuadro I). En el lado del activo, a finales del 2002 las IFM habían incrementado sus tenencias de valores (renta fija, acciones e instrumentos del mercado monetario) hasta el 23% del total de activos, lo que suponía un aumento de casi el 9% desde 1998. En el lado del pasivo, las IFM están financiando de forma creciente sus actividades a través de la emisión de valores, para complementar la financiación tradicional mediante depósitos.

Además, el balance agregado de las IFM sólo refleja las operaciones de balance de los bancos y de otras entidades de crédito, pero no proporciona información sobre las operaciones fuera de balance, tales como la negociación de derivados, los avales financieros y los compromisos de concesión de préstamos (v.g., las líneas de respaldo de liquidez y aseguramiento de emisión de valores), cuya importancia ha venido creciendo en las últimas décadas. De forma más general, el desarrollo tecnológico y la desregulación e innovación financieras de las pasadas décadas han ampliado al mismo tiempo el marco de actuación de las actividades bancarias y se han traducido en una gestión de los riesgos más compleja. Esto también lo pone de manifiesto el hecho de que los ingresos por intereses se hayan reducido gradualmente frente

3 Véase, por ejemplo, «Structural analysis of the EU banking sector», BCE, noviembre 2002.

a otros ingresos⁴. Por lo tanto, la banca ha cambiado en numerosos aspectos, pero las IFM siguen teniendo un papel fundamental en el sistema financiero de la zona del euro.

Empresas de seguros y fondos de pensiones

Dada su función de instrumento de ahorro para la vejez, las empresas de seguros y los fondos de pensiones invierten primordialmente en activos financieros de largo plazo. A finales del 2002, los valores de renta fija y las acciones cotizadas constituían el 38% y el 35%, respectivamente, del total del activo financiero de estos intermediarios. Si bien la proporción de valores en los activos totales de las empresas de seguros y fondos de pensiones ha permanecido prácticamente sin cambios —en torno al 70%-75%— en los cinco últimos años, se han producido cambios notables en la importancia de las acciones cotizadas en relación con los valores de renta fija. Durante el auge de los mercados de renta variable de finales de la década de los noventa y de principios del 2000, el valor de las acciones se incrementó sustancialmente y la ratio de las acciones cotizadas en relación con los activos totales alcanzó un máximo del 41% a finales del 2000, mientras que los valores de renta fija sólo constituían el 33%. La posterior corrección del mercado bursátil en los años 2001 y 2002 invirtió esta tendencia, provocando que el valor conjunto de las acciones cotizadas y las participaciones en fondos de inversión en el balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones decreciera significativamente, mientras que, a finales del 2002, la proporción de valores de renta fija había retornado a los niveles de finales de 1998. La mayoría de estos cambios se debió a ajustes de revalorización, y sólo, en menor medida, reflejan las operaciones.

En el lado del pasivo, las reservas técnicas de seguro, que las empresas de seguros están legalmente obligadas a acumular a lo largo de la vida del contrato de seguro en previsión de futuras reclamaciones, representan la mayor parte de la financiación de este sector. Además,

el acusado descenso de las cotizaciones bursátiles y otros problemas a los que han tenido que hacer frente las empresas de seguros en los dos últimos años se han traducido en una marcada reducción del valor de las acciones cotizadas emitidas por estas empresas. Mientras que a finales de 1998 la proporción de acciones cotizadas en el total de pasivos era del 11%, a finales del 2002, había caído al 3%.

Los sistemas públicos de pensiones han desempeñado tradicionalmente un papel dominante en el ahorro que los hogares destinan a la vejez en la mayoría de los países de la zona del euro. En los últimos años, las tendencias demográficas han conducido a un fortalecimiento de los incentivos para utilizar sistemas (privados) de pensiones complementarios. De esta forma, los hogares han colocado de forma creciente ahorros a largo plazo en empresas de seguros y fondos de pensiones. Sin embargo, la importancia de este sector varía considerablemente en los países de la zona del euro, lo que refleja, entre otras cosas, factores específicos relativos al sistema obligatorio de pensiones, al sistema de la seguridad social y al tratamiento fiscal de las pensiones voluntarias⁵.

Otros intermediarios financieros

En la última década, los otros intermediarios financieros (fundamentalmente, fondos de inversión) han pasado a tener más importancia en el sistema financiero de la zona del euro, como receptores de fondos y como inversores en los mercados financieros. La composición de sus activos se ha modificado en los dos últimos años, a causa, principalmente, del descenso de las cotizaciones bursátiles y de la subida de los precios de la renta fija. El porcentaje de activos que los otros intermediarios financieros mantenían en acciones y otras participaciones cayó del 43%, a finales del 2000, al 30%, a finales del 2002. La inversión en valores distin-

4 Véase, por ejemplo, «EU banks' income structure», BCE, abril 2000.

5 Véase «Report on financial structures», BCE, octubre 2002, p. 26.

tos de acciones aumentó de alrededor del 39% de los activos totales en el 2000 al 47% en el 2002. La proporción de activos en fondos inmobiliarios y en otros fondos también se incrementó, debido al continuo crecimiento de los precios inmobiliarios en algunos países europeos y en Estados Unidos, así como a un mayor incentivo para diversificar las carteras, dada la elevada volatilidad en los mercados de capitales.

La importancia de los otros intermediarios financieros aún varía considerablemente de un país a otro de la zona del euro, siendo Alemania, Francia y Luxemburgo los países que representaban en torno al 72% de la actividad total de estas instituciones en la zona del euro a finales del 2002⁶. El tamaño de los otros intermediarios financieros en términos del PIB se situaba también por encima de la media de la zona del euro en Bélgica, Italia y Austria.

3 Mercados

Los activos financieros no intermediados (acciones y otros valores) mantenidos por los residentes en la zona del euro alcanzaron el 285% del PIB a finales del 2001 (véase cuadro 2). Las acciones y otras participaciones representaban en torno al 60% de los activos financieros no intermediados, mientras que otros valores (principalmente, de renta fija) constituían el restante 40%. A finales del 2001, aproximadamente el 39% de las acciones y otras participaciones estaba en poder de las sociedades no financie-

ras, debido, en parte, a la importancia de las participaciones cruzadas y de las acciones no cotizadas en la zona del euro. Al mismo tiempo, las sociedades financieras mantenían el 74% del saldo total de valores distintos de acciones.

⁶ Las estadísticas oficiales del BCE relativas a los otros intermediarios financieros no incluyen datos de Irlanda. Otras fuentes sugieren que los fondos de inversión en Irlanda son importantes (véase «Report on financial structures»).

Cuadro 2

Activos financieros (operaciones y saldos) en forma de instrumentos no intermediados, por sector

(en porcentaje del PIB)

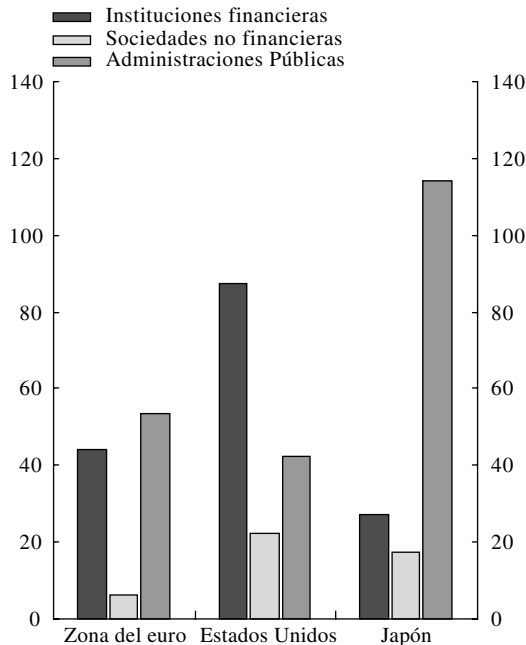
	Acciones y otras participaciones					Valores distintos de acciones				
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002
Operaciones anuales										
Hogares	0,4	0,6	0,3	0,9	-0,9	-2,0	0,6	0,7	1,2	1,0
Sociedades no financieras	2,7	4,5	6,8	3,5	2,6	-0,3	4,5	1,5	1,5	0,3
Administraciones Públicas	-0,6	-0,7	-0,2	0,0	-0,3	0,1	-0,7	0,1	0,1	0,1
Instituciones financieras	4,5	5,3	6,3	4,9	2,2	14,3	5,3	9,5	12,3	2,6
Total	7,0	9,7	13,2	9,3	3,7	12,1	9,7	11,9	15,1	4,0
Saldos a fin de año										
Hogares	44,4	56,1	51,8	41,8	.	20,0	18,4	18,8	19,1	.
Sociedades no financieras	52,7	69,2	73,9	67,2	.	4,5	6,0	7,2	8,5	.
Administraciones Públicas	9,6	10,8	9,5	8,5	.	1,9	2,0	2,0	2,1	.
Instituciones financieras	44,2	61,4	62,6	54,6	.	79,7	80,2	79,5	82,9	.
Total	150,8	197,4	197,8	172,2	.	106,1	106,5	107,6	112,6	.

Fuente: BCE.

Gráfico 4

Saldos vivos de valores de renta fija denominados en moneda nacional emitidos por residentes en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(en porcentaje del PIB; finales del 2002)



Fuentes: BCE y BPI.

Las acciones dominaron la adquisición de activos financieros por parte del sector no financiero en la zona del euro entre los años 1998 y 2000. En promedio, en ese período, los sectores no financieros de la zona del euro compraron anualmente acciones por un valor cercano al 4,6% del PIB, como consecuencia, fundamentalmente, de las adquisiciones realizadas por las sociedades no financieras. En el mismo período, la adquisición de valores distintos de acciones por parte del sector no financiero ascendió anualmente al 1,5% del PIB.

Las instituciones financieras fueron los principales inversores en activos no intermediados entre los años 1998 y 2000, con el 63% del total de valores adquiridos en el 2000.

Debido al descenso de los precios de las acciones, en los años 2001 y 2002 la inversión en acciones fue menor que en años anteriores, modificándose, así, la tendencia observada desde 1995. Por el contrario, la inversión en valores distintos de acciones se incrementó de forma acusada en el 2001, y en el 2002 fue comparable con la inversión en acciones. En particular, en el

segundo semestre del 2001 se observó que las instituciones financieras reestructuraron sus carteras en detrimento de las acciones y en favor de activos financieros más seguros. La menor inversión en acciones por parte de las sociedades no financieras reflejó, asimismo, la moderación en el número de fusiones y adquisiciones en dicho período.

Los mercados de renta fija

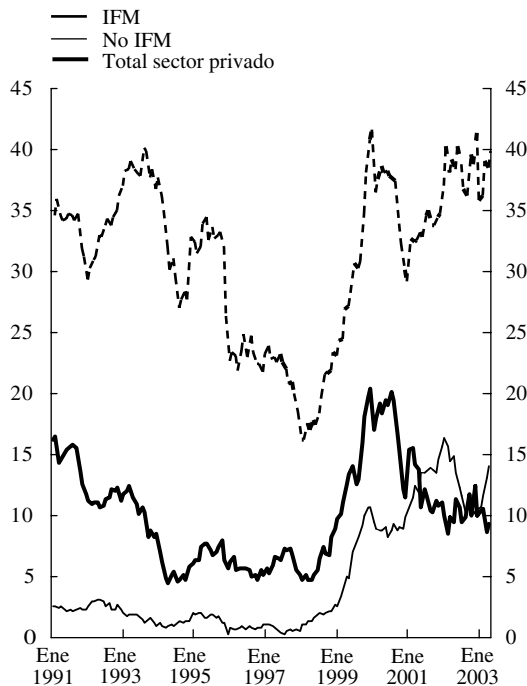
El crecimiento del saldo vivo de los valores de renta fija en la zona del euro ha sido sustancial. El saldo total de los valores de renta fija en euros emitidos por los residentes de la zona del euro se incrementó a un promedio anual del 6% entre los años 1998 y 2000. Sin embargo, las tasas de crecimiento difirieron considerablemente por sector emisor. Como consecuencia del saneamiento presupuestario, en ese período el saldo de los valores de renta fija emitidos por la Administración Central creció solamente un 4% al año. En el mismo período, los emisores privados aumentaron su ritmo de emisión, y el saldo de los valores de renta fija privada emitidos por instituciones distintas de IFM creció a una tasa anual de, aproximadamente, el 17%. En los años 2001 y 2002, esta tendencia se invirtió parcialmente, y se registró una disminución en la emisión del sector privado y un avance en la del sector público, reflejando las distintas necesidades de financiación de estos sectores en un momento de débil crecimiento económico.

El valor relativo de los activos de renta fija es menor en la zona del euro que en otras economías desarrolladas. El saldo de los valores de renta fija a finales del 2002 equivalía, aproximadamente, al 105% del PIB en la zona del euro, al 154% en Estados Unidos y al 160% en Japón. No obstante, estas cifras agregadas enmascaran diferencias significativas en la composición sectorial. Tanto en la zona del euro como en Japón, la deuda pública constituye la mayor parte del saldo. Así, a finales del 2002, en el mercado de deuda japonés, los valores públicos representaban, aproximadamente, el 72% del total, y en la zona del euro, el 51%. Por el contrario, en Estados Unidos los emisores más importantes de renta fija a finales del 2002 eran las instituciones financieras, y el sector privado total (instituciones

Gráfico 5

Emisión neta de valores de renta fija privada en la zona del euro, por emisor

(mm de euros, media móvil de doce meses)



Fuente: BCE.

financieras y sociedades no financieras) representaba en torno al 72% del saldo total de los valores de renta fija a finales del 2002 (véase gráfico 4). Además, en la zona del euro, la mayor parte del endeudamiento privado está materializado en préstamos, mientras que, en Estados Unidos, los préstamos sólo cubren alrededor de la mitad de los pasivos⁷. Por lo tanto, parece haber cierto margen para que se produzcan nuevos avances en el mercado de renta fija privada en la zona del euro.

Tendencias en el mercado de renta fija privada

En el 2001, la emisión neta de valores de renta fija por parte de las instituciones distintas de IFM (instituciones financieras no monetarias y socie-

dades no financieras) fue superior a la de las entidades de crédito (véase gráfico 5). Esto supuso un cambio notable en la actividad emisora con respecto al pasado, ya que, hasta finales del 2000, las IFM de la zona del euro fueron los principales emisores netos de renta fija privada en la zona del euro.

El inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria parece haber provocado un importante incremento en el uso de la renta fija por parte de empresas (tanto financieras como no financieras) como fuente de financiación. No obstante, este aumento se debió también a otros factores transitorios, como a la reestructuración empresarial y las correspondientes fusiones y adquisiciones llevadas a cabo, así como a la liberalización del sector de las telecomunicaciones. El efecto de estos últimos factores pareció disminuir ligeramente en el 2001. La emisión de valores de renta fija privada continuó creciendo en el 2002, aunque a un ritmo menor, reflejando, asimismo, las menores necesidades de financiación, atribuibles a la atonía de la actividad económica.

En los últimos años, las instituciones financieras no monetarias han impulsado la actividad emisora del sector no IFM. Entre los años 1998 y 2002, la tasa de crecimiento media interanual del saldo se situó en torno al 34% en el caso de las instituciones financieras no monetarias, y del 12% en el de las sociedades no financieras. El fuerte crecimiento de la actividad emisora de las instituciones financieras no monetarias parece reflejar, en parte, un desplazamiento de la emisión directa por parte del sector privado no financiero hacia la emisión indirecta a través de entidades especiales de financiación (véase recuadro).

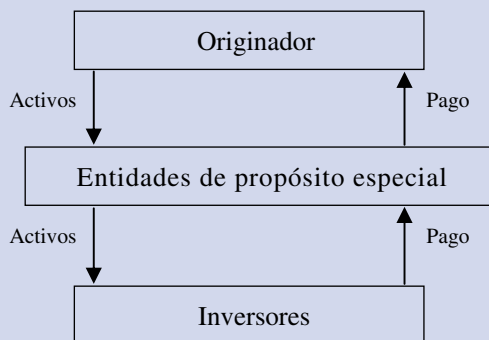
⁷ Véase B. N. Carnegie-Brown y M. King, «Development of the European bond markets», publicado en «The transformation of the European financial system», Segunda Conferencia del BCE sobre Banca Central, octubre 2002.

Recuadro

Titulización y actividad de las entidades especiales de financiación

Uno de los acontecimientos más notables ocurrido en los mercados de renta fija en los últimos años ha sido el extraordinario incremento registrado en los valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras no monetarias en la zona del euro. Este grupo incluye las empresas de seguros y los fondos de pensiones, así como otros intermediarios financieros, pero la mayor parte de la emisión de valores la realizan las entidades especiales de financiación. Estas entidades son instituciones financieras, cuyo objetivo principal es obtener fondos para un tercero, por ejemplo, una sociedad no financiera, una entidad de crédito o un fondo de inversión. Pueden pertenecer legalmente a la empresa a la que están proporcionando financiación, o pueden no tener vínculos de capital con esa empresa y crearse para facilitar una operación financiera (las denominadas entidades de propósito especial o SPV, en sus siglas inglesas). Estas entidades actúan solamente con el único fin de canalizar los fondos de los prestamistas a los prestatarios. No se les permite intervenir en actividades distintas de la operación para la que fueron creadas, e inmunizan al inversor frente a la posible quiebra del propietario original de los activos (el originador).

Gráfico A: Creación de un bono de titulización



En la zona del euro, hasta hace muy poco, estas entidades de financiación sólo existían en algunos países, y, en concreto, en los Países Bajos, donde iniciaron sus actividades a finales de los años setenta¹. Inicialmente, solían ser empresas creadas en dicho país por multinacionales extranjeras que se limitaban a captar fondos y a prestarlos o invertirlos en su propio grupo. Eran puramente sociedades instrumentales o empresas que gestionaban licencias, patentes o derechos cinematográficos. Cuando los controles cambiarios sobre las entidades de financiación dedicadas exclusivamente a captar fondos y a invertirlos en el extranjero se relajaron, las entidades especiales de financiación también pudieron obtener dinero de inversores no residentes externos a su grupo.

Más recientemente, la actividad de las entidades especiales de financiación ha estado ligada a la evolución del mercado de valores titulizados. La titulización, término que se refiere a la transformación de los activos no negociables en valores negociables, se lleva a cabo, en parte, a través de las SPV. Activos tales como los préstamos hipotecarios, que tradicionalmente se han mantenido en la cartera de préstamos de las entidades de crédito, pueden agruparse en un paquete y venderse a los inversores. En este contexto, la titulización conlleva la venta de los activos financieros por parte del originador a una entidad jurídicamente independiente, la entidad de propósito especial. Para financiar esta compra, esta entidad (en algunos casos, a través de un *trust*, cuyos beneficiarios son los inversores en los valores) emite valores negociables, conocidos habitualmente como bonos de titulización (véase gráfico A). La transferencia de los activos del originador a la SPV o a otro emisor ha de llevarse a cabo, generalmente, de modo que se produzca una «titulización verdadera» (o titulización fuera de balance). De esta forma, los activos eliminan el riesgo asociado a la posibilidad de quiebra o insolvencia de la entidad originadora.

Como forma de obtener financiación, la titulización supone varias ventajas para el originador. En primer lugar, una SPV puede, por lo general, obtener financiación más barata, ya que se le suele atribuir una calificación crediticia más alta que al primer emisor. Como los activos son separados del riesgo de crédito del originador, la prima exigida por los inversores para prestar fondos a esa empresa en especial suele ser más baja que la demandada en los mercados bancarios y de deuda tradicionales. Dependiendo de la naturaleza de la operación y de los activos requeridos, puede ser necesario mejorar la calidad crediticia del agrupamiento de los activos, complementándolo

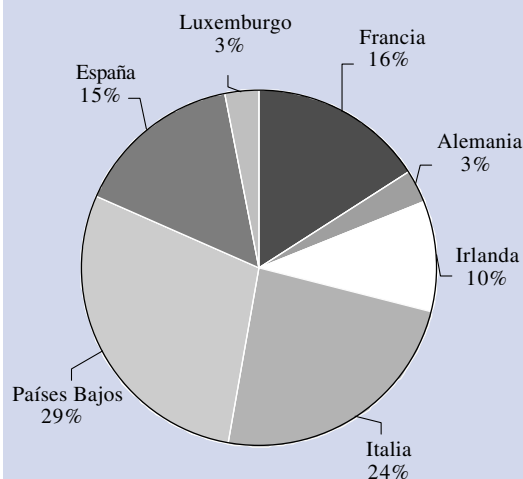
¹ Véase el boletín estadístico de marzo del 2000 del *De Nederlandsche Bank*.

con uno o varios tipos de crédito y con líneas de respaldo de la liquidez. Esto puede conseguirse de fuentes internas o de un tercero, a cambio de una comisión. En segundo lugar, las entidades con una calificación crediticia baja, o sin calificar, pueden acceder a inversores institucionales, incluidas entidades de crédito, empresas de seguros y fondos de pensiones, que con frecuencia se limitan a invertir en bonos con una calificación elevada. En tercer lugar, como técnica para obtener financiación fuera de balance, la titulización trata también de reducir el apalancamiento de una empresa mediante la venta de activos y el empleo de los ingresos procedentes de esta venta; por ejemplo, para pagar deudas a largo plazo de un mayor coste.

La actividad emisora de las entidades de propósito especial floreció en los últimos años de la década de los noventa simultáneamente a la introducción del euro. El grueso de la emisión de las instituciones financieras legalmente establecidas en los países de la zona del euro está denominado en euros. Los cambios en la normativa en varios países de la zona del euro también impulsaron el crecimiento de la actividad de las entidades de propósito especial, tanto en términos de número de emisiones como del volumen emitido (véase gráfico B).

Gráfico C: Actividad emisora de las entidades especiales de financiación¹⁾, por país del emisor

(en porcentaje de la emisión total; finales del 2002)

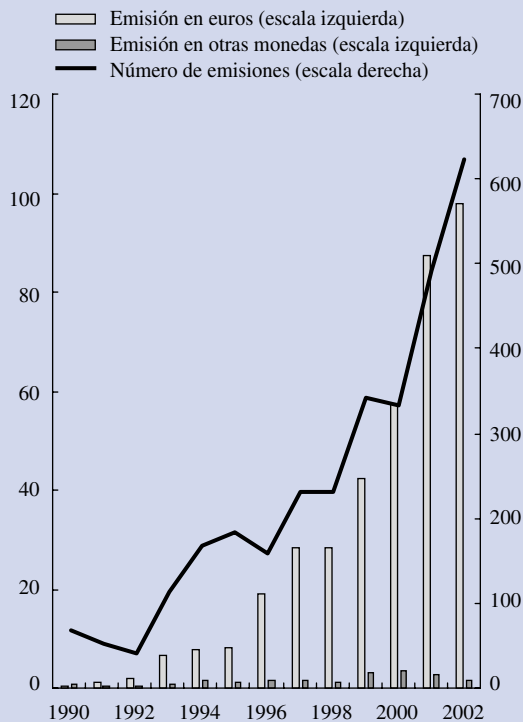


Fuente: Bondware Dealogic.

1) Las entidades especiales de financiación son las entidades de propósito especial, los vehículos de financiación (privados) y las entidades privadas de financiación, según las define Bondware Dealogic.

Gráfico B: Actividad emisora de las entidades especiales de financiación¹⁾: volumen y número

(mm de euros)



Fuente: Bondware Dealogic.

1) Las entidades especiales de financiación son las entidades de propósito especial, los vehículos de financiación (privados) y las entidades privadas de financiación, según las define Bondware Dealogic.

Las entidades de propósito especial suelen establecerse en jurisdicciones que son más favorables en relación al caso de quiebra, la protección de los inversores y el tratamiento fiscal. En la zona del euro, una jurisdicción tradicional en la que establecer estas entidades de propósito especial han sido los Países Bajos, que, en promedio, alcanzaron, entre 1990 y 2002, en torno al 30% del volumen total emitido por estas entidades. Otras jurisdicciones utilizadas habitualmente para crear entidades especiales de financiación (en particular, SPV) son Irlanda, Italia y Luxemburgo. Además, en España, Francia e Italia, las entidades que se dedican a la titulización de activos se establecen en la misma jurisdicción que el originador (véase gráfico C).

Tendencias en los mercados de deuda pública

La deuda pública representa el segmento mayor del mercado de renta fija, y, a finales del 2002, suponía el 54% del PIB. Entre los años 1998 y 2000, este porcentaje aumentó lentamente. En la década de los noventa, el peso de los valores a corto plazo en la deuda pública se redujo de forma ininterrumpida. Los menores tipos de interés a largo plazo, comparados con los registrados en los años anteriores al inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, y un entorno de estabilidad de precios crearon incentivos para que los Estados de la zona del euro alargaran el vencimiento medio de su deuda, aprovechando que la curva de rendimientos era más plana. Es posible que el proceso de ajuste terminara a finales de la década de los noventa, pues la emisión de deuda pública a corto plazo volvió a incrementarse en los años 2001 y 2002. Este incremento reflejó, en parte, el deterioro de la actividad económica y el aumento correspondiente de las necesidades de financiación del Estado, así como los beneficios presupuestarios a corto plazo derivados del reducido nivel de la rentabilidad a corto plazo.

La financiación del Estado mediante deuda ha registrado cambios importantes en los últimos años. La introducción de la moneda única se ha traducido en un aumento de la competencia entre los gestores de la deuda pública, fomentando la transparencia y la liquidez tanto en el mercado primario como en el secundario. Al mismo tiempo, los cambios en la normativa suavizaron las restricciones relativas a las tenencias de activos exteriores para ciertas categorías de inversores institucionales, a las que se les permitió diversificar su carteras financieras en el exterior. La desaparición del riesgo de tipo de cambio en la zona del euro redujo significativamente el «sesgo interno» de los inversores. Así, por ejemplo, en la zona del euro, el total de deuda pública en poder de inversores residentes descendió del 73% en 1998 al 63% en el 2002. Si se compara con los años anteriores al inicio de la tercera fase, el volumen de las emisiones individuales ha aumentado, en general, pues los Estados están interesados en proporcionar una elevada liquidez a los mercados y en acceder a las plataformas de ne-

gociación. El empleo de plataformas electrónicas de negociación en el mercado secundario ha incrementado la eficiencia y la liquidez, reduciendo, en general, los costes de financiación en que incurren los emisores.

También se ha registrado un número importante de innovaciones en la gestión de la deuda. Los gestores de deuda de la zona del euro utilizan cada vez más permutas de tipos de interés, pues les permite una mayor flexibilidad para gestionar activamente sus pasivos sin afectar al volumen de emisiones en el mercado. La participación del Estado en los mercados de *swaps* ha influido en ellos, dado el gran tamaño de sus operaciones, y ha tendido a limitar los diferenciales de *swaps* en euros⁸. Otra importante innovación ha sido la emisión de bonos indicados con la inflación. El Tesoro francés tomó esta iniciativa en octubre del 2001, cuando comenzó a emitir bonos indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco. El Estado griego hizo lo mismo en marzo del 2003, y el italiano en septiembre. Estos instrumentos financieros son de especial interés para las empresas de seguros y los fondos de pensiones, pues estos intermediarios suelen tener pasivos a largo plazo ligados a la evolución de los precios. De hecho, según el Tesoro francés, las empresas de seguros y los fondos de pensiones adquirieron en torno al 18% de los bonos franceses indicados con la inflación ofertados en la primera emisión.

En algunos países, las administraciones regionales y locales han emitido deuda para satisfacer sus necesidades de financiación, aprovechando la oportunidad de acceder a un mayor número de inversores. Los cambios en la normativa también han contribuido parcialmente en algunos países a este desarrollo, al igual que la evolución presupuestaria menos favorable y las consiguientes mayores necesidades de financiación de estas administraciones. A pesar del fuerte crecimiento registrado en la deuda emitida por las administraciones regionales y locales en los últimos años, su importancia es reducida, pues, a finales del 2002 el saldo vivo sólo ascendía, aproximadamente, al 4% de la emisión de deuda pública total en la zona del euro, y sigue estando limitada a un número reducido de países.

⁸ Véase E. Remolona y P. D. Wooldridge, *BIS Quarterly Review*, marzo 2003.

Cuadro 3

Características y actividad en el mercado de renta variable de la zona del euro

	1998	1999	2000	2001	2002
Número de empresas cotizadas	3.870	-	5.103	5.910	5.787
Número de sociedades de nueva cotización	635	937	929	820	590
Capitalización bursátil de acciones de la zona del euro cotizadas (mm de euros)	3.625	5.430	5.646	4.942	3.324
Capitalización bursátil de acciones de la zona del euro cotizadas (% del PIB)	61	88	87	72	47
Importe bruto del capital obtenido por empresas de la zona del euro a través de acciones cotizadas (mm de euros)	120	186	277	144	73
Concentración (porcentaje de la capitalización bursátil total de las diez mayores empresas)	62	68	67	62	59

Fuentes: BCE (*Report on Financial structures*), World Federation of Exchanges y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El mercado de renta variable

La evolución del saldo de las acciones cotizadas en la zona del euro siguió, en general, las subidas y los posteriores descensos de los precios de las acciones. El valor de las acciones cotizadas mantenidas por los sectores no financieros alcanzó el 64% del PIB a finales del 2001, y disminuyó hasta el 49% del PIB a finales del 2002. Las acciones cotizadas en poder de los sectores no financieros aumentaron de forma ininterrumpida entre los años 1995 y 2000, en medio de una favorable evolución de las cotizaciones. No obstante, en el 2001, esta tendencia se invirtió y el descenso continuó a lo largo del 2002, dado que las cotizaciones bajaron por tercer año consecutivo. Este prolongado descenso de las cotizaciones bursátiles se tradujo en una caída importante de las tenencias de acciones cotizadas, mientras que las participaciones en fondos de inversión apenas experimentaron cambios.

La capitalización de los mercados de renta variable de la zona del euro fue equivalente al 47% del PIB a finales del 2002 (véase cuadro 3), frente al máximo del 88% del PIB alcanzado en 1999. Esta reducción refleja, principalmente, el descenso de las cotizaciones bursátiles, pero también la reducción del número de sociedades cotizadas en las Bolsas de la zona del euro, que fue del 12% entre finales del 2001 y finales del 2002.

La evolución de las cotizaciones en los años 2001 y 2002 encareció esta fuente de financiación para las empresas de la zona del euro, por lo que se redujeron tanto las ampliaciones de capital como

las ofertas públicas iniciales. Los recursos obtenidos por las empresas de la zona del euro mediante la emisión de acciones en mercados regulados en el 2001 fue aproximadamente la mitad del volumen conseguido en el 2000, y disminuyó aún más en el 2002. Esta evolución se reflejó también en una sustancial caída del número, y del volumen, de las ofertas públicas iniciales registradas en la zona del euro en los años 2001 y 2002, en comparación con años anteriores⁹. Un desarrollo similar se produjo en los mercados primarios de acciones en Estados Unidos y en Japón (véase gráfico 6).

Las menores oportunidades de obtener capital en el mercado de acciones afectaron significativamente a las posibilidades de financiación de las empresas pertenecientes a la denominada «nueva economía», las cuales, habitualmente, carecían de activos para garantizar los préstamos. La actividad de los «mercados paralelos» (principalmente, los nuevos mercados creados entre 1996 y 2000) y especializados en la negociación de acciones de empresas tecnológicas o de empresas con una capitalización baja, que era floreciente a finales del 2000, se redujo sustancialmente. La capitalización de estos mercados paralelos, que ascendió, aproximadamente, al 3% del PIB a finales del 2000, cayó un 78% desde finales del 2000 hasta finales del año 2002. En ese período, el nuevo capital obtenido en estos mercados fue prácticamente nulo, y, de hecho, el Neuer Markt alemán tuvo que cerrar a principios del 2003.

⁹ Véase también el recuadro titulado «Evolución reciente de la emisión de acciones en la zona del euro», en la página 24 del Boletín Mensual del BCE de marzo del 2003.

Desde principios de los años noventa, varias tendencias han influido en la actividad bursátil. Se han establecido sistemas alternativos de negociación, que funcionan en red (como Internet) a la par que en los lugares tradicionales, y que ofrecen ventajas, como, por ejemplo, la posibilidad de realizar contrataciones transfronterizas y de reducir el coste de las operaciones. Aunque, tras la introducción de la moneda única parecía prevalecer la especialización y la segmentación de los mercados de renta variable, la evolución más reciente apunta a una mayor concentración, debido, probablemente, a una mayor competencia.

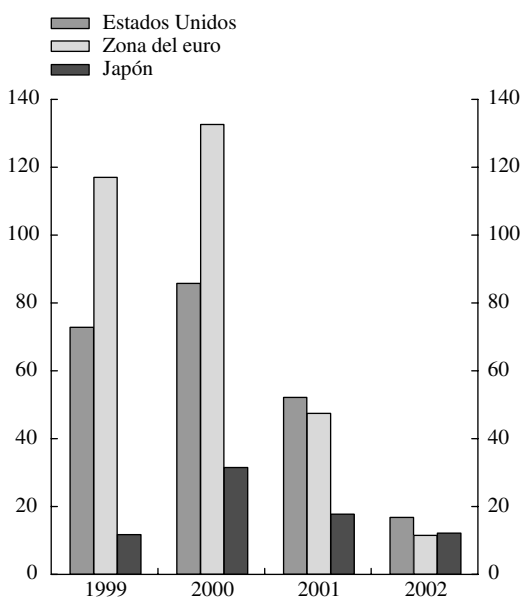
La globalización de los mercados financieros y de las operaciones de mercado ha dado lugar también a importantes avances en los sistemas de compensación y liquidación. En la infraestructura de compensación y liquidación de la zona del euro se ha registrado una cierta consolidación. Sin embargo, aún sigue utilizándose en Europa un gran número de sistemas distintos. La estructura actual deja margen para una mayor consolidación y armonización, lo que, posiblemente, generará importantes ahorros para

4 Conclusiones

El sistema financiero de la zona del euro es un sistema bien desarrollado, en el que los instrumentos intermediados y los no intermediados tienen prácticamente la misma importancia. Por ello, su situación es intermedia entre el sistema financiero de Estados Unidos, más orientado al mercado, y el japonés, más orientado a las entidades de crédito. A finales de los años noventa, el sistema financiero empezó a depender menos de la intermediación bancaria tradicional a través de préstamos y depósitos, y comenzaron a aparecer otros tipos de intermediarios financieros, al destinar los inversores más fondos a los productos de ahorro a largo plazo y a la adquisición directa de valores. La subida de las cotizaciones a finales de los años noventa tuvo una incidencia clara en el sistema financiero de la zona del euro, al reforzar algunas de sus tendencias generales; por ejemplo, el aumento de las acciones mantenidas por hogares y empre-

Gráfico 6
Volumen de ofertas públicas iniciales en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(mm de euros)



Fuente: Bondware Dealogic.

los usuarios finales (véase, asimismo, el artículo titulado «Integración de los mercados financieros europeos», en este *Boletín Mensual*).

sas. Al mismo tiempo, el mercado de renta fija privada se desarrolló, respaldado por varios factores transitorios, y aún continúa haciéndolo, pues las empresas están aprovechando la oportunidad de emitir renta fija a escala del mercado del euro. Además, la introducción de la moneda única provocó la concentración de los mercados financieros de la zona del euro. Aunque la corrección de las cotizaciones y la turbulencia general de los mercados financieros han moderado la tendencia a largo plazo, se ha producido una clara evolución hacia un sistema financiero más completo en la zona del euro. El crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios y el proceso de concentración e innovación en los mercados de renta variable han dado profundidad a los mercados y ampliando el sistema financiero, preparando el terreno para una mejor asignación del capital en la zona del euro.

Integración de los mercados financieros europeos

En el presente artículo se ofrece una panorámica del proceso de integración de los mercados financieros mayoristas actualmente en curso en Europa, y se explica el interés del BCE en dicho proceso. La integración financiera puede definirse como una situación en la que no existen fricciones que sean motivo de discriminación entre los agentes económicos a la hora de acceder al capital o realizar inversiones en los mercados financieros, en particular en razón de su ubicación. La realización de la integración financiera supone la eliminación de obstáculos al aprovechamiento óptimo de las externalidades de red y las economías de escala y de alcance de las que pueden beneficiarse los participantes en un mercado amplio, así como el establecimiento de reglas, prácticas y normas comunes a todos ellos y a los proveedores de servicios. Para fomentar la integración se requiere una interacción efectiva de las fuerzas del mercado, una acción colectiva del propio mercado para solventar los problemas de coordinación, y la acción de las autoridades públicas. Una valoración del estado actual de integración de los mercados de la zona del euro, basada especialmente en medidas cuantitativas, revela una situación heterogénea, en la que la integración sólo se ha conseguido en algunos segmentos del mercado, que se caracterizan por especificaciones normalizadas de los productos, reglas y prácticas armonizadas y la existencia de una infraestructura común. El logro de una mayor integración de los mercados exige un fuerte compromiso por parte de la UE y de las autoridades nacionales. Asimismo, el BCE considera necesario que las autoridades públicas impulsen al sector privado de la UE a desarrollar una acción colectiva para resolver los problemas de coordinación que obstaculizan la integración financiera. El BCE respalda ya varias de estas iniciativas, y seguirá ofreciendo su apoyo a las que surjan en el futuro, siempre en el ámbito de sus funciones y competencias.

I Introducción

La creación de un mercado interno de bienes, servicios, trabajo y capitales es un objetivo primordial para la UE y parte de su razón de ser. Desde la declaración inicial formulada en el Tratado de Roma en 1957, este objetivo se ha ampliado con la adopción, en 1985, del programa del mercado único y, posteriormente, con la liberalización total de los movimientos de capitales. La introducción del euro ha actuado como poderoso catalizador de la creación de un mercado financiero integrado, al eliminar el principal obstáculo a la prestación de servicios financieros transfronterizos. Al mismo tiempo, ha puesto de relieve la existencia de otros impedimentos a un mercado financiero verdaderamente integrado y la necesidad de eliminarlos. A estos efectos, en la primavera de 1999, la Comisión Europea adoptó un plan de acción para los servicios financieros (PASF), que recogía una serie de medidas legislativas y de otro tipo, orientadas a conseguir un mercado único de servicios financieros mayoristas, unos mercados minoristas abiertos y seguros y unas normas avanzadas en materia de supervisión prudencial. Los Consejos Europeos de Lisboa (marzo del 2000) y Estocolmo (marzo del 2001), de Jefes de Estado o de Gobierno, confirmaron la elevada prioridad atribuida por las autoridades políticas de la UE a la integración de los mercados financieros. El Consejo Europeo requirió la plena

aplicación del PASF para el año 2005, indicando que todas las partes interesadas debían esforzarse al máximo por conseguir la integración de los mercados de valores a finales del 2003, dando prioridad a la legislación correspondiente contemplada en el plan. Simultáneamente, bajo el impulso de los sectores público y privado han surgido numerosas iniciativas destinadas a completar la integración de los mercados financieros.

En el presente artículo se describe el proceso de integración de los mercados financieros mayoristas actualmente en curso en Europa. La sección segunda define el concepto de integración financiera en el ámbito de la UE y de la zona del euro. En la sección tercera se analizan los tres factores determinantes de la integración financiera, destacando el papel de las distintas partes que intervienen en este proceso, especialmente en lo referente a la contribución complementaria de los sectores público y privado. La sección cuarta aborda de forma más específica el interés del Banco Central Europeo en una plena integración de los mercados financieros europeos y su papel en este contexto. En la sección quinta se examina el estado actual de integración del mercado y se señalan algunas de las iniciativas puestas en marcha y los retos que plantea el proceso de integración.

2 Definición de la integración financiera en Europa

La integración financiera puede definirse como una situación en la que no existen fricciones que sean motivo de discriminación entre los agentes económicos a la hora de acceder al capital o realizar inversiones en los mercados financieros, en particular en razón de su ubicación.

El objetivo de promover la integración de los mercados financieros, como el de toda la política orientada al establecimiento de un mercado único, es fomentar una mayor eficiencia en la asignación y la posterior utilización de los recursos disponibles en la economía europea. Por lo tanto, en última instancia, la integración financiera debe medirse con respecto a esta referencia. Más concretamente, la integración financiera tiene implicaciones significativas en relación con las funciones desempeñadas por los mercados financieros, como la asignación de recursos en el tiempo y el espacio, el suministro de información, la creación de incentivos, la capacidad de gestionar los riesgos y poner los recursos en común, así como la compensación y liquidación de los pagos y de las operaciones con valores. En la realización de estas funciones, los mercados se caracterizan por la posibilidad de ofrecer importantes externalidades de red y economías de escala y de alcance. El objeto de promover la integración es aprovechar estas ventajas, que deberían redundar, en particular, en beneficio del sector empresarial y estimular la competencia y la innovación de acuerdo con las conclusiones del Consejo Europeo de Lisboa.

El nivel óptimo de integración se alcanza cuando una mayor consolidación o integración de los mercados significaría que los beneficios de la integración serían superados por la pérdida de oportunidades, especialmente en lo que respecta a la diversificación de riesgos, o que los mercados ya no estarían abiertos a la libre competencia.

Como señaló A. Lamfalussy en el primer informe del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos (noviembre del 2000), la constitución de un mercado abierto de servicios financieros y de capitales a escala europea es el complemento lógico y necesario del euro.

Los beneficios que se esperan de la integración financiera en la UE requieren la eliminación de las barreras y obstáculos que son motivo permanente de segmentación de los mercados y que proceden de disparidades innecesarias en las distintas jurisdicciones de la Unión Europea, derivadas de la diversidad de los sistemas jurídicos y de las disposiciones legales y fiscales de los Estados miembros, así como de sus diferencias culturales.

En el contexto de la UE, otro aspecto relevante de la definición de la integración financiera es el relacionado con los límites aplicables. En la medida en que la integración financiera tiene por objeto la realización de un mercado único de servicios financieros, su ámbito geográfico debería ser, en última instancia, la totalidad de la UE. Ello es particularmente importante en una Unión Europea más amplia, de la que entrarán a formar parte diez nuevos Estados miembros a partir del 2004. Dado que los nuevos miembros se acogerán a una excepción y no adoptarán el euro en el momento de su incorporación, conservarán sus poderes soberanos en materia de política monetaria. Sin embargo, la extensión geográfica del mercado único financiero incrementará sus beneficios económicos. En su último informe de junio del 2003 sobre el plan de acción para los servicios financieros, la Comisión Europea señalaba el elevado interés en que estos nuevos mercados se incorporen con fluidez al marco regulador de la UE.

Al mismo tiempo, cabe reconocer que el rasgo quizás más definitorio de cualquier sistema financiero, de hecho el elemento de conexión que justifica el uso de la palabra «sistema» para referirse a la totalidad del sector financiero, es la moneda que lo sostiene. En consecuencia, existen situaciones en las que el límite natural para la integración del sistema financiero es, o bien la zona del euro, cuando la ubicación es relevante (mercados minoristas), o bien los mercados financieros en euros (mercados mayoristas). Hasta el momento en que todos los Estados miembros de la UE hayan adoptado el euro, la valoración del nivel adecuado de integración que se ha de alcanzar en cada segmento del mercado debería analizarse por separado, en el marco de los objetivos y principios del Tratado.

3 Los tres factores determinantes de la integración

En las descripciones del actual proceso de integración de los mercados financieros europeos, se insiste a menudo en la acción que deben desarrollar las autoridades públicas, en particular a través de la legislación y la regulación. Esta expectativa se justifica por la necesidad de establecer un marco legislativo integral para el sector financiero de la UE, que recoja la libertad y los objetivos normativos comunes del mercado único en reglas basadas en principios. Sin embargo, no debe olvidarse que, si bien el contexto legislativo y regulador del sistema financiero crea las condiciones necesarias para la integración y el desarrollo financieros, los participantes en el mercado contribuyen también a crear y desarrollar el mercado único, al aprovechar, de forma individual y colectiva, las oportunidades que éste les brinda. El papel complementario de la acción de los sectores público y privado en este proceso se entiende mejor si se establece una distinción entre tres grupos de beneficiarios de la integración del mercado y los tres grupos correspondientes de acciones que contribuyen a lograr estos objetivos. En primer lugar, cada participante en el mercado, considerado de forma individual, puede esperar sacar provecho de la integración, por ejemplo, mediante la oportunidad de ganar cuotas de mercado a sus competidores, o de lanzar o disponer de una gama más amplia de productos financieros sin tener que operar en los mercados exteriores. Así, la integración puede proceder de la expresión de las fuerzas del mercado. En segundo lugar, la integración reportará beneficios a la comunidad de participantes en el mercado en su conjunto, por ejemplo a través de una mayor profundidad y liquidez del mercado, por lo que debería potenciarse mediante la acción colectiva de la comunidad financiera. Por último, la integración beneficia a la economía en su conjunto, en particular a través de las externalidades desde el sector financiero al sector no financiero, y puede propiciarse a través de la acción de las autoridades públicas. En la práctica, la consecución de un nivel óptimo de integración exige una interacción efectiva entre las fuerzas del mercado, la acción colectiva y la acción pública y, por consiguiente, también entre las distintas partes que intervienen en el proceso.

Fuerzas del mercado

El primer factor determinante de la integración financiera, de conformidad con el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, es y debería ser la expresión de las fuerzas del mercado. Como se indicaba anteriormente, los usuarios del mercado son los primeros y principales beneficiarios de la integración financiera, al verse favorecidos directamente por el menor coste de intermediación, que se deriva de una mayor competencia, y por la posibilidad de acceder a una gama más extensa de instrumentos financieros y a mayores oportunidades de diversificación de sus carteras. Los proveedores de servicios financieros pueden aprovechar también las economías de escala y de alcance que brinda un mercado más amplio.

Dado que los participantes en el mercado son los primeros en beneficiarse individualmente de la integración financiera, y suponiendo que tengan incentivos similares, la expresión de las fuerzas del mercado debería conducir a la eliminación de ineficiencias, tales como la segmentación del mercado. Puede observarse un ejemplo de integración parcial impulsada por las fuerzas del mercado en la convergencia de las prácticas de emisión de deuda soberana hacia lo que se consideraba como «mejores» prácticas, en una situación en la que los gestores de deuda se encontraban en competencia para atraer la demanda de un ahorro colectivo único.

Otro tipo de integración resultante de la expresión de las fuerzas del mercado se aprecia en los numerosos ejemplos de consolidación, especialmente mediante fusiones, que se han producido en las infraestructuras de mercado, entre bolsas de valores, cámaras de compensación y sistemas de liquidación de valores. Esta consolidación se sustenta, en gran medida, en los esfuerzos desplegados para aprovechar las economías de escala y de alcance potencialmente disponibles en un mercado más amplio. En este contexto, cabe señalar que las fuerzas del mercado sólo pueden favorecer efectivamente la integración si no existen obstáculos legislativos o

normativos que impidan la consolidación transfronteriza de la provisión de servicios financieros, la aparición de un mercado de control empresarial, o la disponibilidad de productos financieros similares en toda la zona, condición necesaria para que los proveedores de servicios financieros paneuropeos puedan establecerse en todos los campos de las finanzas.

Acción colectiva

Sin embargo, en algunas situaciones las fuerzas del mercado no son suficientes, de por sí, para eliminar las ineficiencias. Cuando los participantes en el mercado no tienen incentivos similares se producen problemas de coordinación. En tal caso, las fuerzas del mercado pueden no estar en condiciones de fomentar la integración financiera o impulsarla hacia un resultado óptimo. Para alcanzar dicho resultado será pues necesaria una acción colectiva, desde la perspectiva común de todo el mercado.

La necesidad generalizada de una acción colectiva para complementar e incrementar la libertad del mercado viene dada por la importancia de las externalidades de red del sistema financiero. Cuantos más participantes utilicen un determinado mercado, más beneficios sacarán, en términos de mayor profundidad y liquidez del mercado, reducción de los costes de transacción y mejores oportunidades de gestión de riesgos. En este contexto, una acción coordinada, que se traduzca, por ejemplo, en acuerdos sobre la normalización de las características técnicas de los instrumentos financieros, la definición de prácticas y convenciones comunes o el establecimiento de índices de referencia, puede ser muy provechosa para los participantes en el mercado.

Sin embargo, la existencia de importantes externalidades de red puede producir el efecto paradójico de ralentizar el proceso de integración del sistema financiero europeo. Unos fuertes efectos de red se asocian, frecuentemente, a elevados costes de cambio de una infraestructura —con su organización y sus correspondientes prácticas, convenciones y reglas— a otra. En el contexto europeo, los mercados nacionales se han desarrollado a lo largo de décadas, con sus propios mecanismos de coordinación y sus propias externalidades de

red internas. Para los participantes en cada uno de los mercados nacionales, el cambio a un mercado paneuropeo supone, al menos en el corto plazo, costes que pueden ralentizar la transformación del sistema europeo desde una yuxtaposición de sistemas nacionales a un sistema verdaderamente integrado, a menos que los beneficios a largo plazo de ese cambio se entiendan bien.

Así pues, una integración efectiva, guiada por el mercado, exige nuevos mecanismos de coordinación diseñados para reducir los costes del cambio de una infraestructura a otra y maximizar las externalidades de red originadas por el mercado más amplio que se crearía. Para ello se necesitan foros, como las asociaciones sectoriales europeas de todos los segmentos del sistema financiero, donde pueda llevarse a cabo dicha coordinación.

En la práctica, cuando se ha emprendido una acción colectiva dentro de un mercado se han logrado notables beneficios. Las convenciones de mercado contribuyen a la armonización de las prácticas seguidas en los mercados de la UE. En 1998 una serie de convenciones, auspiciadas por distintas organizaciones de mercado, prepararon el terreno para una integración básica de los mercados mayoristas con vistas a la introducción de la moneda única. Estas convenciones incluían las reglas aplicables al tipo de interés de referencia del mercado, el EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro: el tipo al que un banco de mejor calidad crediticia ofrece depósitos interbancarios a plazo en euros a otro a las 11 h, hora central europea). Una iniciativa similar permitió el establecimiento del tipo de interés de referencia de los depósitos interbancarios a un día sin garantías, el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día). Recientemente, mediante otra convención de mercado se ha añadido un nuevo índice de referencia, el EUREPO, el tipo al que un banco de mejor calidad crediticia ofrece fondos en euros a otro, a cambio de activos de garantía.

Acción pública

Aunque la integración financiera beneficie, principalmente, al mercado, sus efectos son mucho más extendidos. Concretamente, la integración

puede elevar el nivel de desarrollo financiero de la zona y, por ende, generar un mayor crecimiento sostenible no inflacionista. La existencia de una relación causal entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico ha sido establecida tanto por la investigación teórica como por la empírica. Uno de los medios a través de los cuales la integración financiera puede elevar el nivel de desarrollo financiero es facilitando la innovación, en la medida en que las economías de escala proporcionadas por un mercado más amplio permiten recuperar más fácilmente los costes de inversión asociados a la innovación. De una manera más general, la integración ofrece nuevas posibilidades de compartir los riesgos entre regiones, lo que, según los resultados empíricos más recientes, puede potenciar la especialización de la producción, de por sí un factor de mayor crecimiento potencial.

La integración financiera puede alterar la naturaleza de los riesgos a los que deben hacer frente el sistema financiero y el resto de la economía. A medida que se vaya produciendo la integración financiera, ésta debería conllevar cambios estructurales que pueden suponer una redistribución del riesgo (especialmente, el riesgo sistémico) y una distinta configuración de los canales de contagio. Ello significa que las autoridades públicas y, en particular, los bancos centrales y las autoridades supervisoras de la UE deben establecer mecanismos que permitan el seguimiento y análisis de esta evolución, con el fin de lograr un mejor conocimiento del cambio en el riesgo sistémico. A este respecto, el Comité de Supervisión Bancaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) ha establecido un marco para el análisis macroprudencial, que se centra, más concretamente, en la estabilidad del sector bancario. El Comité elabora informes macroprudenciales internos dos veces al año, y también informes sobre temas específicos (como la evolución del perfil y de la gestión de la liquidez de los bancos), de los que varios han sido publicados.

Los efectos generalizados de la integración financiera sobre el conjunto de la economía pue-

den justificar el apoyo de las autoridades públicas para que se consiga un resultado óptimo, por ejemplo, en situaciones en las que no pueda proporcionarse de forma privada un bien público o si se producen fallos de mercado o de coordinación. En ambos casos, no serán suficientes las fuerzas del mercado por sí solas ni la acción colectiva del sector privado para alcanzar el nivel deseado de integración.

En este contexto, la acción de las autoridades públicas puede desarrollarse de varias formas. Pueden actuar como catalizador o impulsor de la acción colectiva para ayudar a solventar los problemas de coordinación (ejemplo de ello es el papel neutral del BCE en la fijación del tipo EONIA, como servicio al sector bancario). Esta acción puede llegar hasta la intervención directa, lo que ocurrió con el desarrollo de TARGET, el sistema de grandes pagos de la UE gestionado por el SEBC, caso en el que esta intervención fue decisiva para permitir la plena integración del mercado interbancario de depósitos al inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Sin embargo, a la acción pública corresponde la responsabilidad exclusiva y fundamental de establecer un marco legislativo y regulador adecuado para garantizar la libertad y la estabilidad del mercado único. No debe infravalorarse esta función, toda vez que los mercados y los servicios financieros son actividades altamente reguladas, y tanto las fuerzas del mercado como la acción colectiva sólo pueden tener éxito si el marco jurídico y regulador ha abierto el camino, al eliminar los obstáculos y establecer reglas básicas comunes. Hasta el momento el PASF de la Comisión Europea, descrito en la introducción del presente artículo, es el elemento principal de dicho marco, orientado hacia la creación de un mercado mayorista único y un mercado minorista abierto y seguro. Dado que la mayoría de las medidas contempladas en el PASF han sido adoptadas ya o lo serán próximamente, el interés se va desplazando gradualmente hacia su plena aplicación y ejecución y hacia el seguimiento de sus efectos.

4 Interés del BCE en un sistema financiero europeo plenamente integrado

Razones del interés del BCE

La integración de los mercados financieros europeos es un objetivo y una prioridad política que el Consejo Europeo ha señalado en repetidas ocasiones. Por ello, el interés del BCE en la integración financiera y su apoyo a las iniciativas que pueden contribuir a fomentarla deben interpretarse a la luz de las disposiciones del artículo 105 del Tratado, en el que se establece que, sin perjuicio del objetivo de mantener la estabilidad de precios, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad.

Además, el BCE tiene especial interés en potenciar la integración del sistema financiero europeo. Un sistema financiero eficiente e integrado es crucial para una transmisión fluida y efectiva de la política monetaria en la zona del euro. Si bien esta valoración se aplica a todos los segmentos del sistema financiero, es particularmente importante para los segmentos del mercado más directamente relacionados con la ejecución de la política monetaria, especialmente el mercado interbancario de depósitos (sin garantías).

En el contexto de la ejecución operativa de la política monetaria, unos mercados financieros más integrados pueden ayudar también al BCE de otra manera. El Eurosistema concede crédito a sus entidades de contrapartida contra activos de garantía adecuados. En el marco actual, los activos de garantía se dividen en dos listas. La lista «dos» comprende distintos tipos de activos que cumplen los criterios nacionales de selección. Dada la necesidad de garantizar la transparencia de la política en materia de activos de garantía y un trato equitativo a todas las entidades de contrapartida, el Eurosistema está estudiando si y cómo esta heterogeneidad podría reducirse, y en qué condiciones podrían fusionarse las dos listas en una lista única, lo que dependerá, en gran medida, de una mayor armonización de las leyes y prácticas nacionales relativas a los valores y los activos de garantía.

Otra razón por la que el BCE tiene interés en la integración de los mercados financieros es el buen funcionamiento de los sistemas de pago,

para el que la integración financiera, sobre todo en lo que se refiere a infraestructura, puede ser fundamental.

Por último, la integración financiera reviste importancia para el BCE, debido a su relación con la estabilidad financiera, objetivo primordial para los bancos centrales, cuya función en este sentido viene definida en el apartado 5 del artículo 105 del Tratado, en el que se especifica, entre otras cosas, que el SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la estabilidad del sistema financiero. Un alto grado de integración influye en la estabilidad financiera. Un sistema financiero más amplio y diversificado podrá absorber mejor las perturbaciones económicas que los sistemas financieros de los distintos países. Por otro lado, un elevado grado de integración puede incrementar también el riesgo de contagio transfronterizo.

Naturaleza de la contribución del BCE a la integración financiera

A la vista de las razones por las que considera la integración financiera importante y de las áreas en las que centra su interés, el BCE no se limita a apoyar este proceso de forma pasiva, sino que interviene también de manera activa en el mismo, desarrollando una acción directa, actuando como catalizador de la acción colectiva y poniendo de manifiesto la necesidad de la integración y los medios para realizarla, todo ello a través de numerosas iniciativas de las que se ofrecen algunos ejemplos representativos a continuación. El BCE desarrolla una acción directa en el ámbito de sus competencias y en el ejercicio de sus funciones, entre las que figura el establecimiento de TARGET, que fue fundamental para la integración del mercado monetario sin garantías.

Debido a su peculiar posición institucional, en cuanto autoridad pública de ámbito paneuropeo y, a la vez, participante en el mercado, el BCE se encuentra en una buena posición para complementar y respaldar la acción de otras partes a favor de la integración financiera. En este contex-

to, la función consultiva que le atribuye el Tratado es particularmente significativa, dado que le permite contribuir a la integración de los mercados financieros, sobre todo en el ámbito normativo y jurídico. Con arreglo al apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el BCE será consultado sobre cualquier propuesta de acto comunitario y, por las autoridades nacionales, acerca de cualquier proyecto de disposición legal, que entren en su ámbito de competencias. Además, el BCE podrá presentar dictámenes a las instituciones u organismos comunitarios o a las autoridades nacionales pertinentes acerca de materias que pertenezcan al ámbito de sus competencias. En cuanto a la supervisión prudencial, a tenor del artículo 25 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, el BCE podrá brindar asesoramiento al Consejo, a la Comisión y a las autoridades competentes de los Estados miembros de la UE y ser consultado por éstos sobre el alcance y la aplicación de la legislación comunitaria relativa a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero. En algunos casos, el Tratado o los Estatutos establecen claramente una función de armonización o integración, tal como viene recogida, por ejemplo, en el artículo 5.3 de los Estatutos, según el cual el BCE contribuirá, cuando sea necesario, a la armonización de las normas y prácticas que regulen la recopilación, elaboración y distribución de estadísticas en los sectores comprendidos dentro de los ámbitos de sus competencias.

El BCE participa también en varios comités de la UE, que incluyen entre sus tareas contribuir a la integración financiera. Uno de ellos es el Comité Económico y Financiero y su grupo de trabajo sobre deuda pública de la UE (el Grupo Brouhns). El BCE participa como observador en el Comité de Servicios Financieros, creado recientemente y que sucede al Grupo de Política de Servicios Financieros. En el nuevo marco institucional, el Comité de Servicios Financieros asesora al Consejo de la UE y a la Comisión sobre una serie de cuestiones relacionadas con los mercados financieros, tanto en el ámbito interno (por ejemplo, el mercado único, incluida la ejecución del PASF) como en el externo (por ejemplo, la Organización Mundial del Comercio). El BCE colabora estrechamente con el Comité de Regu-

ladores Europeos de Valores (CREV), con el que ha constituido un grupo de trabajo conjunto sobre cuestiones de interés común en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de valores¹. A excepción del sector de seguros, el BCE participará también en los nuevos comités europeos de regulación y supervisión que se crearán en un futuro próximo para los distintos sectores financieros (véase sección 5).

Un ejemplo de acción pública en la que intervenga el BCE es el trabajo emprendido recientemente por el SEBC y el CREV con el fin de establecer estándares para los sistemas de compensación y liquidación de valores. Uno de los objetivos del trabajo es fomentar y sostener la integración de los mercados europeos mediante el establecimiento de un conjunto único de estándares, que proporcione un marco regulador claro y racional y no imponga costes demasiado elevados a los participantes en el mercado. Más concretamente, algunos estándares, en particular los relacionados con los ciclos de liquidación, los criterios de acceso y la eficiencia, requieren expresamente un grado de armonización a nivel comunitario. Tal y como señala el segundo informe sobre mecanismos de compensación y liquidación de la UE, de abril del 2003, del Grupo Giovannini (el Informe Giovannini), la armonización de los ciclos de liquidación es un elemento importante para lograr unos mercados de *repos* más integrados. Sin embargo, esta armonización será costosa, dado que puede exigir una profunda revisión de las actuales prácticas de mercado. El trabajo conjunto del SEBC y el CREV solicita un análisis más exhaustivo para determinar el nivel apropiado de armonización.

Además de su cooperación con otras autoridades públicas, el BCE actúa también en colaboración con el sector privado para promover una acción colectiva. Por ejemplo, el BCE impulsó el establecimiento del EONIA. A petición y en nombre de las asociaciones de mercado, el BCE recopila los datos a partir de los cuales se obtiene el índice y calcula diariamente el tipo de interés de referencia. Otro ejemplo de participación del BCE en apoyo de una iniciativa del sector privado es el del trabajo que está llevando a cabo un grupo de

¹ Véase http://www.ecb.int/pub/cons/cesr2003/ecbcesr_announce.pdf

participantes en el mercado bajo los auspicios de la Asociación de Mercados Financieros (ACI), con vistas a realizar la integración efectiva de los múltiples mercados de valores a corto plazo existentes en Europa. El objeto de esta iniciativa, que se basa en la información procedente de los emisores, inversores, intermediarios y proveedores de infraestructuras de toda la UE, es definir convenciones y prácticas de mercado comunes aplicables a los valores a corto plazo de la zona, creando así un mercado único de hecho para estos activos. Como en el caso del EONIA, el BCE impulsó esta iniciativa. En particular, a petición y en nombre de participantes del sector privado, el BCE realizó una consulta en el mercado sobre los medios para potenciar la integración de este segmento específico del mercado². Asimismo, se puede solicitar al BCE que desempeñe determinadas funciones, como la compilación de estadísticas, para contribuir al buen funcionamiento de ese mercado.

Otra iniciativa del sector privado auspiciada por el BCE fue la creación del Grupo de Letrados de los Mercados Financieros Europeos, que viene celebrando sus reuniones en la sede del BCE en Fráncfort desde 1999³. Los miembros de este grupo son seleccionados, en función de su experiencia personal, entre los letrados jefe de las entidades de crédito de la UE que desarrollan una mayor actividad en los mercados financieros europeos. Reconociendo que, pese a la introducción del euro, la integración de los mercados financieros europeos está todavía obstaculizada por la falta de un conjunto único de normas legales y prácticas contractuales armonizadas, uno de los temas debatidos en el seno del grupo de letrados es el fomento de iniciativas que promuevan la armonización de las leyes y prácticas que regulan las actividades de los mercados financieros. Entre las cuestiones tratadas hasta el momento figuran las barreras jurídicas a la utilización transfronteriza de activos de garantía (prendas y transferencia de títulos de propiedad), abordadas en la Directiva de la UE sobre acuerdos de garantía financiera, los obstáculos legales a la integración de los mercados de valores a corto plazo

(en colaboración con la ACI) y la armonización del marco jurídico de los derechos sobre determinados instrumentos financieros de la UE registrados en anotaciones en cuenta.

Una importante iniciativa guiada por el mercado fue el Contrato Marco para Operaciones Financieras establecido por la Federación Bancaria Europea en enero del 2001 para armonizar la documentación contractual⁴. Redactado en inglés, francés, alemán, italiano, español y portugués y sujeto a la legislación elegida por las partes contratantes, este contrato marco multilingüe, válido en varias jurisdicciones y aplicable a numerosos productos, tiene por objeto reunir en uno solo los distintos contratos marco de la zona del euro relativos a la documentación de las operaciones de compraventa con pacto de recompra y préstamos de valores y, en un futuro próximo, también la de las operaciones con divisas y derivados. El propio BCE utiliza este contrato marco en sus operaciones de compraventa con pacto de recompra con todas las entidades de contrapartida radicadas en la UE y en Suiza.

Los foros en los que el BCE colabora con terceros para dar a conocer distintos aspectos de la integración financiera, especialmente sus efectos, se extienden también a los círculos académicos. En efecto, el BCE ha establecido, en colaboración con representantes del mundo académico, una red de investigación sobre los mercados de capitales y la integración financiera en Europa, cuyo propósito es estimular la investigación, con el fin de mejorar el conocimiento de la integración presente y futura, y de la estructura del sistema financiero europeo⁵. Con la creación de esta red y la publicación de los resultados de los trabajos realizados, el BCE pretende proporcionar un sólido respaldo teórico y empírico a las iniciativas que los sectores público o privado puedan adoptar en el futuro para potenciar la integración de los mercados.

² Véase <http://www.ecb.int/pub/cons/acif/>

³ Véase <http://www.efmlg.org/>

⁴ Véase http://www.fbe.be/downloads/EMA_3.pdf

⁵ Véase <http://www.eu-financial-system.org>

5 Estado actual de la integración y retos planteados

Indicadores de integración financiera

Para valorar el estado actual de la integración, y siempre que exista cierto grado de comparabilidad entre los productos y servicios de los distintos Estados miembros, es necesario, en principio, evaluar la medida en que las consideraciones geográficas afectan al precio de los instrumentos financieros y al comportamiento de los participantes en el mercado. Para ello se puede comprobar si es válida la ley del precio único, es decir, si instrumentos financieros similares, con un mismo perfil de riesgo y rendimiento, se negocian al mismo precio, independientemente del lugar de emisión, negociación, liquidación y custodia. Los indicadores que muestran en qué medida los participantes en el mercado desarrollan actividades transfronterizas ofrecen también alguna indicación del grado de integración del mercado. Si no existen restricciones geográficas, en teoría los inversores no deberían verse afectados por un determinado sesgo local, es decir, una preferencia por instrumentos emitidos en su país en lugar de en otras regiones.

Con todo, estos indicadores deben complementarse con una valoración general del grado de integración del sistema financiero, para determinar si la diversidad de los mercados puede explicarse por distintas necesidades económicas y si los mercados permiten la asignación y utilización más eficientes del capital.

Con vistas a realizar un seguimiento dinámico del proceso de integración financiera en Europa, la Comisión Europea está desarrollando un amplio conjunto de indicadores relativos a la convergencia de los tipos de interés, la extensión de las actividades transfronterizas, la eficiencia en términos de coste y el poder de mercado. Estos indicadores deberían permitir, en particular, identificar los desajustes técnicos, legales y normativos que entorpecen el proceso y proporcionar una base para establecer prioridades en las medidas a adoptar en la UE. En el recuadro se describen algunas de las medidas cuantitativas de la integración financiera desarrolladas por el BCE y aplicadas a los mercados monetarios, de deuda pública y de renta variable de la zona del euro.

Recuadro

Medición de la integración financiera de la zona del euro

La mayor implicación de la integración financiera en una determinada zona geográfica es que la ley del precio único debería ser válida en los mercados financieros de dicha zona. En este contexto, la ley del precio único establece que los activos que presenten las mismas características de riesgo deberían tener el mismo rendimiento esperado, independientemente de la ubicación o identidad de los emisores o titulares de estos activos. La plena integración financiera de la zona del euro implicaría, pues, que activos comparables y disponibles en las distintas jurisdicciones de la zona del euro y que generen flujos de caja idénticos se negocien al mismo precio en todos los países de la zona. En algunos mercados, como los mercados monetarios y de deuda pública, con frecuencia los activos son lo suficientemente comparables para permitir la medición directa de las diferencias de precios, que se utilizará como indicador del grado de integración. En otros casos, como los mercados de renta variable, en la práctica es muy difícil encontrar valores de distintos mercados que tengan flujos de caja y características de riesgo lo suficientemente similares para permitir utilizar simples comparaciones de precios como medidas de integración. En estos casos, las medidas de integración deben estimar la importancia relativa de factores comunes a la zona del euro en los precios de los activos (riesgo sistemático), en contraposición a factores idiosincrásicos (especialmente, los factores nacionales). En este recuadro se presenta una selección de medidas de integración financiera, basadas en la ley del precio único, y se aplican estas medidas a los mercados monetarios, de deuda pública y de renta variable de la zona del euro¹.

¹ Podrán encontrarse más detalles sobre estas medidas, así como resultados adicionales basados en medidas alternativas de integración y otros segmentos del mercado, en el documento titulado «Measuring financial integration in the euro area» de Baele et al, perteneciente a la serie de Occasional Papers del BCE, de próxima publicación.

La primera medida consiste en reflejar directamente las diferencias de precios dentro de un país en relación con las diferencias de precios entre países. En el gráfico A esta medida se refiere al mercado monetario y, más concretamente, al mercado del euro a un día sin garantías. El BCE tiene especial interés en este mercado, dada su importancia para la ejecución de la política monetaria. Por otro lado, se dispone de información muy detallada sobre los tipos de interés de toda la zona del euro, ya que el cálculo del EONIA se realiza a partir de los tipos de interés diarios proporcionados por cada uno de los bancos incluidos en el EONIA, ponderados por el volumen de préstamos. La curva que aparece en el gráfico muestra la ratio de las diferencias medias de los tipos de interés a un día entre los bancos del EONIA radicados en *distintos países* de la zona del euro en relación con las diferencias medias de los tipos de interés a un día entre los bancos del EONIA radicados en un *mismo país* de la zona. Partiendo del supuesto plausible de que los mercados monetarios nacionales estén totalmente integrados, una ratio muy próxima a 1 indica que el

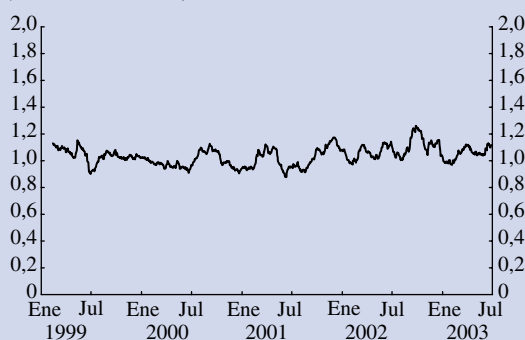
mercado del euro a un día está también plenamente integrado. Cuanto más por encima de 1 se sitúe la ratio, menos integrado será el mercado. Dado que la curva ha estado oscilando dentro de un margen bastante estrecho alrededor de 1 desde comienzos de 1999, en el gráfico A se aprecia claramente que el mercado del euro a un día sin garantías ha mostrado un elevado grado de integración desde el inicio de la tercera fase de la UEM.

Las otras dos medidas presentadas en este recuadro son más indirectas, ya que se estima como indicador de la integración la importancia relativa de los factores comunes a la zona. La lógica de estas medidas es que, si no existen barreras a la inversión internacional, los inversores pueden diversificar los riesgos de perturbaciones locales manteniendo activos de distintos países. Por consiguiente, estas perturbaciones no deberían constituir una fuente de riesgo sistemático. En mercados financieros plenamente integrados, el rendimiento de activos similares debería ser igual en todos los países y sólo se vería influido por factores comunes a todos ellos.

El gráfico B muestra una de estas medidas, aplicada al mercado de deuda pública de la zona del euro. La curva representada en el gráfico se obtiene a partir de regresiones que estiman en qué medida el rendimiento de la deuda pública a diez años de los distintos países de la zona del euro responde a un factor común a la zona, constituido por el rendimiento de referencia para este plazo, que incorpora todos los factores comunes relativos al precio en el área respectiva. Si el coeficiente de la estimación para un determinado país de la zona del euro está próximo a 1, esto significa que la deuda pública de ese país presenta un elevado nivel de integración en el mercado de la zona. Cuanto más por debajo de 1 se sitúe el coeficiente, menos integrada será la deuda pública. En el caso del gráfico B, la curva se calcula como promedio de las diferencias de los coeficientes con respecto a 1 en todos los países de la zona del euro, por

Gráfico A: Integración de los mercados a un día de la zona del euro: ratio entre las desviaciones medias de los tipos de interés entre distintos países y las desviaciones medias de los tipos de interés dentro de un mismo país

(media móvil de 30 días)



Fuentes: Federación Bancaria Europea y BCE.

Nota: Las desviaciones se calculan como valores absolutos de las diferencias de tipos de interés entre todas las combinaciones posibles de tipos entre entidades de crédito radicadas en distintos países o en el mismo país.

Gráfico B: Integración de los mercados de deuda pública de la zona del euro: desviación media entre países con respecto a 1 de la respuesta de variaciones del rendimiento de la deuda pública a diez años de cada país a variaciones del rendimiento de referencia de la zona del euro

(estimación para un horizonte cambiante de 18 meses)



Fuente: BCE.

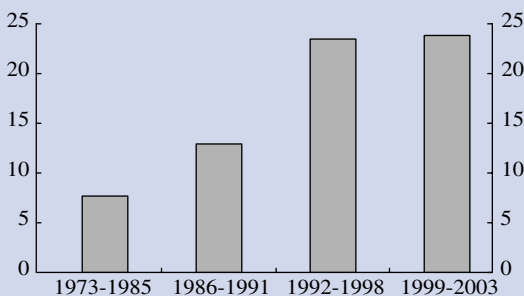
Nota: El gráfico muestra la desviación media respecto a 1 de un coeficiente de regresión, que mide la respuesta de variaciones del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro (utilizando los bonos alemanes a diez años como referencia).

lo que un valor más cercano a 0 indica una mayor integración y un valor más próximo a 1 señala una menor integración. El perfil de la curva sugiere que la introducción del euro llevada a cabo en 1999 estuvo acompañada por un notable aumento de la integración del mercado de deuda pública a diez años de la zona del euro (el indicador de integración desciende de en torno a 0,7 en el año 1998 a alrededor de 0,1 en el 2000, nivel en el que se mantiene desde entonces). Sin embargo, el nivel actual de integración ha avanzado menos que el del mercado monetario, ya que el indicador no ha disminuido todavía sistemáticamente por debajo de 0,1. Así pues, persisten algunos obstáculos a la plena integración del mercado de deuda pública. Además, a mediados de los años noventa, hubo ya un período en el que el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro fluctuó prácticamente en línea con la referencia de la zona, aunque en menor medida que después de la introducción del euro.

El gráfico C presenta los resultados de otra de estas medidas indirectas, esta vez aplicada a los mercados de renta variable de la zona del euro. Las barras del gráfico se refieren a las ratios medias de varianzas entre los países de la zona, que miden la parte de volatilidad local del rendimiento de los valores de renta variable atribuida a perturbaciones intrínsecas de la zona del euro. Las ratios, estimadas utilizando un enfoque que permite la variación de las varianzas a lo largo del tiempo, aíslan las perturbaciones comunes a la zona del euro de las que se originan en el resto del mundo, aproximadas por perturbaciones en los mercados de renta variable estadounidenses. Cuanto más elevada sea la ratio de varianzas de las perturbaciones de la zona del euro, más integrados serán los mercados de renta variable, siendo el límite el 100%. En conjunto, los resultados que aparecen en el gráfico sugieren que la integración de los mercados de renta variable de la zona del euro ha avanzado considerablemente desde los años setenta. La ratio media de varianzas de la zona del euro ha aumentado de en torno a un 8% en el período 1973-1986 a casi el 25% en el período posterior a la introducción del euro, aunque el incremento medio registrado más recientemente entre los años 1999 y 2003 ha sido poco significativo. Pese al aumento general observado en las últimas décadas, el hecho de que la ratio media de varianzas no supere el 25% puede interpretarse como señal de que el nivel de integración de los mercados de renta variable alcanzado hasta el momento no es particularmente elevado. En efecto, si bien las tres medidas presentadas en este recuadro no son directamente comparables, parece que los mercados de renta variable pueden ser los mercados menos integrados de los tres ejemplos ofrecidos.

Gráfico C: Integración de los mercados de renta variable de la zona del euro: porcentaje medio de variaciones de las cotizaciones bursátiles explicadas por perturbaciones intrínsecas de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: Datastream y BCE.

Nota: El gráfico refleja la importancia relativa de factores de la zona del euro (excluido el impacto común de fluctuaciones del mercado de renta variable de Estados Unidos) para explicar la varianzas del índice bursátil de cada uno de los países de la zona del euro (ratio de varianzas), como promedio de los países durante cuatro períodos distintos. Las varianzas correspondientes a cada país, así como la varianzas común de la zona del euro y la de Estados Unidos, se han estimado utilizando el modelo GARCH.

Heterogeneidad de los segmentos del mercado mayorista de capitales

La valoración que puede hacerse a partir de estas medidas cuantitativas es que, casi cinco años después de la introducción del euro, el nivel de integración alcanzado en los distintos segmentos del mercado mayorista de capitales europeo es todavía heterogéneo. La integración parece haber avanzado con mayor rapidez y profundidad

en segmentos del mercado en los que las especificaciones de los productos han sido establecidas a nivel de mercado, las reglas aplicables a las operaciones y las prácticas seguidas por los participantes han sido armonizadas en toda la zona, y existe una estructura común. Aparte el mercado monetario interbancario sin garantías mencionado anteriormente, otro ejemplo de segmento del mercado perfectamente integrado es el mercado de swaps de tipos de interés a un día, en el que la

definición del producto (basada en la referencia del EONIA) está totalmente armonizada. También puede considerarse que los mercados de derivados, incluidos los futuros sobre instrumentos del mercado monetario y sobre deuda pública, están perfectamente integrados, en el sentido de que todos los participantes en el mercado utilizan los mismos productos normalizados y la misma infraestructura, y siguen las mismas reglas de mercado.

En los mercados en los que persiste la segmentación de la infraestructura, especialmente en la compensación y liquidación de valores, se ha logrado un menor nivel de integración. Este es el caso, por ejemplo, del mercado monetario con garantías (mercado de *repos*), en el que, pese a la acción colectiva de los participantes en el mercado para armonizar las especificaciones de los productos, siguen existiendo obstáculos a la plena integración.

Puede hacerse una valoración prácticamente similar de los segmentos del mercado en los que las especificaciones del mercado no están totalmente armonizadas. Como ejemplos pueden citarse el mercado de renta fija, en general, y el segmento del mercado de deuda pública, en particular. La convergencia de las características técnicas de los bonos franceses y griegos indicados con la inflación denominados en euros sugiere, sin embargo, que se trata de un subsegmento del mercado en el que parece que se esté consiguiendo la integración a través de la armonización de las especificaciones de los productos.

Los mercados de valores distintos de acciones de alto rendimiento y de bonos de titulización, que pueden desempeñar ambos un papel importante para permitir la difusión de los riesgos en toda la zona, permanecen fragmentados y no están muy desarrollados. Ello es consecuencia, en parte, de la falta de armonización de las especificaciones de los productos, a su vez reflejo, entre otras cosas, de diferencias en las leyes concursales nacionales.

Otro ejemplo de mercado integrado de manera imperfecta es el de valores a corto plazo, en el que la falta de armonización de las características

de los productos a nivel europeo conduce a una segmentación del mercado. En este contexto, cabe señalar que los participantes en ese mercado se están esforzando por lograr una mayor normalización de los productos y facilitar la integración mediante la iniciativa relativa a los valores a corto plazo descrita en la sección 4.

Retos planteados

El 15 de julio de 2003, el Consejo ECOFIN invitó al Comité de Servicios Financieros a que examinara el avance general de la integración financiera y sus beneficios económicos, especialmente en relación con la ejecución del PASF. También solicitó que analizara las principales áreas en las que una mayor integración pudiera proporcionar beneficios económicos significativos a la UE, y que señalara las áreas en las que fuese necesario realizar progresos de forma prioritaria para conseguir un mercado comunitario de servicios financieros verdaderamente integrado. Durante la primavera del 2004, el Comité informará sobre sus trabajos, que servirán para preparar un debate político en el Consejo sobre las áreas que requerirán una acción prioritaria. Dentro de su ámbito de competencias, el BCE desea contribuir al máximo a la preparación de la estrategia posterior al PASF. Entre los retos inmediatos y continuos que plantea la integración financiera, la consolidación de la infraestructura financiera y los mecanismos de supervisión y regulación del sector financiero de la UE son temas de gran importancia. Por otro lado, las distorsiones derivadas de diferencias en los sistemas fiscales siguen siendo motivo de preocupación.

Dado el papel fundamental que parece tener el establecimiento de una infraestructura común en el proceso de integración de los mercados de capitales, el trabajo que está llevando a cabo actualmente el Grupo Giovannini puede facilitar considerablemente una mayor integración de los mercados de valores. El Grupo Giovannini, que asesora a la Comisión Europea, es un foro de expertos del sector financiero, presidido por Alberto Giovannini, en el que participan también activamente representantes del BCE. El grupo ha estudiado la naturaleza de los obstáculos que siguen impidiendo una integración completa de los

mecanismos de compensación y liquidación de la UE, y los medios para eliminarlos. De los quince impedimentos identificados, dos están relacionados con la fiscalidad y tres con la seguridad jurídica. Sin embargo, no menos de diez obstáculos proceden de los requisitos técnicos y de las prácticas de mercado, es decir, de cuestiones que los propios participantes en el mercado pueden resolver mediante una acción coordinada, a veces con la ayuda o la responsabilidad compartida del sector público. Además, el grupo ha sugerido las acciones específicas que permitirían eliminar cada una de estas barreras y ha señalado la institución que podría actuar como coordinador en los casos en los que se requiera una actuación coordinada.

En la actualidad se están examinando todos los mecanismos de regulación, supervisión y estabilidad financieras de la UE. Este análisis, que debería contribuir a una mayor integración de la arquitectura financiera institucional de la UE, fue impulsado inicialmente por el informe del 2001 del Comité Lamfalussy sobre la regulación de los mercados de valores europeos. El Comité de Sabios formuló una serie de recomendaciones para incrementar la rapidez y la eficiencia del sistema europeo de regulación y supervisión de los valores. Una revisión de la estructura existente fue considerada necesaria para hacer frente a los retos de los mercados financieros modernos. Asimismo, de acuerdo con las recomendaciones contenidas en dos informes del Comité Econó-

mico y Financiero, y tras realizarse una consulta pública, el ECOFIN decidió, a finales del 2002, extender el enfoque del Comité de Sabios, es decir, los elementos del proceso regulador aplicados en el sector de valores, a todo el sector financiero. Uno de los principales retos en el futuro será hacer funcionar esta nueva arquitectura financiera (que comprende una red de reguladores y supervisores financieros) de una manera rápida, efectiva y flexible. Como señaló el Grupo Interinstitucional de Seguimiento en su primer informe provisional de mayo del 2003, el éxito del enfoque Lamfalussy dependerá de que la legislación del Nivel 1 no sea demasiado detallada⁶. Por otra parte, la legislación del Nivel 2 no debería ser una amalgama de reglas detalladas existentes. La experiencia inicial con la legislación del Nivel 1 parece ir más allá de lo que se entiende por «principios marco» en el enfoque Lamfalussy. Al mismo tiempo, en los últimos años, los Estados miembros han aprobado leyes financieras nacionales que no aplican el todavía reciente enfoque Lamfalussy, lo que da lugar a una mayor diversificación del marco legislativo de los servicios financieros.

Otro campo en el que deben realizarse avances en la integración de los mercados financieros es el del sistema fiscal, que presenta todavía notables distorsiones dentro de la UE. El área más crítica de dicho sistema, la relativa a la fiscalidad de los rendimientos del ahorro, ha sido objeto de una Directiva adoptada en junio del 2003.

6 Conclusión

A la vista de los considerables beneficios que la integración financiera europea puede reportar a la economía en general, la situación actual, en la que numerosos segmentos del mercado no muestran todavía un grado suficiente de integración, exige un compromiso constante de todas las partes interesadas para potenciar este proceso hasta alcanzar la plena integración. El propio BCE tiene la intención de contribuir activamente a fomentar la integración financiera europea en el ámbito de sus funciones y competencias, objetivo que deben perseguir también las demás autoridades públicas de la UE. Ello implica, de forma especial, el compromiso inquebrantable, por

parte de las autoridades nacionales, de establecer un marco legislativo y regulador que pueda proporcionar libertad y estabilidad financiera en el mercado único, con el pleno reconocimiento

⁶ El enfoque Lamfalussy es un proceso de cuatro niveles de aprobación de la legislación relativa a la regulación de los valores. El Nivel 1 comprende los principios marco, recogidos en Directivas o Reglamentos, que se han de adoptar mediante los procedimientos legislativos normales de la UE. El Nivel 2 dispone la aplicación de medidas detalladas con arreglo a los principios marco del Nivel 1. El Nivel 3 propicia la cooperación y las redes de contactos entre los reguladores de valores de la UE para garantizar la transposición uniforme y equivalente de la legislación de los Niveles 1 y 2. El Nivel 4 refuerza la ejecución de la legislación, especialmente de la comunitaria por parte de la Comisión Europea, mediante la cooperación entre los Estados miembros, sus reguladores y el sector privado.

de que la libertad de participar en el mercado y su estabilidad son cuestiones de interés público en Europa.

Además de la acción de las autoridades públicas, parece que, bien utilizada, la acción colectiva de los participantes en el mercado puede ser extraordinariamente beneficiosa para lograr no sólo la integración, sino también la convergencia hacia las mejores normas de mercado. La comunidad financiera en su conjunto puede obtener beneficios de

una investigación más sistemática de situaciones en las que la acción colectiva puede contribuir al desarrollo de un mercado de servicios financieros integrado. En este contexto, en numerosas ocasiones, de las que sólo algunas se han mencionado en el presente artículo, el BCE ha impulsado dicha acción colectiva en el sector privado, para resolver problemas de coordinación que obstaculizaban la integración financiera. Por todo ello, es previsible que brinde también su respaldo a iniciativas similares en el futuro.



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 de las IFM de la zona del euro	12*
2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluido el Eurosistema	14*
2.3 Agregados monetarios y contrapartidas	16*
2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	20*
2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	23*
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM	26*
2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM	27*
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 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*
8 Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluidas las reservas)	

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

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*
	Notas técnicas	85*
	Notas generales	89*

Signos utilizados en los cuadros

- “–” inexistencia del fenómeno considerado / dato no aplicable
- “.” dato no disponible por el momento
- “...” cero o no significativo
- “mm” 10⁹
- ^(p) 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 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ¹⁾²⁾		Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores emitidos por sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	Media móvil de 3 meses (centrada)					4
2001	3,6	4,2	5,4	-	7,8	27,7	4,26	5,03
2002	7,3	6,5	7,2	-	5,3	21,7	3,32	4,92
2002 IV	8,8	6,7	7,0	-	4,8	15,6	3,11	4,54
2003 I	10,3	7,1	7,6	-	4,9	16,7	2,69	4,16
II	11,4	8,2	8,4	-	4,6	20,2	2,37	3,96
III	.	.	.	-	.	.	2,14	4,16
2003 Abr	11,2	8,0	8,7	8,4	4,7	20,1	2,54	4,23
May	11,4	8,5	8,5	8,5	4,6	20,2	2,41	3,92
Jun	11,4	8,4	8,4	8,5	4,5	22,0	2,15	3,72
Jul	11,6	8,5	8,6	8,4	4,9	21,6	2,13	4,06
Ago	11,8	8,5	8,2	.	5,0	.	2,14	4,20
Sep	.	.	.	.	.	.	2,15	4,23

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	3,4	1,6	0,5	82,9	1,4	8,0
2002	2,3	0,0	3,5	0,8	-0,5	81,4	0,4	8,4
2002 IV	2,3	1,3	3,5	1,1	1,2	81,5	0,1	8,6
2003 I	2,3	2,4	2,7	0,8	1,2	81,1	0,0	8,7
II	1,9	1,5	2,9	0,2	-0,6	80,7	0,0	8,8
III	.	.	.	.	.	.	.	.
2003 Abr	2,1	1,7	-	-	0,9	80,8	-	8,8
May	1,8	1,3	-	-	-1,2	-	-	8,8
Jun	1,9	1,4	-	-	-1,4	-	-	8,8
Jul	1,9	1,4	-	-	0,7	80,6	-	8,8
Ago	2,1	.	-	-	.	-	-	8,8
Sep	2,1	.	-	-	.	-	-	.

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: grupo amplio (1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense / euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
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 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	-2,7	26,6	3,6	30,2	326,1	107,9	102,9	1,137
III	.	.	.	.	.	106,9	101,9	1,125
2003 Abr	-8,5	7,4	-20,2	9,3	332,4	105,2	100,4	1,085
May	0,8	8,3	-0,2	8,0	323,1	109,1	104,0	1,158
Jun	5,1	10,9	24,0	12,9	326,1	109,3	104,4	1,166
Jul	2,0	15,3	-3,6	-35,3	328,9	107,8	102,8	1,137
Ago	.	.	.	.	346,8	106,6	101,6	1,114
Sep	.	.	.	.	.	106,4	101,2	1,122

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	2 May	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
	6 Jun	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
	4 Jul	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
	1 Ago	119.993	203.971	15.194	4.265	252.077	207.000	44.995	0
	8	119.993	203.221	15.241	4.417	262.070	217.000	44.995	0
	15	119.993	202.993	14.651	4.377	250.023	205.000	44.995	0
	22	119.785	202.243	14.849	4.847	251.678	204.998	44.995	0
	29	119.785	203.484	15.186	4.554	264.053	219.000	44.994	0
	5 Sep	119.785	201.457	15.218	4.449	260.028	215.000	44.994	0
	12	119.785	202.580	14.568	4.541	253.037	207.999	44.994	0
	19	119.779	199.598	16.374	4.452	263.034	218.002	44.994	0
	26	119.722	202.375	14.800	4.579	276.082	231.001	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	2 May	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
	6 Jun	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
	4 Jul	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
	1 Ago	392.088	125.977	125.904	70	0	0	3	31	2.029
	8	395.055	134.631	134.608	19	0	0	4	31	2.029
	15	395.013	129.178	129.166	8	0	0	4	31	2.029
	22	390.047	136.245	134.996	1.240	0	0	9	51	2.029
	29	390.447	131.016	131.001	6	0	0	9	51	2.029
	5 Sep	393.914	133.418	133.333	75	0	0	10	51	2.029
	12	393.631	131.334	131.310	22	0	0	2	51	2.029
	19	392.056	129.143	128.660	481	0	0	2	51	2.029
	26	391.457	135.669	135.655	14	0	0	0	75	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	1	8	111	40.295	44.273	109.631	760.351	2003	2 May
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		6 Jun
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		4 Jul
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
0	25	57	212	46.937	43.782	116.511	802.942		1 Ago
0	14	61	235	47.092	43.788	116.526	812.583		8
0	16	12	236	47.182	43.762	115.175	798.392		15
0	1.671	14	318	47.908	43.763	114.823	800.214		22
0	25	34	346	48.499	43.763	115.140	814.810		29
0	7	27	357	49.344	43.763	115.100	809.501		5 Sep
0	9	35	301	50.047	43.763	115.736	804.358		12
0	8	30	288	50.444	43.783	115.822	813.574		19
0	49	32	348	51.164	43.783	116.386	829.239		26

								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		
40.143	9.506	1.048	12.990	6.168	65.853	67.910	64.657	760.351	2003	2 May
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		6 Jun
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		4 Jul
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
56.814	9.076	888	16.250	5.997	66.580	62.226	64.986	802.942		1 Ago
55.558	9.032	846	15.781	5.997	66.410	62.226	64.987	812.583		8
48.668	9.409	835	14.812	5.997	65.205	62.226	64.989	798.392		15
48.778	9.319	836	14.927	5.997	64.768	62.226	64.991	800.214		22
66.934	9.419	835	16.539	5.997	64.325	62.226	64.992	814.810		29
57.005	9.659	805	15.029	5.997	64.375	62.226	64.993	809.501		5 Sep
54.235	9.597	820	14.953	5.997	64.491	62.226	64.994	804.358		12
67.696	9.285	794	13.816	5.997	65.483	62.226	64.998	813.574		19
76.112	9.329	760	15.420	5.997	65.165	62.226	65.000	829.239		26

Cuadro 1.2

Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

- 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^{1) 2)}

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación ³⁾

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 ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	
2003 7 May	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	
4 Jun	72.372	72.372	-	2,50	2,50	2,50	14	
9	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	
2 Jul	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	
6 Ago	174.505	144.000	-	2,00	2,05	2,06	14	
13	118.015	61.000	-	2,00	2,05	2,06	14	
20	192.891	144.000	-	2,00	2,06	2,06	14	
27	121.927	75.000	-	2,00	2,08	2,08	14	
3 Sep	185.556	140.000	-	2,00	2,07	2,08	14	
10	125.756	68.000	-	2,00	2,07	2,08	14	
17	177.865	150.000	-	2,00	2,07	2,08	14	
24	109.738	81.000	-	2,00	2,06	2,07	14	
1 Oct	164.023	123.000	-	2,00	2,05	2,06	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 ⁴⁾ 4	Tipo medio ponderado 5		
2001 25 Oct	42.308	20.000	-	3,50	3,52	98	
29 Nov	49.135	20.000	-	3,32	3,34	91	
21 Dic	38.178	20.000	-	3,29	3,31	97	
2002 31 Ene	44.547	20.000	-	3,31	3,33	84	
28 Feb	47.001	20.000	-	3,32	3,33	91	
28 Mar	39.976	20.000	-	3,40	3,42	91	
25 Abr	40.580	20.000	-	3,35	3,36	91	
30 May	37.602	20.000	-	3,45	3,47	91	
27 Jun	27.670	20.000	-	3,38	3,41	91	
25 Jul	28.791	15.000	-	3,35	3,37	98	
29 Ago	33.527	15.000	-	3,33	3,34	91	
26 Sep	25.728	15.000	-	3,23	3,26	88	
31 Oct	27.820	15.000	-	3,22	3,24	91	
28 Nov	38.644	15.000	-	3,02	3,04	91	
23 Dic	42.305	15.000	-	2,93	2,95	94	
2003 30 Ene	31.716	15.000	-	2,78	2,80	90	
27 Feb	24.863	15.000	-	2,48	2,51	91	
27 Mar	33.367	15.000	-	2,49	2,51	91	
30 Abr	35.096	15.000	-	2,50	2,51	92	
29 May	30.218	15.000	-	2,25	2,27	91	
26 Jun	28.694	15.000	-	2,11	2,12	91	
31 Jul	25.416	15.000	-	2,08	2,10	91	
28 Ago	35.940	15.000	-	2,12	2,13	91	
25 Sep	28.436	15.000	-	2,10	2,12	84	

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 ⁴⁾ 6	Tipo medio ponderado 7		
2000 5 Ene ⁵⁾	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	14.420	-	-	3,00	3,00	7	
21 Jun	Operaciones temporales	18.845	7.000	-	-	4,26	4,28	1	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001 30 Abr	Operaciones temporales	105.377	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7	
12 Sep	Operaciones temporales	69.281	69.281	4,25	-	-	-	1	
13	Operaciones temporales	40.495	40.495	4,25	-	-	-	1	
28 Nov	Operaciones temporales	73.096	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7	
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57.644	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3	
10	Operaciones temporales	59.377	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1	
18 Dic	Operaciones temporales	28.480	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6	
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	3.850	2,50	-	-	-	3	

Fuente: BCE.

- 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^{1) 2)}

(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 ³⁾	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 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	11.381,7	6.217,9	415,4	1.421,4	781,0	2.545,9
Jul	11.394,7	6.176,0	417,8	1.430,0	800,8	2.570,1
Ago ^(p)	11.406,0	6.183,5	404,1	1.441,0	787,7	2.589,6

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 mantenidas¹⁾

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias ²⁾	Reservas reales mantenidas ³⁾	Exceso de reservas ⁴⁾	Incumplimientos ⁵⁾	Tipos de interés de las reservas mínimas ⁶⁾
	1	2	3	4	5
2002 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	132,1	132,7	0,6	0,0	2,06
Sep	131,3	131,8	0,5	0,0	2,07
Oct ^(p)	131,2	.	.	.	.

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 bancario¹⁾

(mm de euros; medias de saldos diarios)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito ⁴⁾	Base monetaria ⁵⁾
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ²⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ³⁾		
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002 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	320,4	204,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,0	382,7	52,4	2,9	132,2	515,2
Ago	315,8	213,4	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	391,6	51,5	-1,6	132,8	524,6
Sep ¹⁾	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2

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 de las IFM de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar; fin de período)

1. Activo: Saldos

	Eurosistema												Total
	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro	IFM ¹⁾	AAPP	Otros sectores residentes	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros sectores residentes	Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾	Activo fijo	Resto de activos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001	412,7	386,4	25,7	0,6	107,0	3,8	101,8	1,3	13,8	399,0	11,9	54,3	998,6
2002	416,2	391,3	24,2	0,6	94,5	7,6	86,0	0,8	13,2	374,8	11,9	132,3	1.042,8
2003 I	411,8	387,0	24,1	0,6	105,4	9,5	95,1	0,8	12,5	350,2	11,9	123,6	1.015,4
2003 Abr	369,6	344,9	24,1	0,6	107,7	9,6	97,3	0,8	13,0	341,5	12,0	128,3	972,1
May	444,7	420,0	24,0	0,7	113,1	10,4	101,6	1,0	12,2	334,0	11,9	131,0	1.046,9
Jun	469,3	445,0	23,7	0,6	114,2	10,0	103,1	1,1	12,4	335,2	12,0	131,5	1.074,6
Jul	437,3	412,9	23,7	0,7	115,3	9,6	104,6	1,1	12,5	337,9	12,2	133,4	1.048,5
Ago ^(p)	437,4	413,0	23,7	0,7	117,4	10,0	106,4	1,0	12,5	354,1	12,2	130,1	1.063,7

2. Pasivo: Saldos

	Eurosistema										Total
	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM ¹⁾	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾	Resto de pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	285,9	391,9	342,4	35,1	14,4	4,6	209,8	35,6	70,8	998,6	
2002	392,9	328,4	283,3	29,5	15,6	3,6	165,9	32,9	119,1	1.042,8	
2003 I	365,4	345,8	279,0	50,7	16,2	2,7	149,5	28,7	123,3	1.015,4	
2003 Abr	378,7	292,1	233,2	42,0	16,9	2,7	144,9	27,7	126,1	972,1	
May	384,1	361,9	297,6	45,9	18,4	2,7	142,1	28,1	127,9	1.046,9	
Jun	391,4	379,4	307,9	52,6	18,9	2,6	143,1	29,8	128,3	1.074,6	
Jul	403,5	334,4	266,1	52,3	16,0	2,6	145,2	31,7	131,1	1.048,5	
Ago ^(p)	404,1	335,8	270,3	49,7	15,8	2,6	157,9	32,7	130,6	1.063,7	

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.

Cuadro 2.1 (cont.)

Balance agregado de las IFM de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar; fin de período)

3. Activo: Saldos

	IFM, excluido el Eurosistema													Total
	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				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								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	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	2.408,8	168,1	1.129,5	18.226,3
2002	11.613,3	4.019,8	812,6	6.780,9	2.671,2	1.170,0	1.135,0	366,2	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8	18.859,3
2003 I	11.735,0	4.076,3	804,8	6.853,9	2.830,2	1.234,3	1.210,0	385,9	66,8	818,3	2.545,0	160,8	1.029,7	19.185,9
2003 Abr	11.798,5	4.109,0	799,2	6.890,3	2.852,5	1.223,0	1.226,2	403,4	69,6	837,2	2.564,8	158,8	1.038,0	19.319,4
May	11.891,9	4.190,8	794,8	6.906,3	2.896,5	1.233,8	1.256,6	406,1	70,7	854,1	2.544,4	159,4	1.073,1	19.490,1
Jun	11.881,8	4.143,4	795,8	6.942,6	2.887,3	1.243,1	1.238,6	405,6	68,9	849,3	2.625,2	158,3	1.054,6	19.525,4
Jul	11.863,5	4.099,1	801,8	6.962,5	2.913,3	1.260,6	1.250,4	402,3	68,9	883,3	2.605,5	158,7	1.007,5	19.500,7
Ago ^(p)	11.904,9	4.132,5	796,0	6.976,4	2.906,4	1.259,2	1.242,3	404,9	70,0	886,8	2.576,2	158,7	1.009,6	19.512,6

4. Pasivo: Saldos

	IFM, excluido el Eurosistema										Total
	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro			Participaciones emitidas por FMM ¹⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ¹⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos		
		IFM	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2001	0,0	9.696,6	3.829,6	103,9	5.763,1	436,5	2.882,9	1.041,9	2.687,4	1.480,9	18.226,3
2002	0,0	10.198,9	4.136,5	106,9	5.955,6	532,9	2.992,7	1.108,8	2.594,3	1.431,7	18.859,3
2003 I	0,0	10.319,0	4.198,7	125,5	5.994,7	617,6	3.045,6	1.115,8	2.665,4	1.422,6	19.185,9
2003 Abr	0,0	10.350,2	4.200,8	117,8	6.031,6	632,6	3.064,4	1.116,9	2.687,9	1.467,5	19.319,4
May	0,0	10.517,3	4.310,1	124,2	6.082,9	641,9	3.062,5	1.120,5	2.625,4	1.522,6	19.490,1
Jun	0,0	10.545,9	4.303,4	147,3	6.095,1	640,0	3.082,8	1.128,8	2.640,4	1.487,4	19.525,4
Jul	0,0	10.501,3	4.257,4	121,2	6.122,7	653,9	3.115,8	1.137,4	2.648,7	1.443,6	19.500,7
Ago ^(p)	0,0	10.515,0	4.273,9	113,4	6.127,8	657,1	3.127,8	1.140,0	2.645,7	1.427,0	19.512,6

Fuente: BCE.

1) 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».

Cuadro 2.2

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

(mm de euros; datos sin desestacionalizar; fin de período)

1. Activo: Saldos

	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾	Activo fijo	Resto de activos	Total
	AAPP	Otros sectores residentes		AAPP	Otros sectores residentes						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	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	7.618,3	836,8	6.781,5	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.840,3	179,5	1.132,2	13.931,0
2003 I	7.683,4	828,9	6.854,6	1.691,8	1.305,1	386,7	565,3	2.895,2	172,7	1.115,1	14.123,6
2003 Abr	7.714,3	823,3	6.891,0	1.727,7	1.323,5	404,2	584,2	2.906,3	170,8	1.123,8	14.227,1
May	7.725,8	818,9	6.906,9	1.765,2	1.358,2	407,1	596,2	2.878,4	171,3	1.163,8	14.300,7
Jun	7.762,8	819,5	6.943,2	1.748,4	1.341,7	406,7	590,3	2.960,4	170,4	1.145,7	14.377,9
Jul	7.788,8	825,5	6.963,2	1.758,4	1.355,0	403,4	615,5	2.943,3	170,9	1.098,8	14.375,6
Ago ^(p)	7.796,7	819,7	6.977,0	1.754,7	1.348,7	406,0	619,4	2.930,3	170,9	1.098,2	14.370,2

2. Pasivo: Saldos

	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por FMM ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total
2001	239,7	139,0	5.777,6	398,0	1.760,8	995,2	2.723,0	1.551,8	-8,5	13.576,7
2002	341,2	136,4	5.971,1	470,6	1.818,6	1.006,5	2.627,2	1.550,8	8,7	13.931,0
2003 I	327,2	176,2	6.010,9	550,8	1.804,5	999,8	2.694,1	1.545,8	14,3	14.123,6
2003 Abr	336,3	159,7	6.048,5	563,0	1.834,5	995,8	2.715,5	1.593,6	-19,8	14.227,1
May	343,8	170,1	6.101,4	571,1	1.821,0	992,6	2.653,4	1.650,5	-3,1	14.300,7
Jun	351,0	200,0	6.114,1	571,2	1.832,2	1.000,5	2.670,2	1.615,8	22,9	14.377,9
Jul	361,5	173,5	6.138,7	584,9	1.848,2	1.002,2	2.680,5	1.574,7	11,5	14.375,6
Ago ^(p)	362,7	163,1	6.143,6	587,0	1.861,3	1.017,9	2.678,4	1.557,6	-1,3	14.370,2

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) 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».

Cuadro 2.2 (cont.)

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

(mm de euros; datos sin desestacionalizar; operaciones durante el período)

3. Activo: Flujos¹⁾

	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾	Activo fijo	Resto de activos	Total
	1	AAPP	Otros sectores residentes	4	AAPP	Otros sectores residentes						6	7	8	9	10	11
2001	364,2	-7,6	371,8	71,5	8,5	62,9	29,8	330,5	8,1	100,6	904,6
2002	297,3	-9,8	307,1	75,9	45,7	30,2	5,4	246,0	-1,3	-20,6	602,8
2003 I	87,0	-0,3	87,3	63,2	46,5	16,6	-0,9	91,4	-3,6	-17,0	220,6
2003 Abr	38,6	-5,4	44,0	33,4	21,0	12,4	15,4	39,8	-1,9	4,8	130,0
May	24,3	-4,0	28,3	33,9	30,7	3,2	11,1	41,8	0,5	39,2	150,8
Jun	33,2	0,5	32,8	-15,6	-14,6	-1,0	-7,7	41,0	-0,8	-15,3	34,9
Jul	27,0	7,4	19,5	7,3	9,6	-2,2	-0,5	-33,6	0,4	-49,6	-48,9
Ago ³⁾	1,0	-6,1	7,2	-3,7	-5,5	1,8	2,7	-71,1	0,0	-2,0	-73,1

4. Pasivo: Flujos¹⁾

										Total
	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por FMM ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM		10
2001	-116,4	-26,9	385,4	90,9	107,6	79,3	338,4	79,9	-33,5	904,6
2002	101,4	-5,8	223,2	70,1	105,3	36,8	76,0	-35,0	30,6	602,8
2003 I	7,7	32,8	48,9	35,7	24,9	1,9	59,4	-4,3	13,6	220,6
2003 Abr	9,1	-16,5	41,1	11,8	30,0	0,1	44,5	43,2	-33,5	130,0
May	7,4	10,4	61,2	8,8	2,4	-6,6	0,6	52,2	14,4	150,8
Jun	7,3	29,9	7,9	-0,7	2,7	9,3	-20,4	-27,6	26,4	34,9
Jul	11,1	-26,5	-9,9	9,5	14,8	9,5	6,9	-57,0	-7,4	-48,9
Ago ³⁾	1,2	-10,4	-0,7	2,0	2,2	7,6	-39,8	-22,6	-12,5	-73,1

Fuente: BCE.

- 1) Calculadas a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.
- 2) A partir de finales de noviembre del 2000, los saldos derivados del sistema TARGET se compensan diariamente por novación. Por lo tanto, los saldos bilaterales de cada BCN frente al BCE y a otros BCN 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.
- 3) 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».

Cuadro 2.3

Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas (datos sin desestacionalizar)

(mm de euros y tasas de crecimiento; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

1. Saldos

	M3					Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AA PP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Préstamos	Activos frente a no residentes en la zona del euro
	M2			M3 - M2	Total					
	M1	M2 - M1	Total							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	2.207,9	2.459,8	4.667,7	762,4	5.430,2	3.893,8	2.026,9	7.424,4	6.519,3	84,7
2002	2.425,5	2.539,1	4.964,6	825,1	5.789,7	3.991,5	2.057,8	7.721,2	6.781,5	213,1
2003 I	2.396,9	2.588,4	4.985,3	874,2	5.859,5	4.010,7	2.134,0	7.806,6	6.854,6	201,1
2003 Abr	2.425,7	2.605,5	5.031,2	917,4	5.948,7	4.006,0	2.146,8	7.879,4	6.891,0	190,8
May	2.458,0	2.627,9	5.085,9	907,5	5.993,4	4.012,0	2.177,0	7.910,2	6.906,9	225,0
Jun	2.501,1	2.606,5	5.107,6	882,4	5.990,0	4.042,0	2.161,3	7.940,2	6.943,2	290,1
Jul	2.483,8	2.619,4	5.103,2	894,7	5.997,9	4.070,3	2.180,5	7.982,1	6.963,2	262,9
Ago ^(p)	2.468,3	2.632,9	5.101,2	894,9	5.996,1	4.107,2	2.168,4	8.002,4	6.977,0	251,9

2. Flujos ²⁾

	M3					Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AA PP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Préstamos	Activos frente a no residentes en la zona del euro
	M2			M3 - M2	Total					
	M1	M2 - M1	Total							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	106,8	162,2	269,1	114,0	383,0	176,5	0,9	464,6	371,8	-7,9
2002	215,1	89,3	304,3	66,7	371,1	186,5	35,9	342,7	307,1	170,0
2003 I	-4,6	51,5	46,9	37,8	84,6	38,3	46,2	103,0	87,3	32,0
2003 Abr	30,1	18,9	48,9	38,6	87,5	4,1	15,6	71,7	44,0	-4,7
May	35,3	26,5	61,8	-7,9	53,9	18,4	26,7	42,6	28,3	41,1
Jun	54,5	-23,7	30,8	-25,3	5,5	21,6	-14,1	24,1	32,8	61,4
Jul	-15,6	12,5	-3,1	8,8	5,8	32,7	17,0	16,8	19,5	-40,5
Ago ^(p)	-17,6	11,3	-6,4	0,0	-6,4	16,8	-11,6	11,6	7,2	-31,3

3. Tasas de crecimiento ³⁾

	M3					Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AA PP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Préstamos	Activos frente a no residentes en la zona del euro ⁴⁾
	M2			M3 - M2	Total					
	M1	M2 - M1	Total							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	5,1	7,1	6,1	17,7	7,6	4,7	0,0	6,7	6,0	-7,9
2002	9,8	3,6	6,5	8,8	6,8	4,8	1,8	4,6	4,7	170,0
2003 I	11,6	4,6	7,8	8,1	7,9	4,3	1,8	4,7	4,7	229,2
2003 Abr	10,9	5,4	8,0	12,4	8,6	4,5	3,5	5,1	4,7	227,4
May	11,8	5,9	8,7	8,6	8,7	4,3	4,4	5,2	4,7	229,6
Jun	11,3	5,5	8,3	8,3	8,3	5,0	3,7	5,1	4,5	249,9
Jul	11,7	5,7	8,6	9,1	8,6	5,2	4,7	5,5	4,9	207,9
Ago ^(p)	12,3	5,4	8,6	6,3	8,3	5,3	4,8	5,6	5,0	162,5

Fuente: BCE.

- 1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. M1 es la suma del efectivo en circulación y los depósitos a la vista; M2 es la suma de M1, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses; y M3 es la suma de M2, las cesiones temporales, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años.
- 2) Calculados a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.
- 3) Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.
- 4) Suma de los flujos de los 12 meses que finalizan en el período indicado.

Cuadro 2.3 (cont.)

Agregados monetarios ¹⁾ y contrapartidas (datos sin desestacionalizar)

(mm de euros y tasas de crecimiento; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

4. Saldos

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso sup. a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	239,7	1.968,2	1.088,8	1.371,0	218,5	398,0	145,9	1.613,6	115,8	1.169,1	995,2
2002	341,2	2.084,4	1.075,5	1.463,5	226,9	470,6	127,7	1.689,7	105,8	1.189,6	1.006,5
2003 I	327,2	2.069,7	1.073,2	1.515,2	224,0	550,8	99,4	1.704,2	100,9	1.205,9	999,8
2003 Abr	336,3	2.089,4	1.081,9	1.523,7	230,5	563,0	124,0	1.709,7	98,3	1.202,2	995,8
May	343,8	2.114,2	1.096,9	1.531,0	231,4	571,1	105,0	1.714,2	96,9	1.208,4	992,6
Jun	351,0	2.150,1	1.060,5	1.546,0	215,0	571,2	96,3	1.734,2	95,4	1.212,0	1.000,5
Jul	361,5	2.122,3	1.063,6	1.555,7	219,9	584,9	89,8	1.756,5	93,3	1.218,3	1.002,2
Ago ^(p)	362,7	2.105,6	1.069,6	1.563,3	218,7	587,0	89,2	1.770,5	91,7	1.227,1	1.017,9

5. Flujos ²⁾

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso sup. a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	-116,4	223,2	64,3	98,0	25,2	90,9	-2,1	110,2	-10,8	-2,2	79,3
2002	101,4	113,6	-2,8	92,0	9,6	70,1	-13,0	118,4	-10,0	41,4	36,8
2003 I	7,7	-12,3	-0,3	51,8	5,8	35,7	-3,7	28,9	-4,9	12,3	1,9
2003 Abr	9,1	21,0	10,2	8,7	6,4	11,8	20,3	9,8	-2,6	-3,2	0,1
May	7,4	27,9	18,8	7,7	1,0	8,8	-17,7	19,1	-1,3	7,3	-6,6
Jun	7,3	47,3	-38,5	14,7	-16,4	-0,7	-8,2	10,9	-1,6	2,9	9,3
Jul	11,1	-26,6	2,8	9,7	4,3	9,5	-5,0	19,8	-2,1	5,4	9,5
Ago ^(p)	1,2	-18,8	3,8	7,4	-1,3	2,0	-0,7	3,1	-1,6	7,7	7,6

6. Tasas de crecimiento ³⁾

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso sup. a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	-32,7	12,8	6,3	7,7	13,0	29,1	-1,5	7,2	-8,5	-0,2	8,7
2002	42,3	5,8	-0,3	6,7	4,4	17,6	-9,3	7,4	-8,7	3,6	3,7
2003 I	37,6	8,2	-0,4	8,5	1,8	16,4	-11,3	6,7	-8,2	3,9	2,3
2003 Abr	37,4	7,4	0,0	9,6	5,4	16,8	9,6	7,2	-8,9	3,6	2,8
May	34,2	8,7	0,7	10,0	2,8	17,5	-12,4	7,1	-9,2	3,9	1,8
Jun	31,4	8,5	-0,9	10,5	-2,0	19,4	-14,9	7,2	-10,5	3,9	4,5
Jul	30,6	9,0	-1,1	11,0	0,3	18,1	-13,7	7,5	-12,5	4,2	4,5
Ago ^(p)	29,0	9,8	-1,9	11,0	-3,5	15,4	-15,1	7,5	-14,1	4,7	4,3

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. M1 es la suma del efectivo en circulación y los depósitos a la vista; M2 es la suma de M1, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses; y M3 es la suma de M2, las cesiones temporales, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años.
- 2) Calculados a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.
- 3) Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

Cuadro 2.3 (cont.)

Agregados monetarios ¹⁾ y contrapartidas (datos desestacionalizados)

(mm de euros y tasas de crecimiento; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

7. Saldos

	M3					Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AA PP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Préstamos	Activos frente a no residentes en la zona del euro
	M2			M3 - M2	Total					
	M1	M2 - M1	Total							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	2.151,7	2.450,4	4.602,2	789,2	5.391,3	3.897,3	2.041,0	7.425,5	6.514,7	48,8
2002	2.367,1	2.531,7	4.898,8	853,7	5.752,5	3.994,7	2.073,3	7.724,2	6.780,9	176,5
2003 I	2.407,6	2.576,9	4.984,6	856,5	5.841,1	4.003,2	2.120,9	7.786,9	6.847,0	228,3
2003 Abr	2.426,5	2.593,3	5.019,8	899,2	5.919,0	4.007,1	2.137,3	7.845,9	6.871,4	237,9
May	2.445,1	2.609,7	5.054,9	885,9	5.940,8	4.014,6	2.159,2	7.873,6	6.893,4	266,8
Jun	2.449,9	2.619,7	5.069,7	887,2	5.956,9	4.033,0	2.144,1	7.909,0	6.912,5	290,9
Jul	2.476,4	2.630,1	5.106,5	903,5	6.009,9	4.067,2	2.182,4	7.978,8	6.953,5	266,2
Ago ⁴⁾	2.503,8	2.632,1	5.136,0	894,1	6.030,1	4.113,2	2.183,2	8.034,8	7.004,9	245,4

8. Flujos ²⁾

	M3					Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AA PP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Préstamos	Activos frente a no residentes en la zona del euro
	M2			M3 - M2	Total					
	M1	M2 - M1	Total							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	109,7	165,4	275,0	118,3	393,4	176,3	2,5	465,7	376,1	-9,5
2002	213,0	91,2	304,2	68,6	372,8	186,1	37,7	344,7	311,1	169,3
2003 I	64,6	47,4	112,1	-8,5	103,6	27,5	17,2	80,3	80,4	95,9
2003 Abr	20,1	18,1	38,2	38,1	76,3	12,8	19,2	58,0	31,9	15,2
May	21,7	20,6	42,3	-11,5	30,8	19,9	18,4	39,5	34,3	35,9
Jun	16,0	7,7	23,7	1,1	24,8	10,0	-13,5	29,5	15,5	20,3
Jul	28,1	10,0	38,1	12,8	50,9	38,6	36,0	44,4	40,6	-38,0
Ago ⁴⁾	25,3	-0,3	25,1	-9,5	15,6	25,9	1,3	47,3	44,8	-41,0

9. Tasas de crecimiento ³⁾

	M3						Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AA PP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Préstamos	Activos frente a no residentes en la zona del euro
	M2			M3 - M2	Total	Media móvil de tres meses (centrada)					
	M1	M2 - M1	Total								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2001	5,4	7,2	6,4	17,5	7,9	-	4,7	0,1	6,7	6,1	-9,5
2002	9,9	3,7	6,6	8,7	6,9	-	4,8	1,8	4,7	4,8	169,3
2003 I	11,8	4,7	8,0	8,0	8,0	-	4,3	1,8	4,8	4,7	229,6
2003 Abr	11,2	5,2	8,0	12,4	8,7	8,4	4,6	3,4	5,1	4,7	227,7
May	11,4	5,9	8,5	8,7	8,5	8,5	4,3	4,3	5,2	4,6	228,9
Jun	11,4	5,6	8,4	8,5	8,4	8,5	5,0	3,6	5,1	4,5	250,6
Jul	11,6	5,8	8,5	9,1	8,6	8,4	5,2	4,6	5,5	4,9	210,4
Ago ⁴⁾	11,8	5,5	8,5	6,3	8,2	.	5,3	4,8	5,5	5,0	162,7

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. M1 es la suma del efectivo en circulación y los depósitos a la vista; M2 es la suma de M1, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses; y M3 es la suma de M2, las cesiones temporales, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años.
- 2) Calculados a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.
- 3) Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.
- 4) Suma de los flujos de los 12 meses que finalizan en el período indicado.

Cuadro 2.3 (cont.)

Agregados monetarios ¹⁾ y contrapartidas (datos desestacionalizados)

(mm de euros y tasas de crecimiento; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

10. Saldos

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso sup. a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	233,4	1.918,3	1.090,1	1.360,3	231,4	411,9	145,9	1.621,4	113,7	1.166,8	995,3
2002	333,0	2.034,1	1.079,5	1.452,1	240,1	485,9	127,7	1.697,3	103,8	1.187,2	1.006,4
2003 I	331,9	2.075,7	1.072,1	1.504,9	209,9	547,2	99,4	1.703,0	100,3	1.201,8	998,0
2003 Abr	338,0	2.088,5	1.076,5	1.516,8	221,4	553,8	124,0	1.708,5	98,9	1.201,4	998,2
May	342,0	2.103,1	1.081,3	1.528,4	219,0	561,8	105,0	1.711,6	97,9	1.206,2	998,8
Jun	347,1	2.102,8	1.074,4	1.545,3	218,8	572,1	96,3	1.730,6	96,4	1.210,0	996,0
Jul	355,2	2.121,2	1.067,4	1.562,6	226,8	586,8	89,8	1.754,6	94,2	1.219,4	998,9
Ago ^(p)	359,6	2.144,2	1.057,8	1.574,3	223,2	581,8	89,2	1.773,8	92,3	1.227,9	1.019,2

11. Flujos ²⁾

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso sup. a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	-112,5	222,1	69,4	96,0	26,8	93,7	-2,1	110,0	-10,6	-2,4	79,3
2002	99,6	113,4	-0,1	91,3	9,9	71,7	-13,0	118,1	-9,9	41,2	36,7
2003 I	20,9	43,7	-5,5	53,0	-21,6	16,8	-3,7	20,1	-3,5	10,7	0,2
2003 Abr	6,1	14,1	6,0	12,0	11,7	6,2	20,3	9,8	-1,4	0,0	4,3
May	4,0	17,7	8,6	12,0	-2,4	8,6	-17,7	17,6	-1,0	6,0	-2,8
Jun	5,0	10,9	-9,0	16,7	-0,2	9,6	-8,2	10,0	-1,6	3,1	-1,5
Jul	8,7	19,5	-7,3	17,3	7,4	10,4	-5,0	21,5	-2,2	8,5	10,8
Ago ^(p)	4,4	20,9	-11,7	11,4	-3,7	-5,1	-0,7	8,3	-1,9	7,4	12,3

12. Tasas de crecimiento ³⁾

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso sup. a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	-32,4	13,1	6,8	7,6	12,5	28,9	-1,5	7,2	-8,5	-0,2	8,7
2002	42,7	5,9	0,0	6,7	4,3	17,3	-9,3	7,3	-8,7	3,6	3,7
2003 I	39,7	8,1	0,0	8,4	1,1	16,4	-11,3	6,7	-8,1	3,8	2,3
2003 Abr	37,4	7,7	-0,4	9,7	5,3	16,9	9,6	7,2	-8,9	3,6	2,8
May	34,3	8,3	0,8	9,8	2,5	17,7	-12,4	7,1	-9,2	3,9	1,8
Jun	31,9	8,5	-0,5	10,4	-1,4	19,5	-14,9	7,2	-10,5	3,8	4,6
Jul	30,3	8,9	-1,1	11,0	0,7	18,2	-13,7	7,5	-12,5	4,2	4,5
Ago ^(p)	28,8	9,3	-1,9	11,2	-2,9	15,4	-15,1	7,6	-14,2	4,7	4,3

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. M1 es la suma del efectivo en circulación y los depósitos a la vista; M2 es la suma de M1, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses; y M3 es la suma de M2, las cesiones temporales, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años.

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

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

Cuadro 2.4

Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento; datos sin desestacionalizar; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras: Saldos

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total
	1	2	3	4				
2001	34,9	24,8	434,4	276,0	1.019,0	489,8	1.394,5	2.903,3
2002	33,0	19,7	453,9	288,0	980,8	514,3	1.477,2	2.972,3
2003 I	42,4	30,0	470,2	301,0	991,3	512,7	1.487,3	2.991,2
2003 Abr	46,3	33,5	480,7	308,1	992,2	513,4	1.494,5	3.000,1
May	46,2	33,3	484,4	309,7	983,7	509,8	1.502,0	2.995,4
Jun	44,6	31,2	477,8	304,1	994,9	510,7	1.509,4	3.015,0
Jul	48,7	32,8	471,4	292,5	982,2	516,4	1.515,1	3.013,7
Ago ^(p)	44,0	28,3	470,3	291,8	976,0	522,0	1.523,6	3.021,7

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras: Flujos ³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total
	1	2	3	4				
2001	3,6	3,0	46,4	27,7	18,4	55,6	93,6	167,7
2002	-4,4	-5,3	25,5	18,2	-25,9	31,0	97,5	102,6
2003 I	11,3	10,3	9,1	5,1	13,2	2,3	16,3	31,9
2003 Abr	4,0	3,6	11,7	7,9	2,4	1,4	9,6	13,4
May	0,0	-0,1	6,6	3,5	-5,7	-2,8	10,9	2,3
Jun	-1,6	-2,2	-7,7	-6,6	10,8	0,0	6,4	17,2
Jul	4,0	1,6	-7,1	-12,1	-12,3	5,5	5,5	-1,3
Ago ^(p)	-4,7	-4,6	-3,1	-1,9	-7,5	5,0	6,8	4,3

3. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras: Tasas de crecimiento ⁴⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total
	1	2	3	4				
2001	11,3	13,6	11,8	11,0	2,0	12,8	7,2	6,2
2002	-11,1	-21,2	5,9	6,6	-2,6	6,3	7,0	3,5
2003 I	7,2	5,3	1,9	-2,2	-1,0	5,8	6,6	3,8
II ^(p)	4,2	2,5	3,8	-0,1	-0,1	2,7	6,5	3,6

Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye, por ejemplo, los fondos de inversión.

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

4) Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

Cuadro 2.4 (cont.)

Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento; datos sin desestacionalizar; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

4. Préstamos a hogares: Saldos

	Hogares ²⁾													Total
	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otros préstamos					
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2001	102,5	170,4	224,2	497,1	22,7	61,0	1.937,0	2.020,6	152,8	105,3	370,3	628,3	3.146,1	
2002	104,3	178,2	237,0	519,5	25,8	66,5	2.085,8	2.178,0	155,0	99,8	369,4	624,3	3.321,8	
2003 I	110,6	176,1	208,1	494,8	16,2	68,4	2.124,0	2.208,5	146,2	94,9	405,7	646,8	3.350,1	
2003 Abr	110,0	177,7	206,9	494,6	15,9	68,7	2.134,1	2.218,7	145,5	95,3	409,1	649,9	3.363,2	
May	109,5	179,3	206,0	494,8	16,1	68,8	2.149,9	2.234,9	143,7	94,8	412,1	650,6	3.380,3	
Jun	114,0	179,4	209,7	503,0	16,6	68,7	2.165,8	2.251,2	145,1	94,6	411,4	651,1	3.405,2	
Jul	112,0	180,5	211,8	504,3	16,3	69,5	2.187,8	2.273,6	140,8	95,2	414,8	650,9	3.428,7	
Ago ³⁾	108,2	178,3	202,6	489,1	16,5	69,9	2.202,3	2.288,6	140,7	96,3	425,7	662,7	3.440,3	

5. Préstamos a hogares: Flujos ³⁾

	Hogares ²⁾													Total
	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otros préstamos					
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2001	-0,4	3,1	12,5	15,2	0,3	-1,8	132,1	130,7	-2,0	3,0	8,8	9,8	155,7	
2002	5,2	4,0	11,7	20,9	3,1	3,9	147,4	154,4	-0,6	2,4	7,8	9,5	184,8	
2003 I	6,3	-3,5	-8,0	-5,3	-9,5	2,0	38,3	30,8	-6,5	-2,3	18,4	9,6	35,1	
2003 Abr	0,3	1,9	-0,2	2,1	-0,3	0,4	10,7	10,8	-1,2	0,3	2,9	2,0	14,9	
May	-0,6	1,6	-0,2	0,8	0,3	0,2	16,7	17,2	-1,6	-0,1	3,0	1,4	19,4	
Jun	1,7	1,5	2,3	5,6	0,4	-0,8	18,3	17,8	4,2	-1,1	-1,6	1,5	24,9	
Jul	-2,0	1,5	3,1	2,6	-0,3	0,8	21,5	22,1	-3,7	0,2	2,6	-0,9	23,7	
Ago ³⁾	-0,7	-1,0	-1,1	-2,8	0,2	0,3	13,9	14,5	-3,4	-0,3	2,8	-0,9	10,8	

6. Préstamos a hogares: Tasas de crecimiento ⁴⁾

	Hogares ²⁾													Total
	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otros préstamos					
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2001	-0,6	1,9	5,9	3,1	1,5	-2,8	7,3	6,9	-1,3	2,9	2,4	1,6	5,2	
2002	5,0	2,3	5,2	4,2	13,7	6,4	7,6	7,6	-0,4	2,3	2,1	1,5	5,9	
2003 I	16,2	-0,4	0,6	3,3	-29,4	10,2	7,5	7,1	-3,5	0,1	7,6	3,6	5,8	
II ³⁾	14,3	2,1	-0,1	3,5	-29,4	9,8	7,4	7,0	-7,0	-3,4	7,6	2,1	5,5	

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

Cuadro 2.4 (cont.)

Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento; datos sin desestacionalizar; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

7. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro: Saldos

	AA PP				Total	Préstamos a no residentes				Total
	Administración Central	Otras AA PP				Bancos ²⁾	No bancos			
		Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			AA PP	Otros	Total	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	146,0	298,3	362,9	14,8	822,0	1.095,6	69,9	538,8	608,7	1.704,3
2002	132,3	277,7	382,8	19,7	812,6	1.146,2	64,6	519,3	583,9	1.730,1
2003 I	134,3	267,2	379,0	23,9	804,8	1.173,0	59,0	535,0	594,0	1.767,0
II ^(p)	127,7	263,5	379,3	24,7	795,8	1.239,6	59,5	534,5	594,0	1.833,6

8. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro: Flujos ³⁾

	AA PP				Total	Préstamos a no residentes				Total
	Administración Central	Otras AA PP				Bancos ²⁾	No bancos			
		Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			AA PP	Otros	Total	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-18,3	1,1	9,9	1,3	-6,2	139,7	4,3	80,2	84,5	224,2
2002	-12,2	-21,1	19,9	4,9	-8,3	134,4	-1,2	35,6	34,4	168,8
2003 I	0,6	-10,2	4,8	4,1	-0,2	43,8	-5,5	28,5	23,0	66,8
II ^(p)	-6,1	-3,7	0,2	0,9	-8,6	90,5	0,6	15,4	16,0	106,5

9. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro: Tasas de crecimiento ⁴⁾

	AA PP				Total	Préstamos a no residentes				Total
	Administración Central	Otras AA PP				Bancos ²⁾	No bancos			
		Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			AA PP	Otros	Total	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-11,2	0,4	2,8	9,7	-0,8	14,8	6,2	17,8	16,2	15,4
2002	-8,4	-7,1	5,5	33,2	-1,0	12,8	-1,9	6,7	5,7	10,3
2003 I	-13,9	-9,2	7,1	60,2	-1,6	20,6	-13,9	9,9	7,1	15,6
II ^(p)	-8,3	-6,3	5,8	37,4	-0,1	23,9	-7,9	9,7	7,7	18,1

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

Cuadro 2.5

Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento; datos sin desestacionalizar; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros: Saldos

	Empresas de seguros y fondos de pensiones					Otros intermediarios financieros ²⁾				
	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	48,0	427,5	3,4	16,4	495,4	156,5	217,3	5,2	85,3	464,5
2002	55,9	445,6	3,5	17,9	522,8	152,6	237,3	6,6	97,1	493,6
2003 I	59,6	454,0	3,7	18,2	535,5	165,3	251,1	8,2	99,6	524,3
2003 Abr	55,8	457,2	3,3	21,1	537,4	164,5	259,2	8,8	103,9	536,3
May	56,0	458,4	3,2	22,4	539,9	173,9	269,2	9,4	102,7	555,1
Jun	62,2	450,3	3,0	22,3	537,7	176,6	259,3	9,6	98,0	543,5
Jul	53,7	458,1	3,1	20,8	535,7	167,3	256,2	9,6	104,8	537,9
Ago ^(p)	49,6	463,2	3,2	19,0	535,0	163,7	257,6	9,0	106,5	536,7

2. Depósitos de los intermediarios financieros: Flujos ³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones					Otros intermediarios financieros ²⁾				
	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	7,6	9,0	0,3	-1,1	15,8	3,6	1,8	0,6	10,3	16,2
2002	7,9	18,0	0,1	1,4	27,3	-4,7	18,8	-0,2	12,8	26,6
2003 I	3,9	7,8	0,2	0,4	12,2	13,4	14,0	1,7	11,0	40,1
2003 Abr	-3,8	2,9	-0,3	2,9	1,8	-0,4	8,7	0,6	4,2	13,2
May	0,3	1,6	0,1	1,3	3,3	10,5	11,5	0,6	-1,2	21,5
Jun	6,1	-8,3	-0,2	-0,1	-2,5	2,0	-10,7	0,2	-4,6	-13,1
Jul	-8,5	7,6	0,2	-1,5	-2,3	-9,4	-3,2	0,0	6,1	-6,5
Ago ^(p)	-4,2	4,9	0,1	-2,0	-1,2	-4,8	0,3	-0,7	1,7	-3,4

3. Depósitos de los intermediarios financieros: Tasas de crecimiento ⁴⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones					Otros intermediarios financieros ²⁾				
	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	18,7	2,2	8,6	-5,1	3,3	2,3	0,6	13,6	14,0	3,7
2002	16,4	4,2	1,9	8,5	5,5	-3,0	8,8	-9,0	14,9	5,7
2003 I	36,3	4,7	-8,0	2,7	7,3	5,5	10,3	-0,2	17,8	10,1
II ^(p)	29,1	3,9	-10,7	17,4	6,7	9,1	13,8	78,3	16,4	13,5

Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye, por ejemplo, los fondos de inversión.

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

4) Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

Cuadro 2.5 (cont.)

Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento; datos sin desestacionalizar; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

4. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares: Saldos

	Sociedades no financieras					Hogares ²⁾				
	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	575,3	335,2	27,5	36,2	974,2	1.042,4	1.194,6	1.365,7	76,6	3.679,3
2002	595,4	329,0	30,5	34,7	989,6	1.116,7	1.180,8	1.435,9	74,7	3.808,0
2003 I	560,1	333,1	34,4	32,4	960,0	1.124,7	1.167,6	1.473,5	70,6	3.836,4
2003 Abr	567,8	334,3	34,8	32,0	968,9	1.138,5	1.162,6	1.479,0	70,1	3.850,2
May	574,2	343,0	35,6	34,2	987,0	1.147,1	1.158,5	1.482,1	68,6	3.856,3
Jun	593,4	340,4	36,7	29,9	1.000,3	1.164,6	1.149,3	1.493,9	61,6	3.869,4
Jul	583,7	346,8	36,8	28,6	996,0	1.200,0	1.148,9	1.500,6	62,2	3.911,7
Ago ^(p)	580,3	357,5	37,4	29,5	1.004,6	1.198,9	1.147,8	1.505,7	60,8	3.913,2

5. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares: Flujos ³⁾

	Sociedades no financieras					Hogares ²⁾				
	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	69,6	10,3	2,6	7,4	89,9	132,8	45,3	73,5	7,0	258,5
2002	28,8	22,3	4,1	-1,3	53,9	63,8	-9,3	69,8	-1,9	122,3
2003 I	-34,3	5,1	4,0	-2,3	-27,5	8,6	-15,8	37,8	-4,1	26,4
2003 Abr	8,3	2,3	0,4	-0,4	10,5	14,0	-4,5	5,5	-0,4	14,6
May	7,7	10,4	0,5	2,3	21,0	9,0	-2,7	3,3	-1,6	8,0
Jun	18,4	-3,6	1,1	-4,4	11,5	17,3	-10,0	11,7	-6,9	12,1
Jul	-10,5	6,4	0,1	-1,2	-5,3	3,9	-1,4	6,7	0,6	9,8
Ago ^(p)	-4,1	9,6	0,5	1,0	7,1	-1,4	-2,1	5,0	-1,4	0,1

6. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares: Tasas de crecimiento ⁴⁾

	Sociedades no financieras					Hogares ²⁾				
	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	13,6	3,3	10,3	25,8	10,1	14,6	4,0	5,7	12,9	7,6
2002	5,1	6,8	14,8	-3,5	5,6	6,1	-0,8	5,1	-2,5	3,3
2003 I	8,0	5,5	29,5	-3,2	7,2	7,4	-1,3	6,7	-12,5	3,9
II ^(p)	7,9	7,0	36,0	-17,9	7,4	7,4	-2,3	8,1	-19,9	4,0

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

Cuadro 2.5 (cont.)

Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento; datos sin desestacionalizar; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

7. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro: Saldos

	AA PP				Total	No residentes				Total
	Administración Central	Otras AA PP				Bancos ²⁾	No bancos			
		Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			AA PP	Otros	Total	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	103,9	29,9	68,9	50,9	253,6	1.696,9	94,1	609,1	703,2	2.400,1
2002	106,9	31,6	69,2	40,7	248,4	1.585,3	97,4	588,7	686,0	2.271,3
2003 I	125,5	32,0	65,5	41,0	264,0	1.587,9	97,8	606,3	704,2	2.292,0
II ^(p)	147,3	34,2	65,2	44,8	291,4	1.579,3	94,7	599,0	693,7	2.273,1

8. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro: Flujos ³⁾

	AA PP				Total	No residentes				Total
	Administración Central	Otras AA PP				Bancos ²⁾	No bancos			
		Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			AA PP	Otros	Total	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-14,1	-0,8	-0,2	2,6	-12,5	130,6	10,2	93,6	103,9	234,5
2002	-0,2	1,8	0,3	-10,3	-8,3	-4,9	3,6	31,9	35,5	30,6
2003 I	11,6	0,4	-3,7	0,4	8,7	30,1	0,5	30,7	31,1	61,3
II ^(p)	21,8	2,2	-0,3	3,7	27,4	26,2	-3,2	5,8	2,7	28,9

9. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro: Tasas de crecimiento ⁴⁾

	AA PP				Total	No residentes				Total
	Administración Central	Otras AA PP				Bancos ²⁾	No bancos			
		Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			AA PP	Otros	Total	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-12,0	-2,6	-0,3	5,3	-4,8	8,7	12,2	18,5	17,6	11,1
2002	-0,2	5,9	0,5	-20,2	-3,3	-0,2	3,9	5,2	5,1	1,3
2003 I	13,0	3,7	2,1	-16,9	3,1	1,4	-0,1	7,0	6,0	2,8
II ^(p)	29,6	0,4	-0,7	-2,5	12,2	4,4	-0,5	5,7	4,9	4,6

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

Cuadro 2.6

Detalle de los valores en poder de las IFM ¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento; datos sin desestacionalizar; saldos y tasas de crecimiento a fin de período; flujos como operaciones durante el período)

1. Saldos

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	IFM		AA PP		Otros residentes en la zona del euro		Total	No residentes	IFM	No IFM	Total	No residentes
	Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	1.068,7	54,2	1.059,8	17,6	319,8	15,8	2.535,9	541,0	251,9	559,0	810,8	161,6
2002	1.121,8	48,2	1.119,4	15,5	349,5	16,7	2.671,2	556,6	263,3	564,3	827,6	177,3
2003 I	1.172,9	61,4	1.192,3	17,7	366,9	19,0	2.830,2	595,8	260,4	557,9	818,3	181,0
2003 Abr	1.165,9	57,1	1.209,0	17,2	385,4	17,9	2.852,5	599,8	260,9	576,3	837,2	182,0
May	1.178,4	55,5	1.240,7	15,9	386,9	19,1	2.896,5	592,1	265,6	588,5	854,1	178,7
Jun	1.183,6	59,5	1.222,5	16,1	387,2	18,4	2.887,3	615,5	267,0	582,3	849,3	174,7
Jul	1.200,3	60,3	1.233,7	16,7	383,0	19,3	2.913,3	625,4	275,9	607,5	883,3	178,9
Ago ^(p)	1.200,0	59,2	1.225,3	17,0	385,3	19,6	2.906,4	636,3	275,5	611,4	886,8	183,1

2. Flujos ²⁾

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	IFM		AA PP		Otros residentes en la zona del euro		Total	No residentes	IFM	No IFM	Total	No residentes
	Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	82,4	-4,1	13,1	-4,9	63,0	-0,1	149,5	108,9	10,3	29,6	40,0	17,0
2002	47,7	-0,9	41,0	-0,8	27,3	3,2	117,6	57,1	13,6	4,7	18,3	18,7
2003 I	41,9	4,0	36,2	1,5	16,4	0,2	100,2	31,4	-1,8	-0,5	-2,3	2,9
2003 Abr	-1,1	-3,5	18,6	-0,1	13,0	-0,6	26,3	7,6	-0,6	15,4	14,8	0,3
May	13,5	0,4	28,0	-0,4	1,1	2,2	44,8	8,1	4,6	11,1	15,7	-3,4
Jun	5,4	2,7	-16,4	-0,2	0,3	-1,3	-9,6	11,9	0,9	-7,9	-6,9	-4,5
Jul	15,0	0,5	6,6	0,4	-3,1	0,8	20,4	7,5	5,6	-0,6	5,0	3,0
Ago ^(p)	0,0	-2,6	-7,1	-0,4	2,3	-0,4	-8,3	-1,1	-0,3	2,6	2,4	3,6

3. Tasas de crecimiento ³⁾

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	IFM		AA PP		Otros residentes en la zona del euro		Total	No residentes	IFM	No IFM	Total	No residentes
	Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	8,2	-7,1	1,2	-23,4	25,0	-0,4	6,3	25,4	4,2	5,7	5,2	12,0
2002	4,5	-2,5	3,9	-4,3	8,5	21,9	4,6	10,8	5,4	0,9	2,3	11,6
2003 I	4,2	-3,4	3,2	7,5	9,9	25,4	4,5	11,9	1,4	2,1	1,9	5,0
2003 Abr	3,2	-10,0	4,7	5,9	15,5	9,7	5,1	13,8	-1,6	3,7	2,0	6,8
May	3,9	-10,1	6,1	7,7	14,8	22,1	6,0	13,4	0,0	5,5	3,7	2,3
Jun	4,3	-9,4	4,9	7,2	15,4	16,2	5,7	16,4	0,0	5,1	3,4	-0,5
Jul	5,8	-8,2	5,7	7,0	14,8	23,0	6,6	15,9	4,2	7,3	6,3	1,2
Ago ^(p)	6,4	-11,9	5,5	5,0	16,6	20,2	6,9	14,4	4,6	5,9	5,5	4,4

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema

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

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

Cuadro 2.7

Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM ¹⁾

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

1. Saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares

	Hogares ²⁾											
	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otros préstamos			
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0
2002	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	-1,0
2003 I	-0,6	-0,1	-0,5	-1,2	-0,1	0,0	-1,0	-1,1	-1,2	-0,1	-1,3	-2,6
2003 Abr	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,4
May	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,4
Jun	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,4
Jul	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,4
Ago ^(p)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3

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

	Sociedades no financieras				No residentes		
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	A más de 1 año	Total
	1	2	3	4	5	6	7
2001	-0,8	-5,4	-4,4	-10,6	-	-	-0,4
2002	-1,8	-2,7	-4,7	-9,2	-	-	-6,7
2003 I	-4,1	-0,6	-2,5	-7,2	0,0	-0,1	-0,1
2003 Abr	-0,3	0,0	-0,5	-0,8	0,0	0,0	0,0
May	-0,5	0,0	-0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
Jun	-0,3	0,0	-0,2	-0,6	-0,3	0,0	-0,3
Jul	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,0	0,0
Ago ^(p)	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	-0,1	0,0

3. Revalorización de los valores en poder de las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	IFM		AA PP		Otros residentes en la zona del euro		Total	No residentes	IFM	No IFM	Total	No residentes
	Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	-0,6	0,2	9,8	0,1	5,9	0,1	15,6	-1,5	1,1	7,6	8,7	-1,3
2002	9,8	0,6	11,0	-0,1	5,1	0,2	26,8	4,4	-4,7	0,8	-3,9	-2,7
2003 I	-1,8	-0,1	10,2	0,0	-1,4	0,2	7,1	-1,0	-1,1	-7,2	-8,4	0,9
2003 Abr	-0,4	0,0	-1,7	-0,1	-0,1	-0,2	-2,4	0,4	0,9	3,1	4,0	0,5
May	-0,4	-0,1	3,7	-0,1	0,4	0,0	3,5	-0,1	0,1	1,1	1,2	0,1
Jun	-0,4	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0	-2,1	0,7	0,5	1,7	2,1	0,5
Jul	0,5	0,0	-0,8	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,3	4,5	-1,2	3,3	0,7
Ago ^(p)	-0,3	0,2	-1,3	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,4	-0,1	1,3	1,1	0,6

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema.

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

Cuadro 2.8

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

(mm de euros; datos sin desestacionalizar; fin de período)

1. Depósitos colocados por residentes en la zona del euro: Saldos

	IFM							No IFM						
	Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro				
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	3.829,6	3.359,2	470,3	305,8	33,5	67,2	37,2	5.867,1	5.666,6	200,4	127,0	23,9	10,5	19,6
2002	4.136,5	3.731,6	404,8	252,1	33,2	60,3	28,5	6.062,4	5.885,2	177,3	108,7	20,1	11,3	18,5
2003 I	4.198,7	3.800,3	398,4	254,0	28,3	61,5	33,5	6.120,3	5.942,1	178,1	107,8	21,2	10,4	20,1
II ^(p)	4.303,4	3.912,9	390,5	246,3	26,2	61,5	35,0	6.242,1	6.056,1	185,9	112,5	21,2	10,8	21,5

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

	Bancos ³⁾							No Bancos						
	Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro				
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1.696,9	619,9	1.077,0	788,9	48,5	75,3	1.077,0	703,2	307,0	396,2	288,0	16,8	18,1	56,0
2002	1.585,3	692,0	893,2	621,3	33,5	68,8	893,2	686,0	331,3	354,7	240,3	15,5	13,2	67,3
2003 I	1.587,9	731,2	856,6	584,1	34,0	69,6	856,6	704,2	364,3	339,8	225,6	17,6	13,7	62,5
II ^(p)	1.579,3	722,7	856,6	585,6	32,3	66,6	856,6	693,7	362,7	331,0	221,6	15,9	13,0	60,4

3. Valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro: Saldos

	Valores distintos de acciones ³⁾						
	Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro				
				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2001	3.030,2	2.579,5	450,4	247,6	65,2	42,8	67,5
2002	3.138,8	2.680,9	457,5	241,0	55,8	50,8	72,7
2003 I	3.197,1	2.724,7	471,9	259,9	50,9	50,3	72,8
II ^(p)	3.228,4	2.763,9	463,9	260,0	46,5	51,5	70,1

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema.

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

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

Cuadro 2.8 (cont.)

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

(mm de euros; datos sin desestacionalizar; fin de período)

4. Préstamos a residentes en la zona del euro: Saldos

	IFM							No IFM						
	Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro				
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	3.794,0	-	-	-	-	-	-	7.340,7	6.999,5	341,2	181,6	47,8	77,5	26,6
2002	4.019,8	-	-	-	-	-	-	7.593,5	7.303,1	290,4	133,7	40,3	83,3	24,4
2003 I	4.076,3	-	-	-	-	-	-	7.658,7	7.367,8	290,9	135,1	36,6	85,8	24,9
II ^(p)	4.143,4	-	-	-	-	-	-	7.738,4	7.455,5	282,9	134,1	28,4	87,9	24,3

5. Préstamos a no residentes en la zona del euro: Saldos

	Bancos ³⁾							No Bancos						
	Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro				
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1.095,6	451,9	643,7	415,7	44,1	37,1	91,7	608,7	201,3	407,3	315,7	11,5	25,6	36,9
2002	1.146,2	553,9	592,3	371,7	51,3	30,4	103,8	583,9	211,4	372,5	278,1	13,6	27,4	32,9
2003 I	1.173,0	593,2	579,7	359,2	50,3	31,6	101,4	594,0	226,9	367,2	277,1	11,4	27,1	33,5
II ^(p)	1.239,6	630,5	609,1	381,2	59,0	31,8	97,0	594,0	233,9	360,1	274,1	9,1	25,0	34,1

6. Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro: Saldos

	IFM							No IFM						
	Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro				
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1.122,9	1.068,7	54,2	37,2	9,0	1,8	15,2	1.413,0	1.379,6	33,4	17,8	10,6	1,1	2,3
2002	1.170,0	1.121,8	48,2	24,8	6,7	1,9	22,9	1.501,2	1.468,9	32,2	14,3	9,8	1,5	5,3
2003 I	1.234,3	1.172,9	61,4	20,8	7,9	2,8	11,9	1.595,9	1.559,2	36,7	20,4	10,2	1,0	3,9
II ^(p)	1.243,1	1.183,6	59,5	21,0	6,9	3,2	12,8	1.644,2	1.609,7	34,5	18,5	9,8	1,1	4,0

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

	Bancos ³⁾							No bancos						
	Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro ²⁾	Monedas distintas del euro				
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	233,0	80,1	152,9	115,6	4,2	2,7	23,8	308,0	127,4	180,7	136,0	18,2	2,6	14,5
2002	239,6	88,4	151,1	109,1	4,1	1,4	31,7	317,1	131,6	185,4	133,1	18,4	2,9	17,6
2003 I	256,6	102,1	154,5	93,0	9,4	8,6	30,7	339,2	146,7	192,5	123,7	30,8	2,5	19,9
II ^(p)	259,9	110,1	149,8	88,8	9,0	6,3	35,4	355,3	156,9	198,4	126,9	33,3	2,7	21,4

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema.

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

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

Cuadro 2.9

Balance agregado de los fondos de inversión de la zona de la euro ¹⁾

(mm de euros; datos sin desestacionalizar; fin de período)

1. Activo

	Depósitos		Valores distintos de acciones		Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos	Total	
	1	2	Hasta un año	Más de un año						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 ^(p)	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	3	4	5	6		7	8
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 ^(p)			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		8
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 ^(p)	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; datos sin desestacionalizar; fin de período)

1. Activo de los fondos de renta variable

	Depósitos				Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Otros activos	Total
		Valores distintos de acciones						
			Hasta un año	Más de un año				
1	2	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 ^(p)	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				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 ^(p)			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
		Valores distintos de acciones						
			Hasta un año	Más de un año				
1	2	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 ^(p)	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				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 ^(p)			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; datos sin desestacionalizar; fin de período)
5. Activo de los fondos mixtos

	Depósitos 1	Valores distintos de acciones 2	Depósitos		Acciones y otras participaciones 5	Participaciones en fondos de inversión 6	Activo fijo 7	Otros activos 8	Total 9
			Hasta un año 3	Más de un año 4					
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 ^(p)	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 1		Participaciones emitidas por fondos de inversión 2		Otros pasivos 3		Total 4
	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 ^(p)		2,9		650,0		22,5	675,3

7. Activo de los fondos inmobiliarios

	Depósitos 1	Valores distintos de acciones 2	Depósitos		Acciones y otras participaciones 5	Participaciones en fondos de inversión 6	Activo fijo 7	Otros activos 8	Total 9
			Hasta un año 3	Más de un año 4					
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 ^(p)	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 1		Participaciones emitidas por fondos de inversión 2		Otros pasivos 3		Total 4
	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 ^(p)		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; datos sin desestacionalizar; fin de período)

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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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

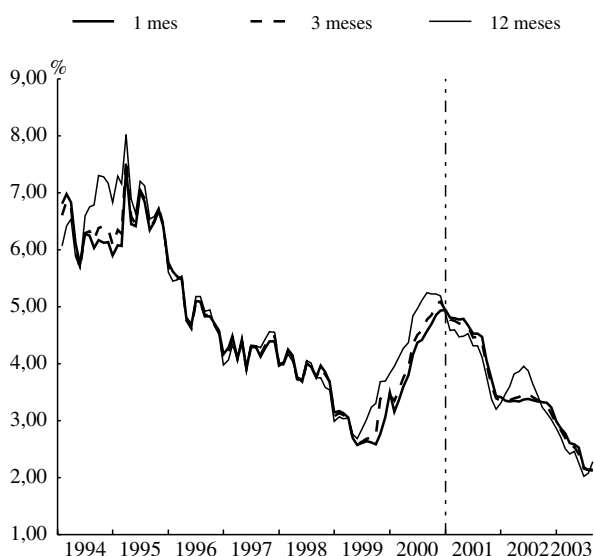
Tipos de interés del mercado monetario¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ⁴⁾					Estados Unidos ⁶⁾	Japón ⁶⁾
	Depósitos a 1 día ^{2) 3)}	Depósitos a 1 mes ⁵⁾	Depósitos a 3 meses ⁵⁾	Depósitos a 6 meses ⁵⁾	Depósitos a 12 meses ⁵⁾	Depósitos a 3 meses	Depósitos a 3 meses
	1	2	3	4	5	6	7
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 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	2,53	2,47	2,45	1,30	0,06
May	2,56	2,52	2,40	2,32	2,26	1,28	0,06
Jun	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	1,12	0,06
Jul	2,08	2,13	2,13	2,09	2,08	1,11	0,05
Ago	2,10	2,12	2,14	2,17	2,28	1,14	0,05
Sep	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	1,14	0,05
2003 5 Sep	2,08	2,14	2,16	2,20	2,34	1,14	0,05
12	2,08	2,13	2,15	2,20	2,30	1,14	0,06
19	1,93	2,12	2,15	2,18	2,24	1,14	0,05
26	2,06	2,11	2,13	2,14	2,17	1,14	0,05

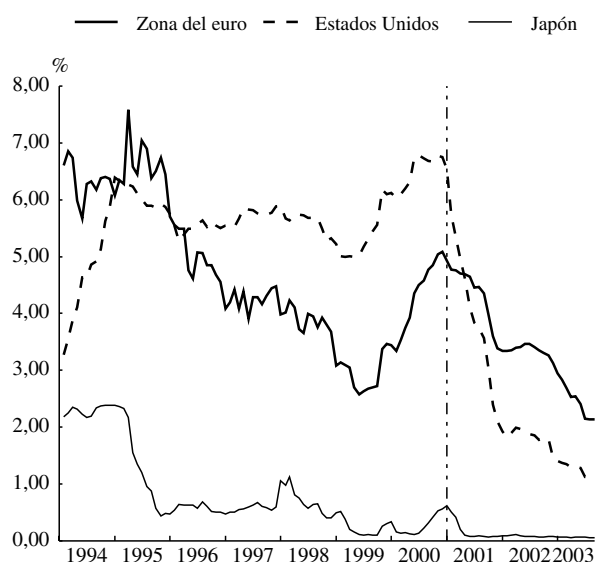
Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro

(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

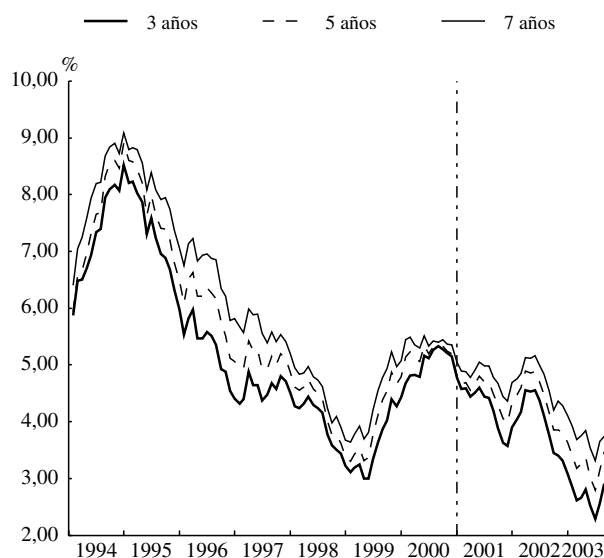
Rendimientos de la deuda pública¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ²⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
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 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	2,30	2,56	3,15	3,65	4,06	3,93	0,99
Ago	2,63	2,91	3,47	3,74	4,20	4,44	1,15
Sep	2,53	2,87	3,42	3,72	4,23	4,29	1,45
2003 5 Sep	2,65	2,98	3,59	3,87	4,35	4,43	1,44
12	2,51	2,86	3,38	3,69	4,17	4,21	1,53
19	2,48	2,83	3,37	3,66	4,19	4,18	1,39
26	2,34	2,65	3,20	3,54	4,07	4,04	1,40

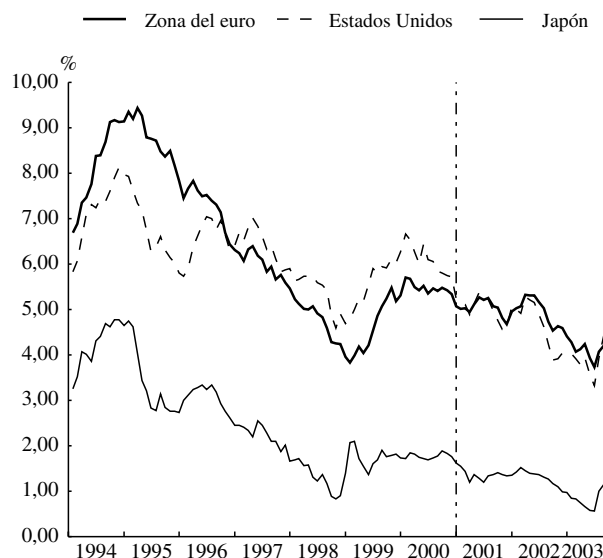
Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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

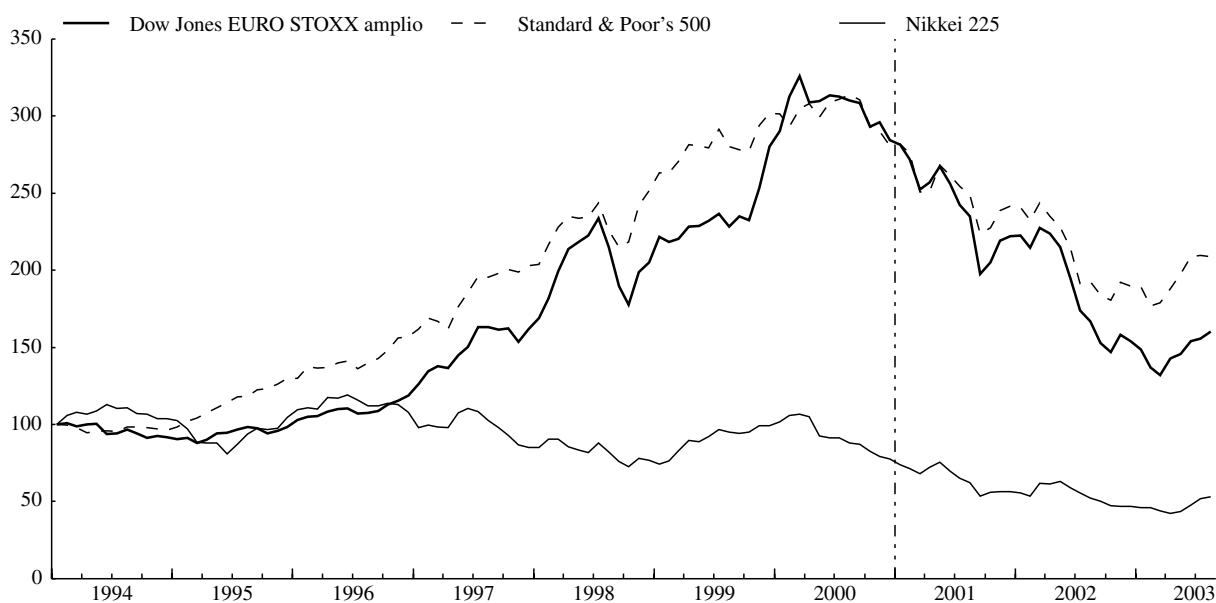
Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos)¹⁾

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Industrial	Tecnología	Gas, agua, electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	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 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	216,1	2.459,8	218,8	138,1	205,5	260,1	206,1	216,0	274,2	214,6	340,9	306,8	992,6	9.669,8
Ago	222,3	2.524,1	227,2	144,6	211,9	268,6	211,6	227,0	281,7	217,0	352,4	293,2	989,5	9.884,6
Sep	226,8	2.553,3	229,5	151,2	221,4	269,0	212,1	232,0	302,1	216,6	349,6	313,2	1.018,9	10.644,8
2003 5 Sep	231,8	2.614,8	235,8	156,8	222,2	276,8	215,8	238,6	317,3	220,0	351,2	309,8	1.021,4	10.650,8
12	226,2	2.546,8	230,3	149,4	221,4	270,3	211,5	230,6	297,3	216,4	349,9	317,4	1.018,6	10.712,8
19	229,5	2.582,5	232,2	152,7	223,9	266,2	216,2	235,3	306,1	217,7	354,4	322,8	1.036,3	10.938,4
26	218,5	2.447,9	218,2	143,5	218,6	259,7	204,4	224,2	284,6	210,4	340,9	307,1	996,9	10.318,4

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

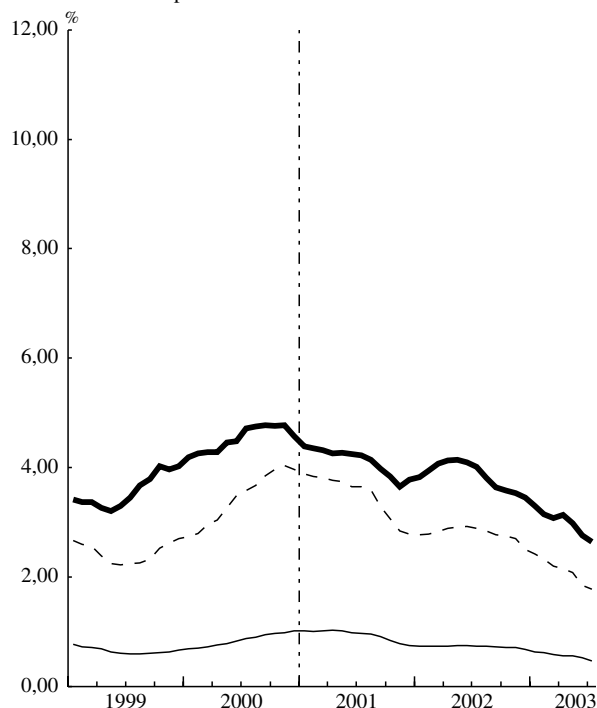
(en porcentaje; medias del período)

	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	
		Hasta 1 año	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	Hasta 1 año	Más de 1 año	Crédito al consumo	Para compra de vivienda
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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 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	2,05	2,34	5,87	5,27	9,49	4,91
Feb	0,62	2,32	2,32	3,15	2,02	2,12	5,81	5,18	9,40	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	9,24	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	9,15	4,34
Jul	0,46	1,78	1,77	2,65	1,77	1,48	5,26	4,70	9,01	4,16
Ago	0,46	1,74	1,74	2,44	1,61	1,43	5,23	4,84	9,06	4,22

Tipos de interés de los depósitos

(mensual)

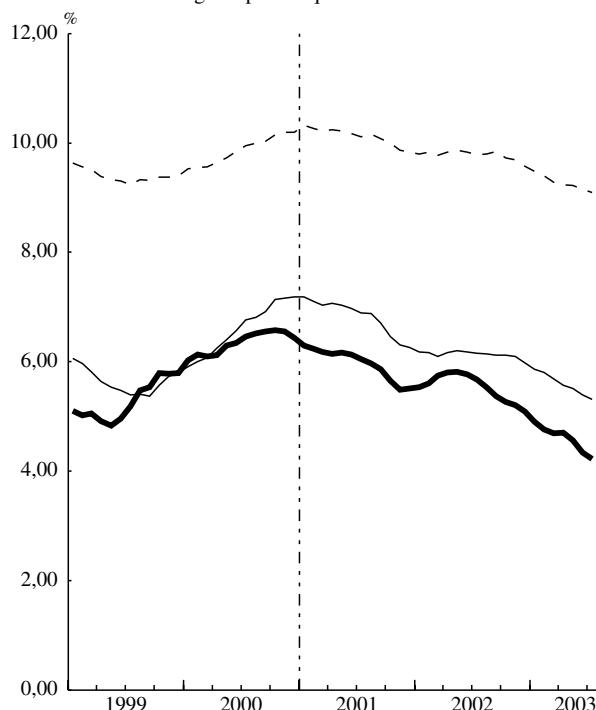
- A la vista
- - - A plazo hasta 1 año
- A plazo a más de 2 años



Tipos de interés de los préstamos y créditos

(mensual)

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



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 ¹⁾				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 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	715,4	26,5	23,1
Nov	435,5	413,0	22,5	830,5	413,5	388,9	24,6	740,2	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	785,4	19,0	17,6
Abr	476,7	456,1	20,6	892,4	454,8	431,8	23,1	807,8	21,9	24,3
May	443,1	435,3	7,8	898,0	415,9	410,7	5,2	812,3	27,2	24,6
Jun	434,6	454,7	-20,1	877,9	412,4	429,2	-16,8	795,2	22,3	25,6
Jul	458,2	460,1	-1,8	876,4	436,4	433,1	3,2	798,2	21,9	26,9

2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ¹⁾				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Jul	134,7	114,5	20,2	7.335,2	117,2	104,6	12,6	6.687,4	17,5	9,8
Ago	70,8	65,0	5,8	7.338,4	60,9	55,4	5,5	6.692,3	10,0	9,6
Sep	141,7	97,3	44,4	7.382,3	122,2	84,6	37,6	6.729,1	19,5	12,7
Oct	125,3	92,5	32,8	7.414,4	107,2	81,7	25,5	6.754,9	18,1	10,8
Nov	133,0	96,5	36,5	7.448,2	119,3	90,3	29,0	6.783,9	13,7	6,2
Dic	148,0	174,7	-26,6	7.402,2	136,4	160,7	-24,3	6.758,4	11,7	13,9
2003 Ene	179,2	134,8	44,4	7.434,3	155,9	125,4	30,5	6.789,5	23,3	9,5
Feb	165,0	112,9	52,1	7.488,6	146,2	104,3	41,9	6.832,1	18,8	8,6
Mar	162,4	106,1	56,3	7.540,8	146,6	95,9	50,7	6.883,3	15,8	10,2
Abr	160,7	125,2	35,6	7.567,1	146,0	115,9	30,1	6.913,6	14,7	9,3
May	174,5	101,0	73,5	7.619,4	160,9	91,5	69,4	6.983,0	13,6	9,5
Jun	170,2	109,0	61,2	7.692,9	154,2	100,1	54,1	7.037,8	15,9	8,8
Jul	182,0	139,4	42,7	7.739,9	161,4	132,8	28,7	7.067,4	20,6	6,6

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ¹⁾				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Jul	540,7	506,7	34,0	8.107,8	499,6	476,0	23,6	7.372,4	41,1	30,7
Ago	455,3	443,1	12,2	8.114,0	427,0	412,2	14,8	7.385,4	28,3	30,9
Sep	556,6	497,9	58,7	8.174,9	514,2	465,6	48,6	7.435,8	42,3	32,2
Oct	593,6	548,9	44,7	8.220,4	549,0	515,0	34,0	7.470,2	44,6	33,9
Nov	568,5	509,5	59,0	8.278,7	532,8	479,1	53,7	7.524,1	35,7	30,4
Dic	554,1	626,3	-72,1	8.185,7	523,1	590,6	-67,4	7.454,4	31,0	35,7
2003 Ene	724,3	622,3	102,0	8.275,1	674,5	588,1	86,5	7.540,5	49,8	34,2
Feb	621,3	541,3	80,0	8.354,6	579,7	512,6	67,0	7.607,7	41,6	28,7
Mar	614,4	546,8	67,6	8.416,5	579,6	519,0	60,6	7.668,6	34,8	27,8
Abr	637,5	581,3	56,2	8.459,5	600,8	547,6	53,2	7.721,4	36,6	33,6
May	617,6	536,3	81,3	8.517,4	576,8	502,2	74,6	7.795,3	40,8	34,1
Jun	604,8	563,7	41,1	8.570,7	566,6	529,3	37,3	7.833,0	38,2	34,4
Jul	640,3	599,4	40,8	8.616,3	597,8	565,9	31,9	7.865,6	42,5	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 ¹⁾					Emisiones totales en euros ¹⁾				
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		
2,7	87,6	14,7	24,8	-10,1	44,4	397,1	396,2	0,9	729,4	2002 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	6,0	53,4	453,6	422,5	31,1	829,0	Feb	
1,4	90,4	33,3	9,7	23,6	76,9	466,2	432,8	33,5	862,3	Mar	
-2,4	84,6	14,6	35,8	-21,1	55,8	469,5	467,5	2,0	863,6	Abr	
2,6	85,7	20,9	18,4	2,4	58,2	436,7	429,1	7,7	870,6	May	
-3,3	82,7	38,4	10,6	27,9	86,1	450,8	439,7	11,1	881,3	Jun	
-5,1	78,2	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ¹⁾					Emisiones totales en euros ¹⁾				
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		
7,6	647,8	11,6	8,2	3,4	963,9	128,9	112,9	16,0	7.651,2	2002 Jul	
0,4	646,1	7,0	8,1	-1,2	962,7	67,8	63,5	4,3	7.655,0	Ago	
6,8	653,2	24,3	11,4	12,9	975,6	146,5	96,0	50,5	7.704,7	Sep	
7,2	659,5	13,2	13,1	0,1	975,8	120,4	94,8	25,6	7.730,7	Oct	
7,5	664,3	13,6	12,1	1,6	977,4	133,0	102,4	30,6	7.761,3	Nov	
-2,3	643,8	18,3	10,9	7,4	984,8	154,7	171,6	-16,9	7.743,2	Dic	
13,8	644,8	23,8	7,2	16,6	1.001,4	179,7	132,5	47,1	7.790,9	2003 Ene	
10,2	656,5	26,5	17,7	8,9	1.010,3	172,7	122,0	50,7	7.842,3	Feb	
5,6	657,5	28,7	9,6	19,2	1.029,3	175,3	105,4	69,9	7.912,6	Mar	
5,4	653,5	19,4	9,4	10,0	1.039,5	165,4	125,2	40,1	7.953,1	Abr	
4,1	636,4	25,7	8,3	17,4	1.056,9	186,6	99,8	86,8	8.039,9	May	
7,1	655,1	30,0	14,9	15,1	1.071,9	184,2	115,1	69,1	8.109,6	Jun	
14,0	672,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ¹⁾					Emisiones totales en euros ¹⁾				
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		
10,4	735,4	26,4	33,0	-6,7	1.008,2	526,0	509,0	16,9	8.380,6	2002 Jul	
-2,6	728,6	19,1	19,7	-0,6	1.007,6	446,1	431,9	14,2	8.393,0	Ago	
10,1	739,1	56,0	19,1	37,0	1.044,6	570,3	484,7	85,6	8.480,4	Sep	
10,6	750,2	30,3	44,3	-14,1	1.030,5	579,3	559,3	19,9	8.500,8	Oct	
5,3	754,6	28,2	29,0	-0,8	1.029,7	561,0	508,1	52,9	8.553,8	Nov	
-4,7	731,2	42,1	21,5	20,6	1.050,4	565,2	612,1	-46,8	8.504,8	Dic	
15,6	734,6	40,1	41,7	-1,6	1.048,8	714,6	629,8	84,8	8.589,3	2003 Ene	
13,0	746,9	46,6	31,8	14,8	1.063,6	626,3	544,5	81,9	8.671,3	Feb	
7,0	747,9	62,0	19,2	42,7	1.106,3	641,6	538,2	103,4	8.774,9	Mar	
3,0	738,1	34,0	45,1	-11,1	1.095,3	634,8	592,8	42,1	8.816,7	Abr	
6,7	722,0	46,5	26,7	19,8	1.115,1	623,3	528,9	94,5	8.910,5	May	
3,8	737,8	68,4	25,5	42,9	1.158,0	635,0	554,8	80,2	8.991,0	Jun	
8,9	750,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

Cuadro 3.6**Valores distintos de acciones denominados en euros por plazo a la emisión, residencia y sector emisor¹⁾***(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 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	715,4	284,0	4,2	88,5	335,6	3,0	54,7	20,9	28,1	3,5
Nov	740,2	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	96,0	352,0	3,2	53,4	21,4	28,9	2,5
Mar	785,4	314,6	6,3	98,5	362,8	3,2	76,9	27,6	44,6	3,3
Abr	807,8	323,0	5,9	99,1	376,6	3,3	55,8	21,9	30,8	2,1
May	812,3	317,9	5,9	101,8	383,2	3,5	58,2	22,9	32,1	2,4
Jun	795,2	309,1	6,1	95,9	380,7	3,5	86,1	32,1	49,5	3,4
Jul	798,2	310,2	6,2	95,9	382,1	3,8	.	.	.	.

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 Jul	6.687,4	2.405,5	412,1	379,4	3.331,1	159,2	963,9	246,0	385,2	110,7
Ago	6.692,3	2.404,5	413,4	377,4	3.337,0	160,1	962,7	245,4	384,8	110,8
Sep	6.729,1	2.426,2	412,3	380,1	3.348,7	161,8	975,6	246,2	394,1	109,3
Oct	6.754,9	2.422,3	420,1	379,2	3.367,8	165,5	975,8	247,0	395,7	109,0
Nov	6.783,9	2.419,8	433,3	382,6	3.381,2	167,0	977,4	249,3	398,1	108,4
Dic	6.758,4	2.405,6	471,7	384,2	3.328,2	168,7	984,8	251,9	402,7	109,5
2003 Ene	6.789,5	2.401,0	473,3	390,6	3.351,9	172,7	1.001,4	258,0	411,9	111,0
Feb	6.832,1	2.411,7	482,5	394,7	3.365,0	178,1	1.010,3	264,6	413,9	112,8
Mar	6.883,3	2.421,5	491,7	403,3	3.385,7	181,1	1.029,3	274,6	417,6	112,2
Abr	6.913,6	2.429,1	506,8	411,5	3.381,9	184,3	1.039,5	279,5	424,9	112,3
May	6.983,0	2.445,0	511,1	423,6	3.416,5	186,8	1.056,9	286,5	431,9	110,7
Jun	7.037,8	2.457,7	524,8	431,3	3.432,8	191,1	1.071,9	290,0	437,4	113,0
Jul	7.067,4	2.477,2	539,3	432,2	3.427,0	191,7	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Jul	7.372,4	2.675,2	416,3	465,6	3.652,8	162,6	1.008,2	264,3	407,9	113,5
Ago	7.385,4	2.674,4	417,7	464,0	3.665,8	163,4	1.007,6	263,5	408,7	113,4
Sep	7.435,8	2.702,7	416,4	467,9	3.684,4	164,4	1.044,6	273,0	431,4	113,3
Oct	7.470,2	2.706,3	424,3	467,8	3.703,4	168,5	1.030,5	267,9	423,8	112,5
Nov	7.524,1	2.724,5	438,0	472,6	3.718,9	170,1	1.029,7	267,5	426,2	112,1
Dic	7.454,4	2.687,0	476,0	469,5	3.650,1	171,9	1.050,4	272,5	440,6	114,1
2003 Ene	7.540,5	2.714,3	477,8	483,2	3.689,8	175,3	1.048,8	276,1	438,3	113,4
Feb	7.607,7	2.730,2	488,4	490,7	3.717,0	181,4	1.063,6	286,0	442,8	114,8
Mar	7.668,6	2.736,1	498,0	501,7	3.748,5	184,3	1.106,3	302,3	462,2	115,5
Abr	7.721,4	2.752,0	512,7	510,6	3.758,5	187,5	1.095,3	301,5	455,7	114,4
May	7.795,3	2.762,9	517,0	525,4	3.799,7	190,3	1.115,1	309,4	464,1	113,1
Jun	7.833,0	2.766,8	530,9	527,2	3.813,5	194,6	1.158,0	322,0	486,9	116,4
Jul	7.865,6	2.787,4	545,5	528,2	3.809,2	195,4	.	.	.	.

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

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,2	0,0	0,2	729,4	288,0	26,9	89,0	321,8	3,4	0,2	2002 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	89,9	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	829,0	340,0	34,9	98,4	352,0	3,4	0,4	Feb
0,0	0,2	1,2	862,3	342,2	50,9	101,8	362,8	3,4	1,2	Mar
0,0	0,2	0,8	863,6	344,9	36,7	101,2	376,6	3,4	0,8	Abr
0,0	0,2	0,7	870,6	340,8	38,0	104,2	383,2	3,7	0,7	May
0,0	0,2	1,0	881,3	341,1	55,5	99,3	380,7	3,7	1,0	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
93,1	14,6	114,3	7.651,2	2.651,5	797,3	490,1	3.424,2	173,8	114,3	2002 Jul
93,4	14,6	113,6	7.655,0	2.649,9	798,2	488,2	3.430,4	174,7	113,6	Ago
94,1	14,7	117,3	7.704,7	2.672,4	806,4	489,4	3.442,8	176,5	117,3	Sep
93,6	14,6	115,9	7.730,7	2.669,3	815,7	488,2	3.461,4	180,1	115,9	Oct
93,1	14,6	113,8	7.761,3	2.669,1	831,4	491,0	3.474,3	181,6	113,8	Nov
92,7	14,3	113,6	7.743,2	2.657,5	874,5	493,8	3.420,9	183,0	113,6	Dic
92,2	14,0	114,4	7.790,9	2.659,0	885,2	501,6	3.444,0	186,7	114,4	2003 Ene
92,7	14,9	111,8	7.842,3	2.676,2	896,4	507,1	3.457,8	193,0	111,8	Feb
92,7	15,4	116,9	7.912,6	2.696,1	909,3	515,5	3.478,4	196,5	116,9	Mar
90,7	15,3	116,8	7.953,1	2.708,6	931,7	523,8	3.472,7	199,6	116,8	Abr
95,3	16,1	116,3	8.039,9	2.731,5	943,1	534,3	3.511,9	202,9	116,3	May
94,5	16,2	120,8	8.109,6	2.747,7	962,2	544,3	3.527,4	207,3	120,8	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
93,3	14,7	114,5	8.380,6	2.939,5	824,2	579,1	3.746,1	177,3	114,5	2002 Jul
93,5	14,7	113,7	8.393,0	2.937,9	826,4	577,5	3.759,4	178,1	113,7	Ago
94,3	14,7	117,9	8.480,4	2.975,7	847,8	581,2	3.778,7	179,1	117,9	Sep
93,7	14,8	117,7	8.500,8	2.974,2	848,1	580,3	3.797,2	183,2	117,7	Oct
93,2	14,8	115,9	8.553,8	2.992,0	864,2	584,7	3.812,1	184,9	115,9	Nov
92,7	14,5	116,0	8.504,8	2.959,5	916,6	583,6	3.742,8	186,3	116,0	Dic
92,2	14,1	114,8	8.589,3	2.990,4	916,1	596,6	3.782,0	189,4	114,8	2003 Ene
92,8	15,0	112,2	8.671,3	3.016,2	931,3	605,5	3.809,8	196,4	112,2	Feb
92,7	15,5	118,1	8.774,9	3.038,3	960,2	617,3	3.841,2	199,8	118,1	Mar
90,7	15,5	117,5	8.816,7	3.053,5	968,4	625,0	3.849,2	203,0	117,5	Abr
95,4	16,3	117,0	8.910,5	3.072,3	981,1	638,5	3.895,1	206,6	117,0	May
94,5	16,4	121,8	8.991,0	3.088,8	1.017,8	643,7	3.908,0	211,0	121,8	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

Cuadro 3.6 (cont.)

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

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

Emisiones 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 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	33,3	10,2	20,7	1,4
Abr	454,8	308,5	1,8	70,9	71,7	1,9	14,6	5,1	9,1	0,2
May	415,9	284,7	2,0	66,7	60,4	2,1	20,9	7,5	12,2	1,1
Jun	412,4	283,8	2,7	64,1	59,7	2,1	38,4	12,7	23,4	1,6
Jul	436,4	304,9	1,6	64,4	63,1	2,4	.	.	.	.

2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Jul	117,2	38,3	15,1	6,2	48,2	9,4	11,6	2,9	6,9	0,4
Ago	60,9	28,2	4,0	2,2	25,2	1,3	7,0	3,1	2,7	0,3
Sep	122,2	52,4	12,2	4,5	50,4	2,6	24,3	5,2	12,6	0,2
Oct	107,2	39,1	10,8	0,9	52,1	4,4	13,2	4,6	6,7	0,3
Nov	119,3	48,1	16,2	3,5	48,0	3,6	13,6	5,6	6,6	0,8
Dic	136,4	45,6	44,8	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	146,2	55,7	13,6	8,6	61,9	6,3	26,5	10,9	6,7	3,5
Mar	146,6	53,8	15,6	10,4	63,1	3,7	28,7	13,2	8,2	0,6
Abr	146,0	50,9	18,7	11,0	61,7	3,7	19,4	8,6	8,9	1,0
May	160,9	54,1	9,4	16,2	78,0	3,2	25,7	9,8	9,2	0,3
Jun	154,2	56,3	18,1	12,7	61,4	5,7	30,0	9,3	10,4	2,9
Jul	161,4	60,2	19,9	7,2	71,3	2,8	.	.	.	.

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 Jul	499,6	298,5	16,9	71,9	100,8	11,6	26,4	8,8	15,1	1,0
Ago	427,0	285,9	5,8	53,1	79,0	3,2	19,1	7,7	9,5	0,9
Sep	514,2	330,8	14,1	61,3	103,5	4,6	56,0	16,3	30,7	2,1
Oct	549,0	358,5	13,0	65,6	105,2	6,7	30,3	9,6	15,8	1,6
Nov	532,8	351,0	18,6	61,6	95,7	5,8	28,2	10,3	15,0	2,0
Dic	523,1	336,9	46,9	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	21,8	2,1
Feb	579,7	363,7	15,9	65,3	126,3	8,4	46,6	18,1	18,4	4,5
Mar	579,6	355,3	17,9	73,3	126,7	6,3	62,0	23,5	28,9	2,0
Abr	600,8	359,4	20,4	82,0	133,4	5,6	34,0	13,7	18,0	1,2
May	576,8	338,8	11,5	82,8	138,4	5,3	46,5	17,3	21,4	1,4
Jun	566,6	340,1	20,8	76,8	121,2	7,8	68,4	22,0	33,8	4,5
Jul	597,8	365,1	21,6	71,6	134,4	5,2	.	.	.	.

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

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

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,0	0,0	0,0	397,1	266,1	10,0	66,2	52,6	2,2	0,0	2002 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	315,3	13,9	57,7	64,4	2,1	0,2	Feb
0,0	0,0	0,9	466,2	311,7	23,0	64,3	63,7	2,6	0,9	Mar
0,0	0,1	0,2	469,5	313,6	10,9	71,1	71,7	2,0	0,2	Abr
0,0	0,0	0,1	436,7	292,2	14,2	67,8	60,4	2,1	0,1	May
0,0	0,1	0,7	450,8	296,4	26,1	65,7	59,8	2,2	0,7	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,9	0,1	0,3	128,9	41,2	22,0	6,7	49,1	9,5	0,3	2002 Jul
0,3	0,1	0,5	67,8	31,3	6,7	2,5	25,5	1,4	0,5	Ago
0,7	0,2	5,5	146,5	57,6	24,9	4,7	51,1	2,7	5,5	Sep
0,2	0,0	1,3	120,4	43,7	17,5	1,2	52,2	4,4	1,3	Oct
0,0	0,0	0,5	133,0	53,7	22,8	4,3	48,0	3,6	0,5	Nov
0,4	0,0	0,8	154,7	51,7	53,6	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	172,7	66,6	20,4	12,1	65,2	7,4	1,1	Feb
0,4	0,6	5,7	175,3	67,0	23,8	11,0	63,5	4,3	5,7	Mar
0,1	0,0	0,8	165,4	59,6	27,6	12,0	61,8	3,7	0,8	Abr
5,1	0,8	0,5	186,6	63,8	18,7	16,5	83,2	3,9	0,5	May
1,5	0,1	5,7	184,2	65,6	28,5	15,7	62,9	5,7	5,7	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
1,0	0,1	0,4	526,0	307,3	32,0	72,9	101,8	11,7	0,4	2002 Jul
0,3	0,1	0,6	446,1	293,6	15,3	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	579,3	368,2	28,7	67,2	105,3	6,9	2,9	Oct
0,0	0,0	0,7	561,0	361,4	33,6	63,7	95,7	5,9	0,7	Nov
0,4	0,0	1,3	565,2	349,2	71,4	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	626,3	381,8	34,3	69,8	129,7	9,5	1,3	Feb
0,4	0,6	6,6	641,6	378,7	46,8	75,3	127,2	6,9	6,6	Mar
0,1	0,1	0,9	634,8	373,2	38,5	83,1	133,5	5,7	0,9	Abr
5,2	0,8	0,6	623,3	356,1	32,8	84,2	143,6	6,1	0,6	May
1,5	0,2	6,4	635,0	362,0	54,6	81,3	122,7	7,9	6,4	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

Cuadro 3.6 (cont.)**Valores distintos de acciones denominados en euros por plazo a la emisión, residencia y sector emisor¹⁾***(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 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	6,0	3,4	2,6	0,0
Mar	9,9	-3,8	0,3	2,5	10,9	0,0	23,6	6,2	15,7	0,8
Abr	23,1	9,1	-0,4	0,6	13,7	0,1	-21,1	-5,7	-13,8	-1,2
May	5,2	-4,4	0,0	2,7	6,6	0,3	2,4	0,9	1,3	0,3
Jun	-16,8	-8,5	0,2	-5,9	-2,5	0,0	27,9	9,2	17,3	1,1
Jul	3,2	1,4	0,1	0,0	1,5	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 Jul	12,6	-4,6	8,9	2,4	-3,0	8,9	3,4	0,0	4,3	-0,3
Ago	5,5	-0,7	1,2	-1,9	5,9	0,9	-1,2	-0,6	-0,3	0,1
Sep	37,6	22,5	-1,1	2,8	11,7	1,7	12,9	0,8	9,3	-1,5
Oct	25,5	-4,4	7,7	-0,8	19,3	3,7	0,1	0,8	1,5	-0,3
Nov	29,0	0,3	13,2	0,7	13,3	1,5	1,6	2,3	2,4	-0,6
Dic	-24,3	-14,3	38,5	2,6	-52,9	1,7	7,4	2,6	4,7	1,1
2003 Ene	30,5	-5,1	1,6	6,4	23,6	4,0	16,6	6,1	9,2	1,4
Feb	41,9	10,0	9,1	4,1	13,2	5,4	8,9	6,5	2,0	1,4
Mar	50,7	9,4	9,2	8,6	20,5	2,9	19,2	10,1	3,7	-0,1
Abr	30,1	7,3	15,2	8,2	-3,8	3,2	10,0	4,8	7,2	0,1
May	69,4	15,9	4,3	12,1	34,6	2,5	17,4	7,0	7,1	-1,6
Jun	54,1	12,0	13,7	7,8	16,3	4,3	15,1	3,4	5,6	2,3
Jul	28,7	18,5	14,2	1,2	-5,8	0,6	.	.	.	.

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 Jul	23,6	2,6	9,2	6,5	-3,9	9,2	-6,7	-3,0	-1,0	-1,9
Ago	14,8	0,9	1,4	-1,4	13,0	0,8	-0,6	-0,8	0,8	-0,1
Sep	48,6	26,5	-1,3	3,8	18,6	1,0	37,0	9,4	22,7	-0,1
Oct	34,0	3,1	7,9	0,0	19,1	4,0	-14,1	-5,0	-7,6	-0,8
Nov	53,7	20,8	13,7	2,0	15,5	1,6	-0,8	-0,4	2,4	-0,4
Dic	-67,4	-36,5	38,2	-2,0	-68,9	1,8	20,6	4,9	14,4	2,0
2003 Ene	86,5	27,7	1,9	13,8	39,7	3,4	-1,6	3,6	-2,4	-0,7
Feb	67,0	15,8	10,6	7,4	27,2	6,0	14,8	9,9	4,6	1,4
Mar	60,6	5,6	9,5	11,1	31,4	2,9	42,7	16,3	19,4	0,7
Abr	53,2	16,4	14,8	8,8	9,9	3,3	-11,1	-0,9	-6,6	-1,1
May	74,6	11,6	4,3	14,7	41,3	2,8	19,8	8,0	8,4	-1,3
Jun	37,3	3,5	13,8	1,9	13,8	4,2	42,9	12,6	22,9	3,3
Jul	31,9	19,9	14,4	1,1	-4,4	0,9	.	.	.	.

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

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

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,0	0,0	-0,2	0,9	4,2	-4,9	2,5	-0,9	0,3	-0,2	2002 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	3,4	14,0	0,7	0,0	Feb
0,0	0,0	0,8	33,5	2,4	16,0	3,3	10,8	0,0	0,8	Mar
0,0	0,0	-0,4	2,0	3,4	-14,2	-0,6	13,7	0,1	-0,4	Abr
0,0	0,0	-0,1	7,7	-3,4	1,3	2,9	6,7	0,3	-0,1	May
0,0	0,1	0,3	11,1	0,7	17,5	-4,8	-2,5	0,0	0,3	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
-0,1	0,0	-0,5	16,0	-4,6	13,2	2,1	-3,1	8,9	-0,5	2002 Jul
0,3	0,0	-0,7	4,3	-1,3	0,9	-1,7	6,2	0,9	-0,7	Ago
0,7	0,0	3,7	50,5	23,3	8,2	1,3	12,4	1,7	3,7	Sep
-0,5	-0,1	-1,4	25,6	-3,6	9,2	-1,1	18,8	3,6	-1,4	Oct
-0,5	0,0	-2,0	30,6	2,6	15,6	0,1	12,9	1,5	-2,0	Nov
-0,4	-0,3	-0,3	-16,9	-11,7	43,2	3,7	-53,4	1,4	-0,3	Dic
-0,5	-0,3	0,7	47,1	1,0	10,8	7,8	23,1	3,7	0,7	2003 Ene
0,6	0,9	-2,6	50,7	16,6	11,2	5,5	13,7	6,3	-2,6	Feb
-0,1	0,5	5,1	69,9	19,5	12,9	8,5	20,5	3,4	5,1	Mar
-1,9	-0,1	-0,1	40,1	12,1	22,3	8,3	-5,7	3,1	-0,1	Abr
4,6	0,8	-0,5	86,8	23,0	11,4	10,5	39,2	3,3	-0,5	May
-0,8	0,1	4,5	69,1	15,5	19,2	10,0	15,5	4,4	4,5	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
-0,1	0,0	-0,7	16,9	-0,4	8,2	4,6	-4,0	9,2	-0,7	2002 Jul
0,3	0,0	-0,8	14,2	0,1	2,2	-1,4	13,3	0,8	-0,8	Ago
0,8	0,0	4,2	85,6	36,0	21,4	3,7	19,3	1,0	4,2	Sep
-0,6	0,1	-0,2	19,9	-2,0	0,3	-0,8	18,5	4,1	-0,2	Oct
-0,5	0,0	-1,8	52,9	20,4	16,0	1,6	15,0	1,6	-1,8	Nov
-0,5	-0,3	0,1	-46,8	-31,6	52,6	0,0	-69,4	1,5	0,1	Dic
-0,5	-0,4	-1,2	84,8	31,3	-0,5	13,0	39,2	3,1	-1,2	2003 Ene
0,6	0,9	-2,6	81,9	25,7	15,2	8,9	27,8	7,0	-2,6	Feb
-0,1	0,5	5,9	103,4	22,0	28,9	11,8	31,3	3,4	5,9	Mar
-1,9	-0,1	-0,6	42,1	15,5	8,2	7,7	8,0	3,2	-0,6	Abr
4,6	0,8	-0,6	94,5	19,5	12,7	13,4	45,9	3,5	-0,6	May
-0,8	0,1	4,8	80,2	16,1	36,7	5,2	13,0	4,4	4,8	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul

Cuadro 3.7

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

(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						3	4	5	6	7
2002 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	116,1	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	121,1	17,6	28,9	-7,2	21,1	-15,2
Feb	19,3	125,1	22,4	60,3	-1,5	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	12,6	21,7	22,5
Jun	16,9	127,9	15,5	61,5	17,4	17,7	18,7
Jul	14,6	127,6	11,7	53,7	11,4	18,1	13,7

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						3	4	5	6	7
2002 Jul	7,1	104,6	6,8	27,4	12,0	3,1	35,9
Ago	6,9	104,7	6,6	26,9	9,2	3,3	33,6
Sep	7,2	105,3	7,1	25,4	12,0	3,6	30,6
Oct	7,1	105,8	6,4	25,0	12,6	3,9	29,4
Nov	6,9	106,3	5,8	25,1	8,2	4,3	28,8
Dic	5,9	105,9	5,0	24,9	7,1	2,9	29,1
2003 Ene	5,7	106,6	4,8	24,0	7,5	2,7	29,5
Feb	5,9	107,3	4,4	25,5	7,9	3,0	34,2
Mar	5,8	108,1	3,8	26,4	9,6	3,0	32,1
Abr	5,6	108,6	3,8	26,4	10,3	2,4	30,6
May	5,7	109,7	3,6	23,2	11,8	3,1	27,5
Jun	6,0	110,6	3,7	24,8	12,2	3,2	28,4
Jul	6,3	111,2	4,7	25,7	11,9	3,2	21,9

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						3	4	5	6	7
2002 Jul	6,9	105,2	6,5	26,8	6,6	4,1	34,6
Ago	6,7	105,4	6,4	26,6	3,5	4,3	32,6
Sep	7,3	106,1	7,3	25,2	5,8	4,6	29,1
Oct	7,3	106,7	6,8	24,9	5,8	5,0	28,7
Nov	7,4	107,5	7,2	25,1	3,4	5,2	27,8
Dic	6,5	106,5	6,1	24,9	3,7	4,1	27,7
2003 Ene	6,6	107,9	6,2	24,0	4,6	4,1	28,3
Feb	7,2	108,9	6,4	25,8	6,1	4,6	33,3
Mar	7,0	109,8	5,5	26,6	8,2	4,5	31,4
Abr	7,1	110,5	5,7	26,4	9,8	4,3	30,4
May	7,0	111,6	5,1	23,5	12,0	4,7	27,4
Jun	7,0	112,1	5,0	25,1	13,0	4,5	28,2
Jul	7,1	112,7	5,5	26,0	11,8	4,5	21,7

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 ²⁾								
Total	Índice dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP		
								8	9	10	11	12	13	14
5,1	111,9	3,6	-18,5	-15,6	14,5	-7,0		2002 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	1,0	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	12,8	21,9	17,6		May
18,4	130,4	18,7	62,7	16,8	18,0	14,4		Jun
17,0	130,9	16,1	54,6	11,2	18,7	11,8		Jul

En euros ²⁾								
Total	Índice dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP		
								8	9	10	11	12	13	14
6,5	104,3	4,6	34,0	16,1	3,1	37,6		2002 Jul
6,3	104,4	4,5	33,1	13,2	3,3	34,9		Ago
6,6	104,9	5,2	31,0	14,6	3,4	31,8		Sep
6,4	105,3	4,3	28,8	15,2	3,9	29,4		Oct
6,4	105,8	4,3	29,5	9,8	4,3	28,8		Nov
5,4	105,4	3,5	29,7	8,6	2,8	29,0		Dic
5,1	105,9	3,2	28,9	8,7	2,5	29,1		2003 Ene
5,3	106,5	2,7	29,9	8,9	2,7	33,8		Feb
5,2	107,3	2,1	30,5	11,1	2,8	31,5		Mar
5,0	107,8	2,0	31,1	11,7	2,3	29,5		Abr
5,2	108,9	2,1	27,9	13,2	2,8	26,3		May
5,4	109,7	2,0	30,2	14,0	3,0	27,1		Jun
5,7	110,2	3,0	30,8	13,6	2,9	20,4		Jul

En euros ²⁾								
Total	Índice dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP		
								8	9	10	11	12	13	14
6,4	104,9	4,5	33,1	8,6	4,1	36,2		2002 Jul
6,3	105,2	4,7	32,6	5,3	4,2	33,7		Ago
6,7	105,8	5,6	30,5	6,6	4,5	30,0		Sep
6,5	106,3	4,7	28,7	6,3	5,0	28,4		Oct
7,0	107,1	5,8	29,4	3,8	5,3	27,6		Nov
6,1	106,1	4,7	29,7	4,3	4,1	27,4		Dic
6,1	107,4	4,9	28,8	5,0	4,0	27,7		2003 Ene
6,6	108,3	5,0	30,2	6,4	4,3	32,7		Feb
6,4	109,2	4,0	30,7	9,0	4,3	30,7		Mar
6,6	109,9	4,3	31,2	10,7	4,3	29,0		Abr
6,6	111,0	4,0	28,2	13,1	4,5	26,2		May
6,6	111,5	3,7	30,5	14,5	4,3	26,9		Jun
6,7	112,0	4,3	31,0	13,2	4,3	20,2		Jul

Cuadro 3.8

Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

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

Saldos vivos

	Total 1	IFM 2	Instituciones financieras no monetarias 3	Sociedades no financieras 4
2000 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	4.054,7	535,7	485,4	3.033,6
Oct	4.278,0	551,5	497,8	3.228,7
Nov	4.523,9	587,5	512,1	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	2.978,1	412,6	276,0	2.289,5
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
Jun	3.275,9	506,5	300,6	2.468,8
Jul	3.386,6	530,2	330,9	2.525,5

Total saldo vivo

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



Fuente: BCE.



4 IAPC y otros precios en la zona del euro

Cuadro 4.1

Índice Armonizado de Precios de Consumo

(datos 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 (%) ¹⁾	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	111,7	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	1,9	111,5	1,5	116,1	2,6	112,8	0,2	111,0	116,1
2002 Oct	111,6	2,3	110,1	1,7	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	0,3	110,7	115,2
Feb	112,4	2,4	110,6	2,1	115,4	2,7	112,7	0,3	111,1	115,4
Mar	113,1	2,4	111,6	2,2	115,6	2,6	112,9	0,2	111,5	115,6
Abr	113,2	2,1	111,6	1,5	116,0	2,9	112,8	-0,1	111,1	115,9
May	113,1	1,8	111,5	1,4	116,0	2,5	112,7	-0,1	110,8	116,1
Jun	113,2	1,9	111,5	1,6	116,4	2,5	113,0	0,2	111,0	116,4
Jul	113,1	1,9	110,7	1,6	117,1	2,3	113,1	0,1	111,2	116,4
Ago	113,3	2,1	110,8	1,7	117,5	2,5	113,4	0,3	111,5	116,9
Sep ²⁾	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Detalle de bienes y servicios

	Bienes						Servicios				
	Alimenticios ³⁾			Industriales			Vivienda	Transporte	Comunica- ciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados ³⁾	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía					
Ponderación sobre el total (%) ¹⁾	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	1,3	0,8	1,3	-0,7	2,4	3,4	0,0	4,3	3,5
IV	2,2	2,6	1,6	1,6	1,2	2,9	2,5	3,0	-0,2	4,0	3,4
2003 I	1,9	3,1	0,1	2,0	0,7	7,0	2,4	3,2	-0,8	3,0	3,7
II	2,5	3,3	1,5	1,0	0,9	1,5	2,4	3,0	-0,5	2,9	3,5
2002 Oct	2,2	2,6	1,7	1,5	1,2	2,6	2,4	3,0	0,1	4,3	3,3
Nov	2,3	2,6	1,9	1,5	1,3	2,4	2,5	3,2	-0,4	4,0	3,4
Dic	2,1	2,7	1,3	1,7	1,2	3,8	2,5	2,8	-0,5	3,8	3,5
2003 Ene	1,4	2,8	-0,7	1,7	0,6	6,0	2,5	3,3	-0,7	3,2	3,6
Feb	2,0	3,2	0,3	2,2	0,7	7,7	2,4	3,3	-0,9	3,0	3,7
Mar	2,2	3,3	0,7	2,2	0,8	7,5	2,4	3,0	-0,7	2,8	3,7
Abr	2,3	3,3	0,9	1,1	0,8	2,2	2,4	3,2	-0,6	3,5	3,6
May	2,4	3,3	1,1	0,9	0,9	0,6	2,4	2,8	-0,5	2,5	3,5
Jun	2,9	3,2	2,5	1,0	0,8	1,6	2,3	2,9	-0,6	2,7	3,5
Jul	3,0	3,2	2,7	1,0	0,7	2,0	2,4	2,6	-0,5	2,3	3,3
Ago	3,1	3,0	3,3	1,0	0,6	2,7	2,3	2,8	-0,4	2,7	3,2
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾		Precios del petróleo ²⁾ (euros por barril)				
	Industria, excluida construcción ³⁾										Energía	Cons- truc- ción ⁴⁾		Industria manufa- cturera	Total, excluida energía		
	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía	Cons- truc- ción ⁴⁾						Industria manufa- cturera	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	14				
1997	96,0	1,1	0,4	0,2	0,3	0,7	0,6	1,2	3,0	1,4	0,8	0,3	10,7	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	-21,9	-14,7	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	14,6	-6,4	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	51,9	20,4	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	-8,3	-8,1	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	-4,1	-0,9	26,5			
2002 III	102,3	0,0	0,6	0,3	0,8	1,2	1,5	1,1	-2,1	2,6	0,4	-4,6	1,1	27,2			
2002 IV	102,6	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,3	1,4	2,8	3,1	1,5	12,6	5,6	26,5			
2003 I	104,1	2,4	1,2	1,6	0,4	1,4	0,9	1,5	7,5	1,9	2,2	9,1	-3,2	28,4			
2003 II	103,6	1,5	1,0	1,2	0,4	1,3	0,8	1,4	2,8	.	0,8	-13,7	-7,9	22,7			
2003 III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-6,5	-5,8	25,1
2002 Sep	102,5	0,2	0,7	0,4	0,8	1,3	1,6	1,3	-1,4	-	0,6	2,1	7,9	28,9			
2002 Oct	102,7	1,1	0,9	0,8	0,7	1,4	1,4	1,4	2,3	-	1,3	13,2	10,2	27,9			
2002 Nov	102,4	1,2	1,0	1,2	0,8	1,3	1,2	1,3	2,4	-	1,3	9,1	3,9	24,2			
2002 Dic	102,7	1,6	1,1	1,2	0,8	1,5	1,3	1,5	3,9	-	1,8	15,6	2,9	27,1			
2003 Ene	103,7	2,3	1,1	1,4	0,5	1,4	1,1	1,4	6,7	-	2,0	15,4	-1,1	28,3			
2003 Feb	104,2	2,6	1,2	1,7	0,3	1,5	1,0	1,6	8,3	-	2,4	15,8	-2,1	29,8			
2003 Mar	104,3	2,4	1,2	1,7	0,3	1,4	0,8	1,5	7,4	-	2,1	-2,2	-6,4	27,2			
2003 Abr	103,8	1,7	1,1	1,6	0,4	1,3	0,7	1,4	3,4	-	1,1	-15,2	-6,2	22,9			
2003 May	103,5	1,3	1,0	1,3	0,4	1,3	0,7	1,4	1,8	-	0,6	-16,6	-8,0	21,9			
2003 Jun	103,4	1,4	0,9	0,8	0,4	1,3	0,9	1,4	3,3	-	0,7	-8,9	-9,6	23,3			
2003 Jul	103,5	1,4	0,7	0,4	0,4	1,3	1,1	1,4	3,8	-	0,7	-4,4	-7,5	25,0			
2003 Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	-2,9	-5,2	26,5
2003 Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	-11,7	-4,7	23,9

2. Deflatores del producto interior bruto⁵⁾

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

	Total		Demanda interna				Exportaciones ⁶⁾	Importaciones ⁶⁾
	Índice, 1995=100			Consumo privado				
				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	8,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	110,9	2,4	2,2	2,3	2,5	1,9	1,4	0,7
2002	113,6	2,4	2,1	2,4	1,8	1,9	-0,7	-1,6
2001 IV	112,1	2,8	1,8	2,0	2,3	1,5	-0,8	-3,6
2002 I	112,9	2,7	2,4	2,1	2,0	1,9	-0,9	-1,8
2002 II	113,2	2,2	2,0	2,5	1,7	2,1	-1,2	-2,2
2002 III	113,9	2,6	2,0	2,5	1,8	1,8	-0,3	-2,2
2002 IV	114,4	2,1	2,2	2,5	1,8	1,9	-0,2	-0,3
2003 I	115,1	2,0	1,9	2,3	1,9	1,4	0,2	-0,1
2003 II	115,7	2,2	1,6	1,9	1,6	1,1	0,0	-1,6

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 nacionales¹⁾

PIB y componentes del gasto

1. Precios corrientes

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

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ³⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1998	5.883,6	5.743,7	3.330,9	1.176,3	1.203,4	33,0	139,9	1.949,1	1.809,2
1999	6.150,4	6.048,8	3.506,5	1.229,4	1.292,0	20,9	101,6	2.051,8	1.950,2
2000	6.453,0	6.385,4	3.681,0	1.287,4	1.390,0	27,0	67,6	2.417,3	2.349,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.842,2	6.726,9	3.921,7	1.370,2	1.441,8	-6,8	115,2	2.560,8	2.445,6
2002	7.065,7	6.883,2	4.032,3	1.433,6	1.430,4	-13,1	182,6	2.581,4	2.398,8
2002 I	1.746,6	1.704,1	994,9	352,7	358,5	-2,0	42,5	629,3	586,9
II	1.760,0	1.715,1	1.004,5	357,2	355,7	-2,3	44,8	644,6	599,8
III	1.775,0	1.725,6	1.012,3	360,5	356,9	-4,2	49,4	654,3	604,9
IV	1.784,3	1.738,3	1.020,5	363,2	359,3	-4,6	45,9	653,1	607,2
2003 I	1.795,3	1.759,1	1.032,6	365,9	355,8	4,8	36,1	646,5	610,4
II	1.803,1	1.763,1	1.035,4	369,3	355,2	3,3	40,0	640,9	601,0

2. Precios constantes

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

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ³⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
10	11	12	13	14	15	16	17	18	
1998	5.667,3	5.544,7	3.186,2	1.142,2	1.190,8	25,6	122,5	1.939,1	1.816,6
1999	5.826,4	5.738,5	3.299,1	1.164,0	1.260,8	14,7	87,9	2.039,6	1.951,7
2000	6.029,4	5.905,9	3.388,8	1.187,7	1.323,4	6,0	123,5	2.294,7	2.171,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.233,1	6.079,8	3.527,1	1.230,5	1.345,1	-23,0	153,3	2.396,3	2.243,0
2002	6.285,9	6.091,0	3.541,5	1.264,5	1.309,2	-24,3	194,9	2.431,6	2.236,6
2002 I	1.563,9	1.516,8	880,8	313,4	330,2	-7,7	47,1	592,4	545,3
II	1.571,3	1.521,1	884,2	315,7	325,8	-4,6	50,2	608,0	557,8
III	1.574,9	1.524,1	886,9	317,4	326,2	-6,4	50,8	616,9	566,1
IV	1.575,8	1.529,0	889,6	318,1	327,0	-5,7	46,8	614,3	567,5
2003 I	1.576,2	1.537,0	893,8	319,0	323,1	1,1	39,2	607,1	567,9
II	1.575,0	1.538,6	894,5	321,2	321,8	1,1	36,3	604,3	568,0

(tasas de variación interanuales)

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

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), datos desestacionalizados]

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1998	5.470,9	138,7	1.276,6	295,4	1.139,7	1.445,9	1.174,5	202,2	614,8
1999	5.689,3	136,6	1.296,1	311,3	1.185,1	1.534,2	1.226,0	201,6	662,7
2000	5.972,4	137,0	1.354,1	328,4	1.247,8	1.627,2	1.278,0	208,4	689,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.347,9	150,9	1.413,8	349,9	1.349,9	1.723,1	1.360,4	222,3	716,6
2002	6.553,4	149,9	1.428,5	361,7	1.384,3	1.802,2	1.426,8	226,9	739,2
2002 I	1.621,4	38,2	354,1	90,5	342,8	444,7	351,1	56,3	181,5
II	1.633,3	37,0	356,9	89,7	345,1	449,6	355,2	56,5	183,1
III	1.645,2	37,4	359,5	90,4	347,4	452,1	358,3	56,5	186,3
IV	1.653,6	37,3	358,0	91,1	349,0	455,8	362,3	57,6	188,3
2003 I	1.663,4	37,5	361,0	91,1	348,8	459,7	365,3	57,8	189,7
II	1.672,6	37,5	357,9	92,6	352,2	464,8	367,6	58,0	188,6

4. Precios constantes

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

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1998	5.319,4	142,4	1.256,4	291,9	1.114,4	1.388,3	1.126,0	222,4	570,3
1999	5.462,5	146,7	1.269,3	298,8	1.163,4	1.439,5	1.145,0	231,2	595,2
2000	5.668,1	146,1	1.320,6	305,4	1.221,1	1.506,2	1.168,8	248,1	609,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	5.870,5	152,0	1.345,2	310,6	1.288,5	1.574,1	1.200,1	264,6	627,2
2002	5.937,0	151,4	1.357,0	307,8	1.305,2	1.587,1	1.228,6	262,5	611,3
2002 I	1.476,4	37,9	336,8	78,0	324,1	395,0	304,6	65,3	152,9
II	1.484,3	37,7	339,9	76,7	326,0	397,3	306,7	65,0	152,0
III	1.487,4	37,9	340,8	76,6	327,2	397,0	307,9	65,7	153,1
IV	1.488,9	37,9	339,5	76,6	327,8	397,8	309,4	66,5	153,3
2003 I	1.489,7	38,1	340,3	75,6	327,5	398,3	310,0	66,8	153,3
II	1.488,4	37,9	336,7	76,1	327,3	399,4	310,9	66,9	153,5
<i>(tasas de variación interanuales)</i>									
1998	2,9	1,5	3,2	0,5	4,0	3,7	1,5	3,6	2,6
1999	2,7	3,0	1,0	2,4	4,4	3,7	1,7	4,0	4,4
2000	3,8	-0,4	4,0	2,2	5,0	4,6	2,1	7,3	2,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	1,8	-1,5	0,7	-0,5	3,1	3,1	1,2	5,2	0,9
2002	1,1	-0,4	0,9	-0,9	1,3	0,8	2,4	-0,8	-2,5
2002 I	0,7	0,4	-0,9	0,3	1,0	1,1	2,1	-0,4	-2,8
II	1,3	0,2	1,1	-1,0	1,3	1,0	2,5	-1,8	-3,8
III	1,2	-0,5	1,3	-1,2	1,4	0,6	2,5	-1,1	-2,1
IV	1,3	-1,6	2,0	-1,7	1,6	0,6	2,5	0,3	-1,4
2003 I	0,9	0,7	1,0	-3,0	1,0	0,8	1,8	2,2	0,3
II	0,3	0,5	-0,9	-0,8	0,4	0,5	1,4	2,9	1,0

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 real¹⁾
1. Producción industrial
(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Total	Industria, excluida construcción ²⁾									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	1,8	1,9	2,3	1,5	1,4	1,5	0,7	4,1	1,9	
2000	4,9	100,1	5,3	5,4	5,9	8,3	2,0	6,5	1,2	1,9	2,4	5,6	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	0,4	100,7	0,5	0,3	-0,5	1,6	0,6	-1,7	1,0	1,7	0,4	0,4	
2002	-0,5	100,0	-0,5	-0,8	0,4	-2,0	-0,5	-5,5	0,5	1,0	0,7	-0,7	
2002 II	-0,9	100,3	-0,6	-0,7	-0,1	-1,7	-0,8	-6,3	0,3	2,0	0,5	-0,7	
III	0,0	100,2	0,1	-0,3	1,3	-1,2	-0,7	-4,3	-0,1	1,7	0,7	-0,1	
IV	0,9	100,3	1,2	1,4	2,8	1,2	0,6	-4,2	1,5	-0,7	-0,5	1,6	
2003 I	0,8	100,5	1,2	0,8	1,4	1,5	-0,8	-4,9	0,0	4,6	-2,6	0,9	
II	-0,5	100,0	-0,6	-1,1	-0,3	-1,7	-1,0	-6,2	-0,1	2,0	-0,8	-1,0	
2002 Oct	0,7	100,5	1,3	0,8	1,4	0,5	0,5	-3,9	1,4	5,1	-1,1	1,0	
Nov	2,2	100,9	2,7	3,2	4,9	3,3	1,9	-2,0	2,7	-1,7	0,9	3,3	
Dic	-0,3	99,6	-0,4	0,1	1,9	-0,2	-0,7	-7,0	0,4	-4,4	-1,4	0,2	
2003 Ene	1,1	100,5	1,3	0,8	2,8	1,4	-0,8	-4,4	-0,1	1,4	-1,2	1,0	
Feb	1,3	100,9	2,2	0,9	1,1	3,2	-0,4	-4,3	0,3	9,7	-4,2	1,1	
Mar	0,1	100,1	0,0	0,5	0,5	0,1	-1,1	-5,8	-0,2	3,3	-1,6	0,5	
Abr	0,4	100,6	0,9	-0,1	0,7	-0,4	0,7	-4,9	1,8	3,1	-2,1	0,0	
May	-1,2	99,6	-1,2	-1,4	-1,1	-0,6	-2,7	-6,9	-2,0	1,0	-2,0	-1,2	
Jun	-0,6	99,7	-1,4	-1,7	-0,5	-3,8	-1,1	-6,9	0,0	2,0	2,8	-1,7	
Jul	.	100,7	0,7	0,4	0,0	1,7	0,9	-4,5	1,9	1,4	.	0,6	
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 ³⁾ (d)	
	Total		Índice 2000 = 100	Total		Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios	Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar		
	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	2,9	2,2	1,3	2,5	973	5,4	
2000	99,9	4,1	100,0	2,3	1,8	2,1	1,6	4,4	952	-2,1	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001	104,1	4,2	101,6	1,7	1,8	1,5	0,8	-0,3	968	-0,8	
2002	106,1	1,9	101,6	0,0	0,8	-0,4	-1,9	-1,8	926	-4,3	
2002 II	105,8	1,8	101,2	-0,5	0,6	-0,2	-2,5	-2,1	915	-7,6	
III	106,6	1,8	102,2	0,4	1,2	0,2	-2,4	-0,6	919	-4,7	
IV	106,6	1,5	101,6	-0,2	1,1	-0,7	-1,3	-2,4	950	0,2	
2003 I	108,1	2,8	102,3	0,8	2,4	0,6	-1,7	0,2	897	-2,6	
II	108,1	2,1	102,3	1,1	1,7	0,3	-1,1	0,7	887	-2,8	
2002 Oct	107,4	3,4	102,3	1,5	2,1	1,4	3,9	-1,5	929	-3,3	
Nov	106,2	0,8	101,5	-0,9	1,4	-1,7	-5,5	-2,9	942	-1,3	
Dic	106,2	0,3	100,8	-1,2	-0,1	-1,8	-2,0	-2,9	980	6,2	
2003 Ene	108,2	3,5	103,3	2,8	4,2	1,9	2,7	0,4	885	-5,3	
Feb	108,2	2,8	102,5	1,1	2,7	0,4	-3,9	-0,3	899	-3,5	
Mar	107,9	2,1	101,2	-1,4	0,4	-0,5	-3,8	0,6	908	0,6	
Abr	108,1	2,2	102,9	2,3	2,5	0,6	-0,7	1,5	876	-3,9	
May	107,9	2,1	102,0	0,3	1,4	0,0	-1,7	-0,2	868	-5,3	
Jun	108,2	2,2	102,0	0,7	1,2	0,2	-0,9	0,8	916	0,8	
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	922	2,6
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	920	-0,9

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 Europea¹⁾

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

(saldos netos²⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

	Indicador de clima económico ³⁾ (índice 2000=100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva ⁴⁾ (porcentaje)	Indicador confianza de los consumidores				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999	97,6	-7	-16	11	6	82,6	-3	3	-4	11	1
2000	100,0	5	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	97,0	-9	-15	14	1	82,9	-5	2	-10	14	2
2002	95,6	-11	-25	11	3	81,4	-11	-1	-12	26	-3
2002 III	95,4	-11	-27	11	4	81,5	-10	-1	-11	26	-3
2002 IV	95,3	-10	-23	10	4	81,5	-14	-3	-15	30	-8
2003 I	94,9	-11	-24	10	0	81,1	-19	-5	-23	39	-9
2003 II	94,8	-12	-27	9	0	80,7	-19	-4	-22	41	-9
2003 III	95,0	-11	-27	11	3	.	-17	-4	-20	38	-8
2002 Sep	95,6	-10	-26	12	7	-	-9	-1	-10	24	-2
2002 Oct	95,6	-9	-25	10	7	81,7	-12	-2	-12	27	-7
2002 Nov	95,3	-10	-22	10	3	-	-14	-4	-15	30	-7
2002 Dic	95,1	-10	-22	10	1	-	-16	-4	-19	33	-9
2003 Ene	94,9	-11	-22	9	-1	81,3	-18	-5	-21	36	-9
2003 Feb	95,1	-10	-23	10	2	-	-19	-5	-23	39	-9
2003 Mar	94,6	-12	-26	10	0	-	-21	-6	-26	42	-9
2003 Abr	94,7	-12	-27	10	1	80,8	-19	-5	-22	40	-9
2003 May	94,8	-12	-27	9	0	-	-20	-4	-23	43	-9
2003 Jun	94,8	-12	-28	9	0	-	-19	-4	-22	40	-8
2003 Jul	94,6	-14	-28	13	-2	80,6	-18	-4	-21	39	-9
2003 Ago	95,0	-11	-26	11	4	-	-17	-4	-20	37	-7
2003 Sep	95,4	-9	-26	9	8	-	-17	-4	-18	37	-8

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

(saldos netos²⁾, datos desestacionalizados)

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

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 ¹⁾

1. Ocupados

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

	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 (%) ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	19,3	7,0	25,1	14,3	29,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	122,360	1,8	2,0	0,9	-1,3	1,0	0,1	2,1	5,3	1,6
1999	124,605	1,8	2,3	-0,6	-2,5	-0,2	1,9	2,2	5,7	1,9
2000	127,396	2,2	2,5	0,8	-1,5	0,6	1,8	3,2	5,9	1,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	133,155	1,4	1,6	0,2	-0,8	0,3	0,4	1,6	3,9	1,3
2002	133,703	0,4	0,5	-0,3	-2,0	-1,3	-1,1	0,5	2,3	1,3
2002 II	133,760	0,5	0,7	-0,5	-2,0	-1,2	-0,9	0,6	2,6	1,3
III	133,707	0,3	0,5	-0,4	-1,9	-1,3	-1,3	0,2	2,1	1,4
IV	133,656	0,1	0,1	0,2	-1,9	-1,7	-1,3	0,0	2,0	1,2
2003 I	133,649	0,0	-0,2	0,7	-2,3	-1,8	-1,1	-0,2	1,6	1,1
II	133,704	0,0	-0,3	1,1	-2,3	-2,0	-0,4	-0,1	1,2	1,1

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% de la población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			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	11,689	8,4	9,095	7,4	2,595	16,2	5,762	7,3	5,927	9,9
2002 II	11,609	8,3	9,011	7,3	2,598	16,2	5,711	7,2	5,898	9,8
III	11,782	8,5	9,179	7,4	2,603	16,2	5,827	7,4	5,956	9,9
IV	11,971	8,6	9,344	7,6	2,627	16,5	5,942	7,5	6,029	10,0
2003 I	12,222	8,7	9,537	7,7	2,685	16,8	6,082	7,7	6,141	10,2
II	12,346	8,8	9,662	7,8	2,685	16,8	6,143	7,7	6,203	10,2
2002 Ago	11,784	8,5	9,179	7,4	2,605	16,3	5,829	7,4	5,954	9,9
Sep	11,823	8,5	9,222	7,5	2,600	16,2	5,850	7,4	5,973	9,9
Oct	11,885	8,5	9,281	7,5	2,605	16,3	5,888	7,4	5,997	9,9
Nov	11,979	8,6	9,349	7,6	2,630	16,5	5,945	7,5	6,034	10,0
Dic	12,049	8,6	9,404	7,6	2,645	16,6	5,992	7,6	6,057	10,0
2003 Ene	12,140	8,7	9,467	7,6	2,674	16,7	6,042	7,6	6,098	10,1
Feb	12,230	8,7	9,541	7,7	2,689	16,8	6,088	7,7	6,142	10,2
Mar	12,297	8,8	9,604	7,8	2,693	16,9	6,115	7,7	6,182	10,2
Abr	12,341	8,8	9,652	7,8	2,689	16,9	6,139	7,7	6,202	10,2
May	12,343	8,8	9,658	7,8	2,685	16,8	6,144	7,7	6,200	10,2
Jun	12,354	8,8	9,675	7,8	2,679	16,8	6,147	7,7	6,207	10,2
Jul	12,366	8,8	9,692	7,8	2,673	16,8	6,146	7,7	6,220	10,3
Ago	12,377	8,8	9,707	7,8	2,670	16,8	6,149	7,7	6,228	10,3

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; datos desestacionalizados)

	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
Costes laborales unitarios ¹⁾								
2000	100,0	1,3	1,7	-0,3	2,0	-0,3	4,3	2,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	102,6	2,6	3,2	2,5	3,9	1,4	2,2	3,3
2002	104,8	2,2	1,7	0,7	3,3	1,5	3,7	1,6
2002 II	104,5	2,1	-0,4	0,6	3,4	1,3	3,0	1,7
III	104,9	1,9	-1,7	0,4	3,1	1,1	3,8	1,5
IV	105,5	1,5	3,9	-0,6	3,3	0,8	3,9	0,7
2003 I	106,4	1,9	0,9	0,5	5,1	1,7	3,3	1,5
II	.	.	.	.	.	.	.	.
Remuneración por asalariado								
2000	100,0	2,5	2,9	3,1	2,3	1,4	3,1	2,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	102,8	2,8	2,5	2,9	3,0	2,9	1,4	3,2
2002	105,5	2,6	3,4	2,9	3,5	2,3	2,2	2,7
2002 II	105,1	2,4	1,8	2,9	3,2	2,0	1,5	2,8
III	105,8	2,6	-0,3	3,1	3,2	2,3	2,2	2,6
IV	106,5	2,5	4,2	3,1	2,9	2,3	2,5	2,0
2003 I	107,4	2,7	4,0	3,4	3,0	2,9	2,6	2,2
II	.	.	.	.	.	.	.	.
Productividad del trabajo ²⁾								
2000	100,0	1,2	1,1	3,4	0,4	1,7	-1,2	0,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	100,2	0,2	-0,7	0,4	-0,9	1,5	-0,8	-0,2
2002	100,7	0,4	1,7	2,2	0,2	0,8	-1,5	1,0
2002 II	100,6	0,4	2,2	2,3	-0,1	0,7	-1,5	1,1
III	100,9	0,6	1,5	2,7	0,1	1,1	-1,5	1,1
IV	101,0	1,0	0,3	3,8	-0,4	1,5	-1,3	1,2
2003 I	101,0	0,8	3,1	2,9	-2,0	1,2	-0,7	0,6
II	100,9	0,3	3,0	1,1	-0,4	0,5	-0,6	0,2

4. Indicadores de costes laborales por hora

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Total ³⁾		Por componentes		Por algunas ramas de actividad		
	Índice (d) 1996=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	3,3	3,3	2,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001	103,3	3,4	3,5	2,9	3,2	3,6	3,6
2002	106,9	3,5	3,4	3,9	3,2	3,5	3,7
2002 II	106,4	3,2	3,0	3,7	2,8	3,0	3,5
III	107,2	3,2	3,1	3,6	2,9	3,4	3,3
IV	108,1	3,5	3,4	3,9	3,5	3,0	3,5
2003 I	108,9	2,7	2,6	3,2	2,8	2,3	2,5
II	109,6	2,9	2,8	3,2	3,4	3,3	2,9

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.

2. Principales pasivos¹⁾

	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 ²⁾
	Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ³⁾			
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo ⁴⁾	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 II	6.400,1	5.802,5	897,3	38,6	858,7	2.669,7	958,5	1.711,2	2.833,1	254,2	2.578,8	183,3
III	6.478,1	5.881,8	882,4	37,5	844,9	2.694,9	939,9	1.755,1	2.900,8	253,9	2.646,9	191,4
IV	6.660,4	6.039,5	902,4	41,7	860,7	2.791,4	978,6	1.812,9	2.966,6	262,6	2.704,1	201,4
2000 I	6.805,6	6.156,4	893,1	40,7	852,3	2.890,2	1.036,8	1.853,4	3.022,3	264,0	2.758,3	221,1
II	6.952,8	6.262,2	887,9	41,6	846,3	2.989,6	1.088,8	1.900,7	3.075,3	272,7	2.802,6	219,7
III	7.097,8	6.379,6	868,4	39,5	828,8	3.097,5	1.150,6	1.947,0	3.131,9	274,2	2.857,7	252,3
IV	7.261,5	6.500,5	884,2	41,7	842,5	3.196,3	1.166,1	2.030,3	3.181,1	279,3	2.901,8	245,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	7.455,1	6.671,7	897,6	42,3	855,3	3.322,9	1.243,9	2.079,1	3.234,5	278,9	2.955,6	257,3
II	7.561,3	6.762,2	882,7	42,2	840,5	3.394,6	1.265,6	2.129,0	3.284,0	284,8	2.999,1	279,2
III	7.632,6	6.805,2	876,1	45,3	830,9	3.434,5	1.243,2	2.191,3	3.321,9	280,3	3.041,6	249,7
IV	7.751,1	6.897,7	903,1	50,0	853,2	3.474,3	1.226,0	2.248,4	3.373,6	281,6	3.092,0	268,9
2002 I	7.812,9	6.960,5	904,5	53,4	851,1	3.501,6	1.222,0	2.279,6	3.406,8	277,2	3.129,6	278,5
II	7.907,2	7.017,6	877,7	53,4	824,3	3.547,0	1.206,7	2.340,4	3.482,4	287,9	3.194,5	245,5
III	7.952,5	7.053,0	870,1	54,7	815,4	3.554,3	1.188,7	2.365,6	3.528,0	284,1	3.244,0	238,0
IV	8.064,4	7.131,5	883,2	60,6	822,6	3.594,2	1.172,7	2.421,5	3.587,1	289,3	3.297,8	240,2
2003 I	8.116,6	7.170,5	874,8	68,3	806,5	3.622,6	1.188,1	2.434,5	3.619,2	276,9	3.342,3	.
II	.	7.239,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 II	3.951,7	3.612,1	458,2	3.153,8	339,7	66,2	273,5	3.090,6	139,6	221,9
III	3.930,1	3.577,4	448,1	3.129,2	352,7	73,9	278,8	3.015,8	141,7	224,2
IV	3.896,5	3.533,3	419,7	3.113,6	363,2	77,4	285,8	4.193,5	148,9	226,5
2000 I	3.950,7	3.586,0	425,1	3.160,9	364,7	77,0	287,7	4.536,4	148,2	228,4
II	3.984,8	3.607,7	425,6	3.182,1	377,1	87,8	289,3	4.381,0	147,9	230,2
III	4.018,7	3.622,1	422,0	3.200,1	396,6	94,6	302,0	4.222,7	147,9	232,1
IV	4.068,1	3.650,2	400,5	3.249,6	417,9	100,8	317,1	4.069,6	155,3	233,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	4.245,6	3.790,9	429,7	3.361,2	454,8	111,4	343,4	3.722,4	154,7	236,1
II	4.296,1	3.815,9	441,2	3.374,7	480,2	122,5	357,7	3.679,7	155,2	238,3
III	4.380,4	3.880,8	450,1	3.430,7	499,7	137,1	362,6	3.033,6	156,3	240,5
IV	4.394,2	3.875,1	434,3	3.440,8	519,0	136,9	382,1	3.528,0	168,6	241,4
2002 I	4.452,3	3.929,0	446,6	3.482,4	523,3	141,7	381,6	3.546,2	174,6	243,8
II	4.543,2	4.025,5	481,6	3.543,9	517,7	126,9	390,8	3.034,8	175,7	246,2
III	4.653,0	4.122,3	479,9	3.642,4	530,8	133,8	396,9	2.289,5	177,6	248,6
IV	4.660,2	4.125,9	480,0	3.646,0	534,3	140,2	394,1	2.396,2	190,1	251,1
2003 I	4.814,0	4.248,8	521,4	3.727,4	565,2	161,8	403,4	2.123,5	193,7	254,6
II	.	.	.	.	.	.	.	2.468,8	.	.

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 financieros¹⁾

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

Operaciones
1. Principales activos financieros²⁾

	Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro ³⁾	
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro		Depósitos en las no IFM ⁴⁾
			Total	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 II	22,9	6,2	34,2	81,3	-48,9	9,4	-7,6	-8,4	-9,1	-4,3
III	13,9	3,5	0,2	3,5	-1,1	-2,6	0,3	8,3	1,9	-2,8
IV	133,6	22,3	95,1	44,2	36,4	10,3	4,2	8,7	7,6	-14,2
2000 I	-27,6	-15,3	0,4	6,1	0,9	-20,4	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	7,0	-2,2	-4,2	-17,3	28,8	-18,5	2,9	13,3	0,1	-1,7
IV	129,7	8,6	108,3	71,4	27,3	5,7	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	94,8	-3,3	82,0	77,3	-4,3	6,3	2,7	15,1	1,0	4,8
III	7,9	-23,4	48,1	25,2	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	173,0	34,5	135,9	83,8	12,4	46,6	-6,9	-9,9	12,5	8,5
2003 I	40,6	7,7	-3,5	-29,5	-10,2	41,9	-5,6	32,8	3,6	.
II	.	23,8	86,1	82,9	-7,8	22,5	-11,5	23,8	.	.

	Valores distintos de acciones			Acciones ⁵⁾				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 II	-36,0	-8,4	-27,6	150,6	65,9	84,7	15,5	55,0	49,3	5,7
III	-3,2	-14,6	11,4	86,3	46,5	39,8	-2,1	57,6	52,1	5,5
IV	61,2	25,2	36,0	-16,7	14,3	-31,0	-12,7	75,4	70,4	4,9
2000 I	10,1	21,8	-11,6	-16,3	-64,4	48,1	13,5	79,9	74,3	5,6
II	40,9	4,3	36,6	68,1	49,2	18,9	-7,4	55,4	52,8	2,7
III	75,0	22,3	52,7	104,8	97,3	7,4	-1,3	55,5	52,7	2,7
IV	17,4	6,5	10,9	177,7	139,6	38,1	-5,1	59,2	61,3	-2,2
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	104,3	66,4	37,8	45,9	-1,6	47,5	22,0	68,2	60,9	7,3
II	-2,1	-34,2	32,2	42,1	35,6	6,5	3,4	53,2	49,7	3,6
III	31,2	-5,8	36,9	55,1	29,0	26,1	14,0	51,0	45,9	5,1
IV	3,5	-18,2	21,7	-0,2	-23,3	23,2	3,1	56,6	54,4	2,2
2002 I	68,3	36,3	32,0	47,7	4,9	42,8	26,3	65,3	55,6	9,7
II	-11,1	-42,5	31,4	26,5	12,8	13,7	-1,5	50,2	46,2	4,0
III	46,7	27,4	19,3	44,4	20,5	23,9	13,7	47,8	43,8	4,0
IV	-17,9	-16,0	-1,9	-34,7	-46,7	12,1	-7,6	57,6	56,5	1,1
2003 I	-5,2	-4,7	-0,5	61,6	5,5	56,1	30,3	65,6	59,7	6,0
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: BCE.

- 1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).
- 2) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas 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 pasivos¹⁾

	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 ²⁾
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ³⁾				
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo ⁴⁾	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 II	151,7	122,6	-4,1	2,7	-6,8	78,8	37,3	41,5	77,0	3,8	73,2	23,9
III	88,1	89,2	-14,7	-1,1	-13,6	35,0	-12,5	47,6	67,7	-0,3	68,1	8,4
IV	163,1	133,6	19,7	4,2	15,5	75,1	32,2	42,9	68,4	8,4	60,0	-7,0
2000 I	121,2	88,0	-7,9	-0,9	-7,0	71,1	49,3	21,8	58,0	1,5	56,5	15,1
II	162,1	117,6	-5,5	0,9	-6,4	111,8	61,4	50,4	55,8	9,7	46,1	-0,8
III	99,2	58,0	-15,9	-2,1	-13,8	63,3	45,2	18,1	51,8	0,0	51,8	23,2
IV	220,7	172,6	16,1	2,2	13,9	151,9	29,4	122,6	52,7	5,3	47,4	1,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	89,6	75,7	-6,3	0,0	-6,3	44,5	31,5	13,0	51,4	-0,4	51,8	9,2
II	101,9	80,1	-15,3	-0,1	-15,2	60,2	18,7	41,5	57,0	6,0	51,0	16,8
III	110,8	80,6	-6,1	3,1	-9,1	78,1	-9,5	87,7	38,7	-4,2	42,9	-21,4
IV	106,2	79,5	26,1	4,7	21,4	27,6	-23,1	50,7	52,4	1,4	51,0	4,2
2002 I	58,3	60,0	1,0	3,4	-2,4	18,3	-7,2	25,5	39,0	-4,9	43,9	8,4
II	140,7	110,2	-25,2	0,1	-25,3	91,1	4,1	87,0	74,8	10,9	63,9	-18,7
III	41,4	32,4	-7,9	1,3	-9,1	0,6	-18,3	18,9	48,7	-3,9	52,6	-9,0
IV	118,1	91,4	13,5	5,9	7,6	42,0	-13,1	55,1	62,6	6,2	56,5	8,9
2003 I	81,1	66,2	-0,6	8,0	-8,6	41,7	15,0	26,8	39,9	-9,9	49,8	.
II	.	83,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Valores distintos de acciones emitidos por								Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras						
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1999 II	39,6	29,0	-7,7	36,7	10,6	2,5	8,1	34,7	-9,2	2,8	
III	55,8	38,6	-10,0	48,6	17,2	7,6	9,6	34,7	2,1	2,8	
IV	-12,1	-19,8	-27,9	8,1	7,7	3,6	4,1	42,1	7,2	2,8	
2000 I	60,9	61,0	10,9	50,0	-0,1	-0,5	0,4	20,9	-0,7	2,8	
II	39,3	23,5	-1,3	24,8	15,8	10,9	4,9	29,0	-0,3	2,8	
III	48,6	25,8	-2,3	28,1	22,8	7,0	15,8	69,0	0,0	2,8	
IV	0,8	-20,3	-27,4	7,2	21,0	7,4	13,6	55,1	7,4	2,8	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	74,9	37,6	32,5	5,1	37,3	10,9	26,4	51,4	-0,6	3,1	
II	85,4	59,3	10,8	48,6	26,1	11,7	14,4	43,8	0,5	3,1	
III	50,6	29,6	8,8	20,8	21,0	14,6	6,4	9,2	1,1	3,1	
IV	9,7	-7,9	-21,9	14,0	17,6	-0,8	18,3	5,9	12,3	1,8	
2002 I	102,7	93,3	21,7	71,7	9,4	5,2	4,1	9,4	6,0	3,3	
II	60,7	61,9	33,9	28,1	-1,2	-15,2	13,9	4,7	1,1	3,3	
III	56,1	46,2	-0,9	47,1	9,9	7,0	2,8	-0,4	1,9	3,8	
IV	2,9	-0,6	-8,4	7,8	3,5	6,5	-3,0	-6,2	12,4	2,5	
2003 I	159,1	128,9	50,1	78,8	30,2	22,1	8,1	-4,5	3,6	3,4	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: BCE.

- 1) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas 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; datos sin desestacionalizar)

Saldos vivos

	Principales activos financieros ¹⁾										
	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 II	430,9	36,4	380,5	3,3	10,7	321,7	42,5	279,2	1.024,1	37,1	987,0
III	436,6	32,0	389,8	3,3	11,5	313,6	41,3	272,3	1.031,2	34,0	997,2
IV	447,5	32,2	400,3	3,3	11,7	313,6	41,1	272,5	1.035,1	38,5	996,6
2000 I	458,9	35,4	407,1	3,2	13,1	317,4	45,0	272,4	1.064,4	40,4	1.024,0
II	460,8	34,6	411,1	3,5	11,6	316,1	46,3	269,8	1.091,1	45,1	1.046,0
III	464,6	34,1	413,8	3,7	12,9	317,2	46,9	270,3	1.091,4	45,6	1.045,9
IV	477,6	40,6	418,5	3,2	15,3	311,3	50,1	261,1	1.085,2	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	313,1	51,9	261,2	1.126,8	40,3	1.086,5
II	486,3	41,4	424,2	3,8	16,9	316,1	52,2	263,9	1.150,5	55,0	1.095,5
III	487,8	39,3	426,9	3,8	17,9	316,5	53,1	263,4	1.165,2	50,1	1.115,1
IV	495,4	48,0	427,5	3,4	16,4	320,2	56,7	263,5	1.187,2	44,3	1.142,9
2002 I	498,6	43,9	433,0	4,0	17,7	325,2	59,5	265,7	1.252,5	52,9	1.199,5
II	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	331,7	65,2	266,5	1.242,7	40,8	1.201,9
III	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	334,3	69,2	265,1	1.301,0	50,8	1.250,2
IV	522,8	55,9	445,6	3,5	17,9	337,0	70,7	266,3	1.345,4	54,1	1.291,3
2003 I	535,5	59,7	454,0	3,7	18,2	343,9	71,6	272,3	1.379,1	64,5	1.314,6
II	537,7	62,2	450,3	3,0	22,3	.	.	.	.	.	.

	Principales activos financieros ¹⁾						Principales pasivos ¹⁾						
	Acciones ²⁾				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	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		
					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	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
1999 II	1.002,0	580,8	421,2	36,6	71,3	54,4	40,4	3,8	279,7	2.590,5	2.186,3	404,2	
III	1.012,4	586,3	426,1	33,7	72,5	56,4	41,9	4,5	272,1	2.633,7	2.221,9	411,7	
IV	1.232,8	719,7	513,1	33,4	75,5	44,1	29,6	4,5	332,4	2.780,4	2.359,7	420,7	
2000 I	1.348,7	777,9	570,8	37,1	78,0	52,3	37,1	5,1	363,4	2.897,3	2.467,4	429,9	
II	1.363,1	771,6	591,5	40,6	78,9	54,2	38,8	5,1	332,2	2.941,9	2.507,9	434,0	
III	1.412,0	797,3	614,6	37,4	80,0	49,0	33,1	7,9	359,0	2.994,4	2.556,2	438,2	
IV	1.331,6	726,9	604,7	36,9	78,4	47,3	31,5	9,1	326,3	3.019,8	2.582,2	437,6	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001 I	1.305,9	709,7	596,1	44,8	80,8	51,3	36,4	9,2	311,9	3.072,6	2.624,6	448,0	
II	1.343,2	736,3	606,8	46,5	81,7	51,2	36,2	9,7	315,6	3.130,5	2.677,8	452,7	
III	1.212,9	648,0	564,9	45,9	83,6	52,1	37,4	9,7	221,5	3.108,4	2.648,0	460,4	
IV	1.310,7	704,0	606,7	46,0	92,2	48,5	34,9	10,3	234,7	3.207,3	2.730,9	476,4	
2002 I	1.389,2	765,8	623,4	47,5	96,5	52,5	38,9	10,3	257,0	3.235,9	2.743,5	492,5	
II	1.270,6	672,6	598,0	50,1	97,5	55,9	42,5	10,6	226,5	3.254,6	2.756,6	498,0	
III	1.130,3	562,8	567,5	48,7	98,7	56,4	42,1	10,8	127,2	3.280,1	2.775,8	504,3	
IV	1.160,5	584,4	576,1	55,3	98,7	43,4	33,0	10,8	113,3	3.342,2	2.836,0	506,2	
2003 I	1.120,4	543,5	577,0	55,9	100,1	56,4	42,4	10,9	103,3	3.401,3	2.888,0	513,2	
II	.	.	.	.	.	.	44,6	.	136,5	.	.	.

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) Excluidas las acciones no cotizadas.

Operaciones

	Principales activos financieros ¹⁾										
	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 II	4,8	4,3	0,4	0,3	-0,2	-1,7	-0,1	-1,6	18,1	-2,2	20,4
III	5,8	-4,4	9,3	0,0	0,8	-8,4	-1,2	-7,2	18,1	-2,8	20,9
IV	10,5	0,2	10,1	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,2	4,3	3,8	0,5
2000 I	11,4	3,2	6,8	0,0	1,4	4,0	4,0	0,1	22,1	2,2	19,9
II	1,9	0,3	2,8	0,3	-1,5	-0,9	1,3	-2,2	23,2	4,7	18,6
III	1,2	-0,7	0,4	0,2	1,3	1,2	0,5	0,6	9,3	0,4	8,9
IV	13,0	6,5	4,6	-0,5	2,4	-5,5	3,3	-8,8	-9,9	-6,0	-3,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	6,2	-2,5	4,8	0,3	3,5	2,0	1,7	0,3	29,9	-0,2	30,1
II	2,8	3,4	1,0	0,3	-1,9	3,0	0,5	2,5	28,7	14,6	14,1
III	1,5	-2,1	2,7	-0,1	1,0	0,5	0,8	-0,3	10,6	-4,9	15,5
IV	7,6	8,8	0,6	-0,3	-1,4	5,3	3,6	1,7	27,1	-5,9	33,0
2002 I	3,0	-4,2	5,3	0,5	1,3	3,2	1,2	2,0	55,3	8,5	46,8
II	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,5	4,3	1,3	-6,2	-12,4	6,2
III	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	1,1	2,5	-1,4	39,1	9,8	29,3
IV	16,5	5,8	7,7	-0,4	3,5	3,0	1,5	1,5	33,5	1,9	31,6
2003 I	12,2	3,9	7,8	0,2	0,4	10,0	3,5	6,6	42,4	10,8	31,7
II	2,5	2,7	-3,8	-0,4	4,0	.	.	.	.	.	.

	Principales activos financieros ¹⁾						Principales pasivos ¹⁾						
	Acciones ²⁾				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	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	15	16	Total	De IFM de la zona del euro	19	20	21	22	23	
1999 II	23,4	12,8	10,6	3,0	1,2	4,2	4,2	1,8	0,3	53,5	45,9	7,6	
III	15,0	11,9	3,1	-2,8	1,3	2,0	1,8	0,4	0,2	56,4	48,8	7,7	
IV	50,8	11,2	39,6	-0,3	3,0	-12,8	-12,5	0,6	-0,4	75,5	66,4	9,1	
2000 I	41,9	4,6	37,3	4,4	2,4	7,9	7,3	0,5	0,7	78,8	69,5	9,3	
II	33,6	8,8	24,8	3,4	0,9	1,9	1,7	0,0	1,9	53,5	49,4	4,1	
III	36,3	18,8	17,5	-3,2	1,1	-5,7	-6,2	2,7	0,2	53,8	49,5	4,3	
IV	17,0	2,6	14,4	-0,5	-1,6	-1,4	-1,2	1,0	0,1	57,3	57,8	-0,5	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001 I	46,4	28,9	17,6	8,2	2,4	3,8	4,3	0,1	-0,9	66,9	56,0	10,9	
II	14,7	11,2	3,5	1,3	0,9	0,3	-0,2	0,6	-1,0	51,7	46,6	5,1	
III	23,8	19,7	4,1	-0,7	1,9	2,0	2,0	0,2	4,0	51,2	43,0	8,2	
IV	34,6	7,9	26,8	0,0	8,6	-3,7	-2,9	0,6	0,6	67,5	51,1	16,4	
2002 I	31,6	16,2	15,3	1,5	4,3	3,7	3,9	0,2	0,2	66,7	50,7	16,0	
II	18,0	5,6	12,4	2,6	1,0	4,2	4,7	0,4	0,2	47,6	42,1	5,5	
III	11,4	7,9	3,5	-1,4	1,3	-2,1	-2,6	0,1	0,0	45,4	39,2	6,2	
IV	14,5	-3,0	17,5	6,7	0,0	-11,6	-9,2	0,3	0,5	54,7	52,9	1,8	
2003 I	20,3	6,5	13,8	0,5	1,4	14,8	11,3	0,0	0,2	65,9	58,8	7,0	
II	.	.	.	.	.	.	2,4	.	.	.	.	.

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 7.2

Deuda¹⁾

(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 ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾			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	16,1	14,8
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,6	55,8	29,8	10,0	15,9	14,2
1995	74,2	2,9	17,7	9,9	43,8	58,3	30,5	11,0	16,8	15,9
1996	75,4	2,9	17,2	9,9	45,5	58,9	30,3	13,2	15,4	16,5
1997	74,9	2,8	16,3	8,9	46,8	56,9	29,1	14,5	13,3	17,9
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,3	53,4	27,0	16,3	10,1	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	46,0	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	44,7	22,5	12,5	9,6	24,5
2002	69,0	2,5	11,8	6,7	48,0	43,1	21,4	12,1	9,5	25,9

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

	Total	Emitido por ¹⁾				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 ⁵⁾	Moneda no nacional	
1993	67,3	55,2	5,2	6,3	0,6	11,9	55,4	6,6	18,4	24,4	24,4	65,6	2,9	1,7
1994	70,0	57,9	5,4	6,1	0,5	11,2	58,8	7,4	16,5	26,8	26,7	68,1	3,0	1,9
1995	74,2	61,7	5,7	6,0	0,8	10,6	63,6	6,8	17,6	26,4	30,2	72,5	2,9	1,7
1996	75,4	62,9	6,1	5,9	0,5	10,2	65,2	6,3	19,2	25,4	30,8	73,7	2,7	1,8
1997	74,9	62,3	6,3	5,6	0,6	8,8	66,0	6,0	18,6	25,4	30,8	73,0	2,8	1,9
1998	73,2	61,1	6,3	5,4	0,4	7,7	65,4	5,5	16,4	26,1	30,7	71,6	3,2	1,5
1999	72,1	60,2	6,2	5,3	0,3	6,5	65,6	5,0	14,4	26,9	30,7	70,3	-	1,7
2000	69,6	58,1	6,1	5,1	0,3	5,7	63,8	4,4	14,3	27,6	27,7	67,8	-	1,7
<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	67,6	-	1,6
2002	69,0	57,5	6,4	4,9	0,3	6,2	62,8	3,3	15,4	25,1	28,5	67,6	-	1,4

3. Países de la zona del euro - deuda de las AAPP

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	114,9	61,2	105,2	63,1	58,5	48,6	114,9	5,9	63,1	67,5	54,3	47,0
2000	109,6	60,2	106,2	60,5	57,2	38,4	110,6	5,5	55,9	66,8	53,3	44,6
2001	108,5	59,5	106,9	56,8	56,8	36,1	109,5	5,5	52,9	67,3	55,5	44,0
2002	105,8	60,8	104,7	53,8	59,0	32,4	106,7	5,7	52,4	67,3	58,1	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 deuda¹⁾

(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 ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
1993	8,0	7,5	0,4	0,1	0,1	0,2	1,2	0,1	6,5	3,6	2,0	1,3	4,4
1994	6,0	5,2	0,2	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,9	4,9	5,9	3,6	1,7	0,2
1995	7,8	5,5	0,2	2,3	-0,2	0,2	2,3	0,0	5,2	5,3	2,2	1,5	2,4
1996	3,8	4,2	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,4	3,2	2,6	0,8	2,6	1,2
1997	2,3	2,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	3,1	0,2	-0,1	1,8	2,0
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	2,6	-1,0	-0,8	2,4	2,6
1999	1,7	1,4	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,4	-0,7	2,6	-1,5	-0,7	-0,7	3,2
2000	0,9	0,8	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,7	-1,5	-1,3	-0,9	2,4
<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	0,0	1,4
2002	2,0	2,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,6	1,7	-0,2	-0,3	0,0	2,2

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit(-) / superávit(+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											Otros ¹¹⁾
			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 ¹⁰⁾	Préstamos	Acciones y otras participaciones	Privatizaciones	Inyecciones de capital	de valoración	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	0,4	0,3	0,1	0,3
1994	6,0	-5,1	0,9	0,0	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	0,7	0,1
1995	7,8	-5,1	2,7	0,6	0,1	-0,1	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,2	-0,1	2,3	-0,3
1996	3,8	-4,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,6	-0,3	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,2
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	1,7	-1,3	0,4	-0,1	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,9	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
2000	0,9	0,2	1,1	0,9	0,7	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1
<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	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,5
2002	2,0	-2,3	-0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	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

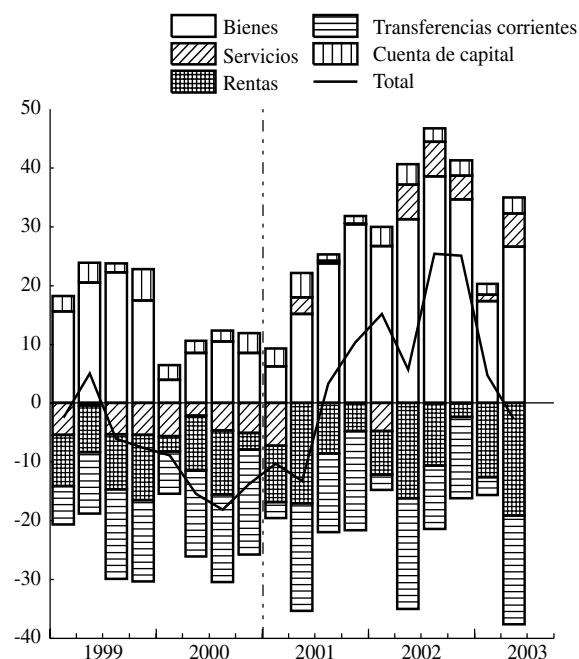
Resumen de la balanza de pagos¹⁾²⁾

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

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	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 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
II	-5,4	26,6	5,6	-19,1	-18,5	2,8	-43,1	3,6	30,2	-4,5	-75,3	2,8	45,8
2002 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	2,0	-4,3	-5,6	0,4	-29,8	-0,2	8,0	0,6	-39,6	1,4	29,1
Jun	2,8	10,9	2,9	-4,3	-6,7	2,3	-21,1	24,0	12,9	-0,4	-58,5	0,8	16,0
Jul	1,2	15,3	2,2	-10,2	-6,1	0,8	-6,0	-3,6	-35,3	-2,8	34,1	1,6	4,1

Cuenta corriente y cuenta de capital

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



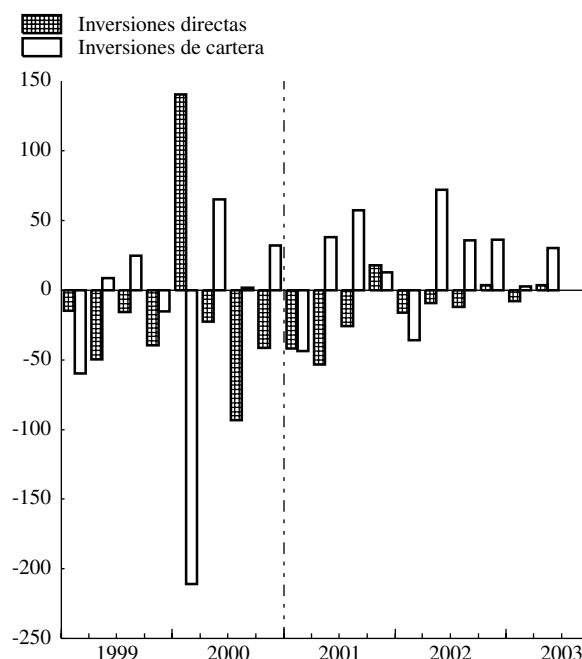
Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-). Activos de reserva: aumento (-); disminución (+).

2) Véanse las notas generales 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 8.3

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 directas¹⁾

[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 ²⁾	No IFM	Total	IFM ²⁾	No IFM		Total	IFM ²⁾	No IFM	Total	IFM ²⁾	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 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
II	-8,6	-6,1	5,1	-11,1	-2,5	-0,5	-2,0	12,2	4,8	1,7	3,1	7,4	-0,1	7,4
2002 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	-0,7	-3,5	-0,8	-2,7	2,8	-0,1	2,9	0,5	-0,8	0,2	-1,0	1,3	-0,1	1,4
Jun	14,9	4,4	7,2	-2,8	10,5	-0,1	10,6	9,1	4,2	1,4	2,8	4,9	0,0	4,8
Jul	-7,5	-5,9	-0,9	-5,0	-1,6	0,0	-1,6	3,9	4,0	0,2	3,8	0,0	-0,7	0,6

Fuente: BCE.

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

2) Excluido el Eurosistema.

Cuadro 8.5

Balanza de pagos: cuenta de inversiones de cartera¹⁾

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

1. Por instrumento

	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos			Pasivos		
					Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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 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
II	-83,6	113,8	-23,5	20,6	-60,1	-54,1	-6,0	93,2	90,8	2,5
2002 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 Ene	-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	-26,4	34,4	-5,8	-9,2	-20,6	-15,3	-5,3	43,6	43,5	0,1
Jun	-45,0	58,0	-14,6	19,6	-30,4	-22,7	-7,7	38,4	46,7	-8,3
Jul	-30,7	-4,6	-8,1	13,3	-22,6	-28,4	5,8	-17,9	-16,3	-1,7

2. Activos, por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	Eurosistema	IFM ²⁾	No IFM			Eurosistema	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario					
			Total	AAPP	Otros sectores		Total	AAPP	Otros sectores	Total	AAPP	Otros sectores			
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1999	0,1	-1,5	-155,1	-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 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
II	-0,1	0,4	-23,7	.	.	-0,8	-19,1	-34,2	.	.	1,1	-6,9	-0,1	.	.
2003 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	-6,2	.	.	-0,2	-1,3	-13,8	.	.	0,9	-7,2	0,9	.	.
Jun	0,0	-0,6	-14,0	.	.	0,1	-10,2	-12,6	.	.	-0,4	-2,0	-5,4	.	.
Jul	0,0	-2,5	-5,6	.	.	-0,1	-2,1	-26,2	.	.	0,1	-2,9	8,6	.	.

Fuente: BCE.

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

2) 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 sector¹⁾

	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 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
II	-120,3	45,0	0,2	2,3	-2,1	3,3	-105,0	34,6	-12,1	14,7	-92,8	19,8	-13,4	4,9
2002 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	-48,2	8,7	0,7	0,9	-3,1	1,1	-36,3	4,8	-2,0	2,7	-34,3	2,1	-9,5	1,9
Jun	-31,8	-26,8	-0,5	1,6	-0,1	-0,4	-36,0	-26,1	-6,7	9,1	-29,4	-35,2	4,9	-1,9
Jul	34,8	-0,7	0,1	1,5	-2,7	1,8	43,7	2,7	-5,1	7,5	48,8	-4,8	-6,3	-6,8

2. Otras inversiones, por sector e instrumento¹⁾

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 (-).

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 reserva¹⁾

	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 participaciones 8	Bonos y obligaciones 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 euro¹⁾

(mm de euros)

	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total ⁵⁾	Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3 ⁶⁾
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por residentes en la zona del euro ²⁾	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones ³⁾	Valores distintos de acciones ⁴⁾						
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	-32,0
II	-2,7	-13,2	12,2	-58,1	24,2	95,3	-15,5	8,2	-4,5	45,8	91,9	-97,8

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).

6) Fuente: Boletín Mensual, cuadro 2.3.2, columna 10.

Cuadro 8.8

Posición de inversión internacional¹⁾ y activos de reserva

[mm de euros (mm de ECU en 1997); saldos a fin de periodo]

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						3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta^{2),3)}							
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
Activos							
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	109,0	1.859,9	2.499,8	123,7	2.583,4	392,7
Pasivos							
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	111,2	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 ⁴⁾	No IFM	Total	IFM ⁴⁾	No IFM	Total	IFM ⁴⁾	No IFM	Total	IFM ⁴⁾	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	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	
1999	1.013,6	1.698,1	1.044,4	937,2	107,2	1.241,2	1.138,5	102,7
2000	1.183,6	1.627,6	1.160,5	1.038,4	122,1	1.521,5	1.399,9	121,6
2001	1.111,5	1.577,6	1.388,3	1.208,1	180,1	1.604,9	1.505,5	99,4

3.2. Inversiones de cartera: activos, por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	Eurosis-tema	IFM ⁴⁾	No IFM			Eurosis-tema	IFM ⁴⁾	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores	Total	AAPP	Otros sectores		
														11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
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

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 Europeo¹⁾

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

	Activos de reserva													Otros activos	Pro memoria: otros activos
	Total	Oro monetario	En millones de onzas troy ²⁾	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Derivados financieros		
						Total	Efectivo y depósitos		Valores						
							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	
Eurosistema³⁾															
1998 Dic ⁴⁾	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 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
Jul	328,9	124,2	396,277	4,5	25,5	174,7	9,4	32,3	132,3	-	-	-	0,8	0,0	18,1
Ago	346,8	136,0	395,632	4,7	26,6	179,5	11,0	30,8	137,3	-	-	-	0,4	0,0	18,1
Banco Central Europeo⁵⁾															
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 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
Jul	41,3	7,7	24,656	0,2	0,0	33,4	0,8	6,7	25,9	-	-	-	0,0	0,0	2,3
Ago	42,7	8,5	24,656	0,2	0,0	34,0	0,9	5,7	27,4	-	-	-	0,0	0,0	2,7

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.

I2 Evolución económica y financiera de otros países fuera de la UE

Cuadro 12.1

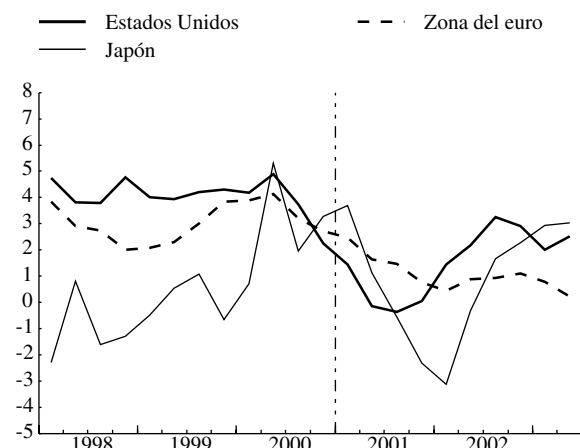
Evolución económica y financiera

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ¹⁾	Tasa de desempleo en % la población activa (d)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio ⁴⁾ en moneda nacional por euro	Déficit (-) / superávit (+) presupuestario ⁵⁾ en % del PIB	Deuda pública bruta ⁶⁾ en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
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	44,2
2001	2,8	0,7	0,3	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,896	-0,5	43,6
2002	1,6	-1,3	2,4	-1,0	5,8	8,0	1,80	4,60	0,946	-3,4	45,8
2002 II	1,3	-1,4	2,2	-1,5	5,8	7,9	1,92	5,08	0,919	-3,3	44,2
III	1,6	-1,9	3,3	0,5	5,8	7,2	1,81	4,25	0,984	-3,4	44,9
IV	2,2	-0,8	2,9	1,1	5,9	6,4	1,55	3,99	0,999	-3,9	45,8
2003 I	2,9	0,6	2,0	0,4	5,8	6,3	1,33	3,90	1,073	-4,2	46,3
II	2,1	0,7	2,5	-1,3	6,2	6,9	1,24	3,61	1,137	-4,7	47,1
III	.	.	.	.	.	.	1,13	4,22	1,125	.	.
2003 Abr	2,2	-	-	-1,1	6,0	6,6	1,30	3,94	1,085	-	-
May	2,1	-	-	-1,3	6,1	6,8	1,28	3,56	1,158	-	-
Jun	2,1	-	-	-1,5	6,4	7,3	1,12	3,32	1,166	-	-
Jul	2,1	-	-	-1,4	6,2	8,6	1,11	3,93	1,137	-	-
Ago	2,2	-	-	-1,6	6,1	8,0	1,14	4,44	1,114	-	-
Sep	.	-	-	.	.	.	1,14	4,29	1,122	-	-
Japón											
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	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,1	.	.
2002 II	-0,9	-1,7	-0,3	-3,5	5,4	3,5	0,08	1,37	116,5	.	.
III	-0,8	-6,7	1,7	3,3	5,4	3,3	0,07	1,24	117,2	.	.
IV	-0,5	-8,4	2,3	6,0	5,4	2,9	0,07	1,01	122,4	.	.
2003 I	-0,2	-6,9	2,9	5,5	5,4	1,9	0,06	0,80	127,6	.	.
II	-0,2	-3,6	3,0	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,7	.	.
III	.	.	.	.	.	.	0,05	1,20	132,1	.	.
2003 Abr	-0,1	-4,8	-	3,0	5,4	1,3	0,06	0,66	130,1	-	-
May	-0,2	-2,3	-	1,3	5,4	1,6	0,06	0,57	135,8	-	-
Jun	-0,4	-3,6	-	2,4	5,3	1,8	0,06	0,56	138,1	-	-
Jul	-0,2	.	-	-0,3	5,3	1,8	0,05	0,99	135,0	-	-
Ago	-0,3	.	-	-1,2	.	2,0	0,05	1,15	132,4	-	-
Sep	.	.	-	.	.	.	0,05	1,45	128,9	-	-

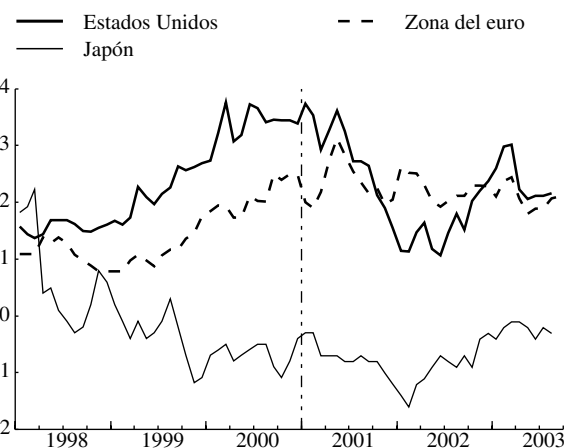
Producto interior bruto a precios constantes

(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+certificados de depósito 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

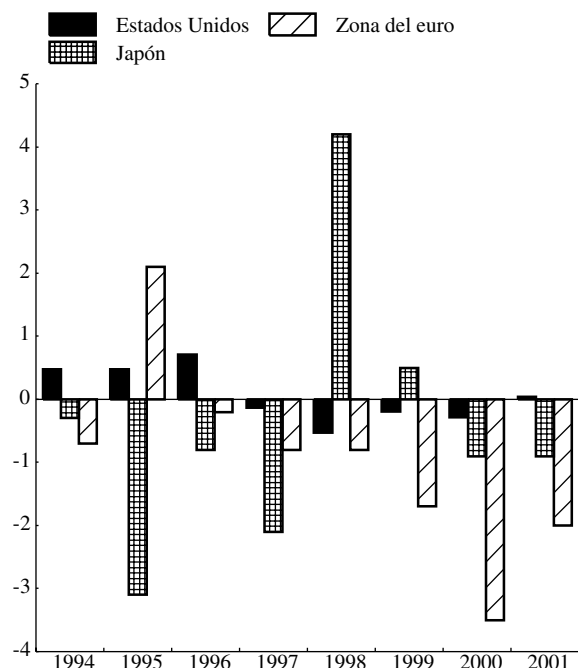
Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Forma- ción bruta de capital	Capaci- dad de financia- ción	Forma- ción bruta de capital	Forma- ción bruta de capital fijo	Adquisi- ones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Gasto de capital	Adquisi- ones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
1999	18,4	20,9	-3,0	9,5	8,9	10,5	8,2	10,6	2,9	12,4	4,8	11,2	6,3
2000	18,4	21,1	-4,0	9,7	9,1	12,3	7,5	12,6	2,7	12,5	4,0	11,5	5,8
2001	16,5	19,1	-3,7	7,9	8,5	1,9	7,7	1,8	1,9	13,0	6,5	11,6	5,8
2002	15,0	18,6	-4,7	7,7	7,6	1,7	7,7	2,0	0,2	12,8	6,1	12,5	7,0
2001 III	16,5	18,8	-3,5	7,7	8,3	0,1	7,8	0,3	0,5	12,9	9,1	12,8	9,2
IV	15,9	18,2	-3,6	7,1	8,0	2,1	8,5	0,8	2,2	13,4	3,5	10,9	3,5
2002 I	15,5	18,6	-4,1	7,5	7,8	1,8	7,9	1,5	0,4	12,8	6,1	12,3	6,9
II	15,5	18,7	-4,8	7,7	7,6	2,6	7,7	2,6	1,0	12,7	5,8	12,7	5,9
III	14,6	18,6	-4,7	7,8	7,6	0,3	7,5	1,0	-1,4	12,9	4,7	12,5	6,8
IV	14,3	18,7	-5,1	7,8	7,5	2,3	7,6	2,8	0,7	12,7	7,6	12,2	8,4
2003 I	14,0	18,4	-5,2	7,4	7,4	2,1	7,4	2,5	0,5	12,7	7,3	12,1	8,3
II	13,9	18,2	-5,2	7,3	7,4	4,1	8,0	3,6	2,4	12,9	12,2	12,2	12,6
Japón													
1999	27,8	25,9	2,2	14,4	14,8	0,5	13,7	-5,0	0,6	5,2	5,7	11,5	0,3
2000	27,7	26,2	2,3	15,8	15,4	0,9	14,3	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,7	-0,1
2001	26,4	25,6	2,0	15,7	15,2	-2,8	14,1	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	.	23,7	.	.	.	-2,9	.	-7,0	-0,9	.	0,7	.	-2,1
2001 III	25,9	25,3	2,1	.	.	3,0	.	-8,4	-1,5	.	-5,6	.	3,2
IV	25,5	25,5	2,0	.	.	4,3	.	5,7	-0,3	.	9,9	.	-0,6
2002 I	29,6	22,8	3,4	.	.	9,1	.	-4,8	-3,0	.	-6,6	.	2,5
II	.	22,7	.	.	.	-27,8	.	-23,6	0,8	.	5,8	.	-8,5
III	.	23,7	.	.	.	1,2	.	-9,7	-2,3	.	-6,8	.	-0,6
IV	.	25,0	.	.	.	5,9	.	9,2	0,7	.	9,4	.	-1,5
2003 I	.	22,9	.	.	.	16,1	.	-5,1	0,4	.	-11,3	.	3,4
II	.	23,3	.	.	.	-23,7	.	-22,2	0,1	.	3,0	.	-5,5

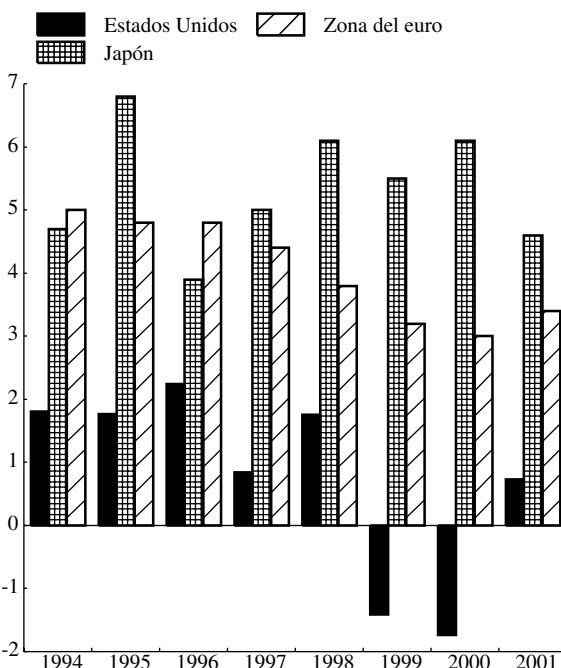
Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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

Notas técnicas

Relativas al cuadro resumen de la zona del euro (I. Evolución monetaria y tipos de interés)

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

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

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

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

Relativas a los cuadros 2.1 a 2.8

Cálculo de los flujos

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

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

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

Del mismo modo, el flujo trimestral F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se define como:

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

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

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

Cálculo de las tasas de crecimiento de las series mensuales

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de 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:

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

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

La tasa de 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:

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

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

Salvo indicación en contrario, las tasas de variación interanuales corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g), dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

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

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

Por último, la media móvil de tres meses de la tasa de variación interanual de M3 se calcula como $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

Cálculo de las tasas de crecimiento de las series trimestrales

Tras la entrada en vigor el 1 de enero de 2003 del Reglamento BCE/2001/13, se dispone de datos mensuales para algunos detalles del balance de las IFM, cuya periodicidad solía ser trimestral, proporcionándose así datos mensuales de, por ejemplo, préstamos a hogares. No obstante, por ahora, y al menos hasta que se disponga, como mínimo, de un año completo de datos mensuales, las tasas de crecimiento se seguirán calculando a partir de los datos trimestrales.

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de variación interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

Desestacionalización de las estadísticas monetarias de la zona del euro¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combianción lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las esti-

maciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen flujos desestacionalizados. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

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:

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

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:

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

² Para más detalles, véase Findley, D., Monsell, B., Bell, W., Otto, M. y Chen, B. C. (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, DC.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase Gómez, V. y Maravall, A. (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

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

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento en el ámbito 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 las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores, para las que el BCE recopila información, por separado, sobre las emisiones brutas y las amortizaciones, y los «flujos» utilizados en los agregados monetarios.

Relativas al cuadro 4.1

Desestacionalización del IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página 86*). 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 ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

Relativas al cuadro 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 86*). 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.

⁴ Véase la nota 1 en la página 86*.



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 2000¹.

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) pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. 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 antiguas 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* es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre fue el 1 de octubre 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 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 I I y, a partir del 2001, al Euro I 2, señalándose, en su caso, las excepciones a esta regla.

La ruptura en las series se indica, en los cuadros, mediante una línea con el texto «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).

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.

¹ 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 de la zona del euro

En el cuadro 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. El cuadro 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de las posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero. El saldo aparece en la columna 9 de los pasivos del cuadro 2.2. En el cuadro 2.3 figuran los agregados monetarios y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. En los paneles 1 a 6 de dicho cuadro se presentan los datos sin desestacionalizar de los agregados monetarios y de las contrapartidas; y en los paneles 7 a 12, los datos ajustados de efectos estacionales y de calendario. Si bien en los cuadros 2.1 y 2.2 las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones en fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona se incluyen en la partida pasivos frente a no residentes, en el cuadro 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la partida activos netos frente a no residentes. El cuadro 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo inicial de los préstamos concedidos por las IFM, excluido el Eurosistema, residentes en la zona del euro («sistema bancario»). En el cuadro 2.5 se presenta un análisis por sector e instrumento de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En el cuadro 2.6 figuran los valores mantenidos por el sis-

tema bancario de la zona del euro, por tipo de emisor. Los cuadros 2.2 a 2.6 recogen los flujos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. El cuadro 2.7 incluye algunas revalorizaciones por las que se ajustan los flujos. Los cuadros 2.3 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento interanuales, calculadas a partir de los flujos ajustados. En el cuadro 2.8 se ofrece un análisis trimestral por monedas de algunos de los epígrafes del balance de las IFM.

En la dirección del BCE en Internet se publica la lista completa de Instituciones Financieras Monetarias. En el manual *Money and Banking Statistics Sector Manual: guidance for the statistical classification of customers* (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. 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.

Tras 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)². En el caso de los no residentes, el término «bancos (incluidos los bancos centrales)» se emplea para designar a las entidades similares a las IFM (incluido el Eurosistema) residentes fuera de la zona del euro. El término «organismos internacionales» incluye al 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

² Los códigos del SEC 95 correspondientes a los sectores que figuran en los cuadros del Boletín Mensual son los siguientes: IFM (incluido el Eurosistema), que comprende el BCE y los BCN 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).

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 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 el *Boletín Mensual* 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 presentan por separado los datos de 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 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) 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 posición de inversión internacional de la zona del euro (PII) 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 en la página 75 del *Boletín Mensual* de diciembre del 2002).

Para las posiciones de finales de 1997 y finales de 1998, la PII se elabora en términos «netos», es decir, agregando los datos nacionales relativos. 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 cuadro 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, correspondiente a los años 1995-1997, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Hasta diciembre del 2000, el grupo reducido lo integran los países cuyas monedas figuran en el cuadro, más Grecia. 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, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo (IPC), el índice de precios industriales (IPRI), el producto interior bruto (deflactor del PIB), los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM) y los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). 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 del 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 Eurosistema¹

2 de enero de 2001

El 1 de enero de 2001, Grecia adoptó el euro, convirtiéndose así en el duodécimo Estado miembro de la UE que adopta la moneda única y el primero en hacerlo desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el 1 de enero de 1999. Como resultado de esta medida, el Banco de Grecia se convierte en miembro de pleno derecho del Eurosistema, con los mismos derechos y obligaciones que los once bancos centrales nacionales de los Estados miembros que habían adoptado el euro con anterioridad. De conformidad con el artículo 49 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, el Banco de Grecia desembolsa el resto de su contribución al capital del BCE y la correspondiente a las reservas del BCE, y le transfiere, además, su contribución a los activos exteriores de reserva de la institución.

Tras su anuncio el 29 de diciembre de 2000, se ejecuta con éxito la primera operación principal de financiación del año 2001, en la que participan por vez primera las entidades de contrapartida griegas del Eurosistema. En el volumen adjudicado, de 101 mm de euros, se tienen en cuenta las necesidades adicionales de liquidez de la zona del euro, resultantes de la integración de las instituciones financieras monetarias griegas en el sistema bancario de la zona.

4 de enero de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

Decide, además, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2001. Al establecer este importe se tienen en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en dicho año y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno

podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

18 de enero, 1 de febrero, 15 de febrero, 1 de marzo, 15 de marzo, 29 de marzo, 11 de abril y 26 de abril de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,75%, 5,75% y 3,75%, respectivamente.

10 de mayo de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de mayo de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 5,5% y el 3,5%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 11 de mayo de 2001.

23 de mayo, 7 de junio, 21 de junio, 5 de julio, 19 de julio y 2 de agosto de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,5%, 5,5% y 3,5%, respectivamente.

30 de agosto de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la

¹ 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.

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 Euro-sistema 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.

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

Está previsto que estas medidas entren en vigor en el primer trimestre del 2004.

En relación con la nota de prensa publicada el 10 de julio de 2002, el Consejo de Gobierno decide mantener en 15 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el 2003. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el 2003, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

6 de febrero de 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de

de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

6 de marzo de 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la 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, 31 de julio, 4 de septiembre y 2 de octubre 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

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», abril 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.
«Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro», octubre 2003.
«Integración de los mercados financieros europeos», octubre 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.
 - 8 «An introduction to the ECB's survey of professional forecasters», por J. A. García, septiembre 2003.
-

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. Luís, 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. Loupias, 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 T. 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. Visselaar 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 non-parametric 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. Visselaer 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. Klaeffing, 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. Stiegert, 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. Ejerskov, 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 y R. Strauch, julio 2003.
- 247 «Forecasting euro area inflation: does aggregating forecasts by HICP component improve forecast accuracy?», por K. Hubrich, agosto 2003.
- 248 «Exchange rates and fundamentals», por C. Engel y K. D. West, agosto 2003.
- 249 «Trade advantages and specialisation dynamics in acceding countries», por A. Zaghini, agosto 2003.
- 250 «Persistence, the transmission mechanism and robust monetary policy», por I. Angeloni, G. Coenen y F. Smets, agosto 2003.
- 251 «Consumption, habit persistence, imperfect information and the lifetime budget constraint», por A. Willman, agosto 2003.

- 252 «Interpolation and backdating with a large information set», por E. Angelini, J. Henry y M. Marcellino, agosto 2003.
- 253 «Bond market inflation expectations and longer-term trends in broad monetary growth and inflation in industrial countries, 1880-2001», por W. G. Dewald, septiembre 2003.
- 254 «Forecasting real DGP: what role for narrow money?», por C. Brand, H.-E. Reimers y F. Seitz, septiembre 2003.
- 255 «Is the demand for area M3 stable?», por A. Bruggeman, P. Donati y A. Warne, septiembre 2003.
- 256 «Information acquisition and decision making in committees: a survey», por K. Gerling, H. P. Grüner, A. Kiel y E. Schulte, septiembre 2003.
- 257 «Macroeconomic modelling of monetary policy», por M. Klaeffling y L. Brothers, septiembre 2003.
- 258 «Interest rate reaction functions and the Taylor rule in the euro area», por P. Gerlach-Kristen, septiembre 2003.
- 259 «Implicit tax co-ordination under repeated policy interactions», por M. Catenaro y J.-P. Vidal, septiembre 2003.
- 260 «Aggregation-theoretic monetary aggregation over the euro area, when countries are heterogeneous», por W. A. Barnett, septiembre 2003.
- 261 «Why has broad money demand been more stable in the euro area than in other economies? A literature review», por A. Calza y J. Sousa, septiembre 2003.
- 262 «Indeterminacy of rational expectations equilibria in sequential financial markets», por P. Donati, septiembre 2003.
- 263 «Measuring contagion with a Bayesian, time-varying coefficient model», por M. Ciccarelli y A. Rebucci, septiembre 2003.
- 264 «A monthly monetary model with banking intermediation for the euro area», por A. Bruggeman y M. Donnay, septiembre 2003.
- 265 «New Keynesian Phillips Curves: a reassessment using euro area data», por P. McAdam y A. Willman, septiembre 2003.
- 266 «Finance and growth in the EU: new evidence from the liberalisation and harmonisation of the banking industry», por D. Romero de Ávila, septiembre 2003.
- 267 «Comparing economic dynamics in the EU and CEE accession countries», por R. Süppel, septiembre 2003.
- 268 «The output composition puzzle: a difference in the monetary transmission mechanism in the euro area and U.S.», por I. Angeloni, A. K. Kashyap, B. Mojon y D. Terlizzese, septiembre 2003.
- 269 «Zero lower bound: is it a problem in the euro area?», por G. Coenen, septiembre 2003.
- 270 «Downward nominal wage rigidity and the long-run Philips Curve: simulation-based evidence for the euro area», por G. Coenen, septiembre 2003.
- 271 «Indeterminacy and search theory», por N. Giammarioli, septiembre 2003.
- 272 «Inflation targets and the liquidity trap», por M. Klaeffling y V. López Pérez, septiembre 2003.
- 273 «Definition of price stability, range and point inflation targets: the anchoring of long-term inflation expectations», por E. Castelnuovo, S. Nicoletti-Altimari y D. Rodríguez-Palenzuela, septiembre 2003.
- 274 «Interpreting implied risk neutral densities: the role of risk premia», por P. Hördahl y D. Vestin, septiembre 2003.
- 275 «Identifying the monetary transmission mechanism using structural breaks», por A. Beyer y R. Farmer, septiembre 2003.
- 276 «Short-term estimates of euro area real GDP by means of monthly data», por G. Rünstler, septiembre 2003.
- 277 «On the indeterminacy of determinacy and indeterminacy», por A. Beyer y R. Farmer, septiembre 2003.
- 278 «Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation», por D. R. Palenzuela, G. Camba-Méndez y J. Á. García, septiembre 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 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics», marzo 2003.

«TARGET Annual Report 2002», abril 2003.

«Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units», abril 2003.

«Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries», mayo 2003.

«Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries», mayo 2003.

«Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods», mayo 2003.

«Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology», mayo 2003.

«The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main», junio 2003.

«Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty», junio 2003.

«Developments in national supervisory structures», junio 2003.

«Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros», junio 2003.

«Informe sobre la evolución hacia una zona única de pagos para el euro», junio 2003.

«Modificaciones de las medidas de control de riesgos de los activos de garantía de la lista uno y de la lista dos», julio 2003.

«Las estadísticas del BCE: Resumen», agosto 2003.

«Portfolio investment income: Task force report», agosto 2003.

«The new basel Capital Accord», agosto 2003.

«Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures», septiembre 2003.

«Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)», 22 de septiembre de 2003.

«Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», septiembre 2003.

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for eurosystem counterparties», septiembre 2003.

«Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries», octubre 2003.

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.

