



BANCO CENTRAL EUROPEO

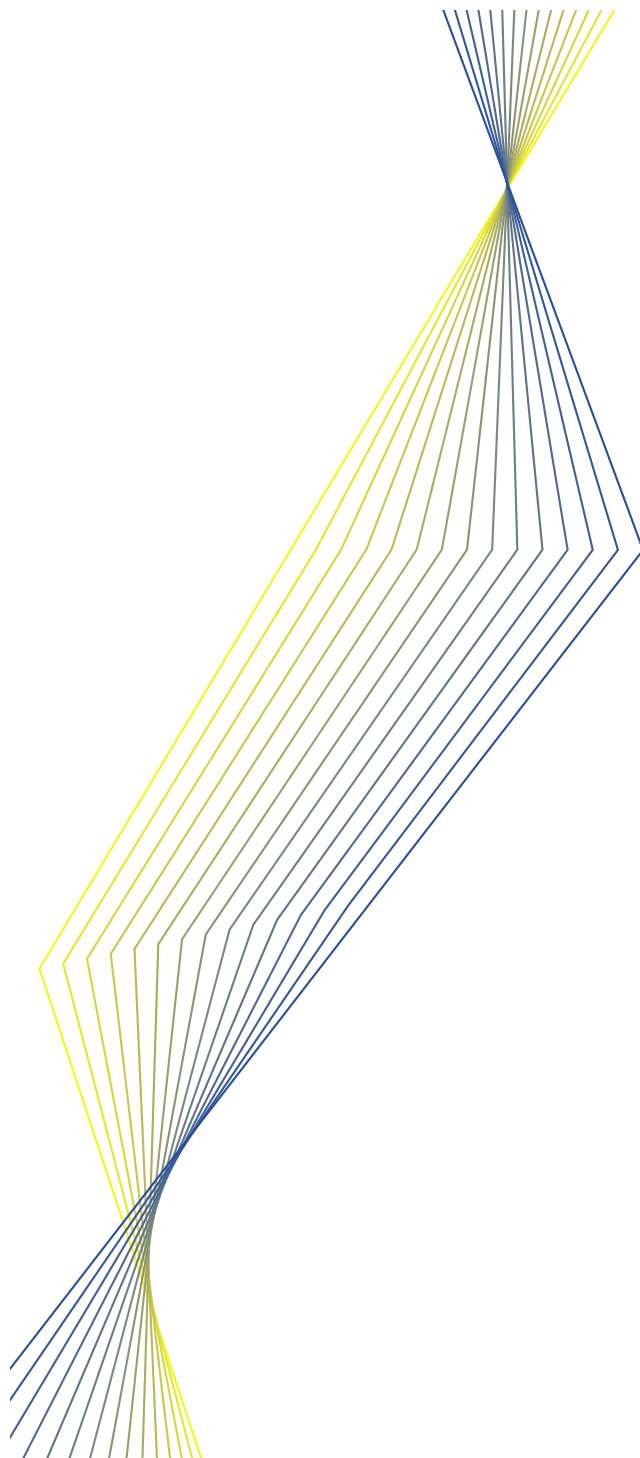
ECB EZB EKT BCE EKP

**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

**Noviembre 2003**



**BANCO CENTRAL EUROPEO**



**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

**Noviembre 2003**

*Traducción provisional realizada por el Banco de España. La publicación impresa definitiva del Boletín mensual del BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográficas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al contenido del documento.*

© Banco Central Europeo, 2003

© De la traducción: Banco de España, Madrid 2003

**Dirección** Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Alemania

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

**Teléfono** +49 69 1344 0

**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 5 de noviembre de 2003.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

# Índice

Editorial	5
Evolución económica y monetaria de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	9
Evolución de los precios	26
Producto, demanda y mercado de trabajo	35
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	40
Recuadros:	
1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro del octubre de 2003	13
2 Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de octubre de 2003	18
3 Evolución reciente de los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	23
4 Evolución reciente de las industrias de red	27
5 Expectativas del sector privado respecto a la inflación y la actividad económica de la zona del euro: resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre del 2003 y otros indicadores disponibles	32
6 Evolución del tipo de cambio efectivo nominal del dólar de Estados Unidos: una perspectiva regional	43
Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro	49
Resolución de crisis en economías emergentes: retos para la comunidad internacional	63
El papel internacional del euro: principales novedades desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y monetaria	75
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 6 de noviembre 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 de mantener los tipos de interés oficiales del BCE en un nivel reducido refleja la valoración de que, a pesar de preverse cierta rigidez adicional de la tasa de inflación a corto plazo, las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo continúan siendo favorables. En este contexto, el Consejo de Gobierno sigue considerando adecuada la actual orientación de la política monetaria y, al mismo tiempo, ha observado nuevos indicios de una recuperación gradual de la economía de la zona del euro. El Consejo de Gobierno realizará un seguimiento atento de todos los factores que pudieran afectar su valoración de los riesgos para la estabilidad de precios.

Por lo que se refiere al análisis económico, los últimos datos indican claramente que prosigue la recuperación de la economía mundial. Asimismo, los indicadores apuntan de forma creciente a una ligera mejora de la actividad económica en la zona del euro durante el segundo semestre del año. Hasta ahora, esta mejora se ha reflejado principalmente en los resultados de las encuestas de opinión y en los indicadores adelantados, aunque se espera que los próximos datos sobre la producción y la demanda de la zona del euro confirmen que ha comenzado a producirse una recuperación gradual.

En este contexto, el escenario descrito de mejora gradual de la actividad económica en la zona del euro este año, y su generalización e intensificación a lo largo del 2004, parece haberse confirmado nuevamente. Esta valoración se ha visto avalada por las previsiones recientemente publicadas por instituciones públicas y privadas, además de por la evolución de los mercados financieros. Por lo que respecta a la demanda externa, la expansión del comercio mundial y el crecimiento del PIB real deberían contrarrestar los efectos de la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro, que se ha vuelto a situar en el nivel que

registró en los primeros meses de 1999. En cuanto a la demanda interna, las condiciones de inversión deberían mejorar aún más, dados los esfuerzos de ajuste que las empresas continúan realizando para mejorar la productividad y la rentabilidad, el reducido nivel de los tipos de interés y, en general, las favorables condiciones de financiación existentes. Además, el consumo privado debería beneficiarse del crecimiento de la renta real disponible, favorecido por la incidencia positiva de la relación de intercambio derivada de la pasada apreciación del euro.

Los riesgos a corto plazo para este escenario parecen estar equilibrados. En un horizonte temporal más amplio, aún preocupa que el crecimiento económico mundial se vea socavado por desequilibrios persistentes en algunas regiones del mundo, relacionados, en especial, con la sostenibilidad de las finanzas públicas y con los desequilibrios externos.

El comportamiento reciente de los precios de consumo ha resultado, en general, acorde con las expectativas. Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,1% en octubre, sin variación, por tanto, con respecto a los meses de agosto y septiembre. De cara al futuro, parece que la tasa de inflación puede permanecer en torno a este nivel durante los próximos meses y, en consecuencia, es posible que no se reduzca de forma tan rápida y acusada como se esperaba con anterioridad. Cabe señalar tres factores que contribuyen a esta rigidez de la tasa de inflación. En primer lugar, durante los restantes meses del 2003 y los primeros del 2004, los precios de los alimentos podrían generar de nuevo algunas presiones alcistas, a causa de la ola de calor registrada el pasado verano. En segundo lugar, los precios del petróleo se han mantenido en un nivel más elevado de lo esperado, debido principalmente a la incertidumbre política en Oriente Medio. Por último, también es importante señalar que, durante el 2004, el aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados previsto en algunos países de la zona del euro incidirá de forma transitoria al alza sobre la tasa de inflación.

No obstante, si se tienen en cuenta factores de carácter más duradero, es de esperar que la tasa de inflación se modere y que su evolución sea acorde con la estabilidad de precios, como también se refleja en las previsiones recientemente publica-

das. De hecho, la inflación de los precios industriales continúa siendo moderada. Asimismo, la apreciación registrada por el euro en el pasado debería seguir atenuando las presiones internas sobre los precios. Al mismo tiempo, la expectativa de unas perspectivas favorables a medio plazo se basa en gran medida en el supuesto de que el comportamiento de los salarios no se verá afectado por la actual inercia de la tasa de inflación y de que se mantendrá moderado en el contexto de una recuperación económica que se producirá únicamente de forma gradual. No sólo a este respecto, sino también de forma más general, un seguimiento atento de la evolución de las expectativas de inflación está justificado.

Con respecto al análisis monetario, tras un largo período de intenso crecimiento de M3, la liquidez en la zona del euro sigue siendo holgada, como reflejo de anteriores desplazamientos de cartera, del ahorro por motivos de precaución y del reducido nivel de los tipos de interés. Pese a una cierta desaceleración del ritmo de crecimiento monetario registrada en los últimos meses, la liquidez existente en la zona del euro continúa siendo significativamente superior a la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Por otro lado, el reducido nivel de los tipos de interés también favorece la expansión de los préstamos concedidos al sector privado, que ha oscilado entre el 4,5% y el 5% en los últimos meses, en tasa interanual. En la presente situación económica, la acumulación de un exceso de liquidez no debería constituir un motivo de preocupación en cuanto a la estabilidad de precios, ya que la recuperación económica se está produciendo sólo de forma gradual. Sin embargo, si un exceso de liquidez elevado persistiera en una época de acusado fortalecimiento de la actividad económica, podría generar presiones inflacionistas a medio plazo.

En resumen, el análisis económico indica que las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo siguen siendo favorables, en un contexto de recuperación económica gradual y de comportamiento moderado de los precios de importación y de los salarios. Tras contrastar esta valoración con el análisis monetario en el marco de los dos pilares, puede concluirse que la intensa expansión monetaria no debería por el momento afectar de forma adversa a esta perspectiva, dada la actual situación económica.

La evolución de las finanzas públicas y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se encuentran actualmente en un momento crítico, en el que debe salvaguardarse la credibilidad de los fundamentos institucionales de la UEM. 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. El valor de referencia fijado en el 3% del PIB para el déficit presupuestario, establecido en el propio Tratado de Maastricht, constituye el ancla para las normas y procedimientos que rigen las políticas presupuestarias de la UE. Esta ancla no debe ser puesta en entredicho.

El cumplimiento estricto de las normas y su aplicación íntegra están justificados por motivos económicos muy sólidos, y no suponen una simple cuestión de procedimiento. Preservar la confianza en la solidez de las finanzas públicas mejora la confianza de todos los agentes económicos, contribuyendo con ello al crecimiento sostenido del consumo y de la inversión. Estabilidad y crecimiento no son, en consecuencia, objetivos opuestos, sino que por el contrario se refuerzan mutuamente, un hecho que sintetiza muy bien la denominación del marco de la política fiscal, es decir, «Pacto de Estabilidad y Crecimiento». En relación con la evolución reciente en el contexto del procedimiento de déficit excesivo, el Consejo de Gobierno considera que las propuestas de la Comisión llevan al límite el margen de interpretación de las normas y procedimientos. En cuanto a las futuras decisiones, que previsiblemente se adoptarán durante este mes de noviembre, el Consejo de Gobierno insta encarecidamente a las instituciones y a los gobiernos afectados a que asuman plenamente sus responsabilidades. La credibilidad general del marco de la política fiscal y, por tanto, las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro están en juego.

Es preferible que los planes de saneamiento presupuestario formen parte de una estrategia a medio plazo creíble y de alcance global, lo cual requiere prestar especial atención a la reforma estructural del gasto y a la adaptación de los sistemas públicos de pensiones y sanitario a los desafíos que plantea el envejecimiento de la población. Asimismo, es nece-

sario llevar a cabo reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos que permitan una mejor distribución y utilización del capital y de los recursos humanos y que aumenten el crecimiento potencial de la zona del euro. El Consejo de Gobierno apoya decididamente los esfuerzos que en esta dirección realizan actualmente algunos gobiernos y anima a los interlocutores sociales a que se comprometan firmemente a conseguir que la zona del euro se convierta en una economía más dinámica e innovadora.

La presente edición del *Boletín Mensual* contiene tres artículos. En el primero se revisan las pautas básicas de la evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro durante los últimos años. En el segundo se analizan los desafíos que para la comunidad internacional pueden derivar de la resolución de crisis en economías emergentes. En el tercero se examinan las principales características del papel internacional del euro, es decir, su utilización por parte de no residentes 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

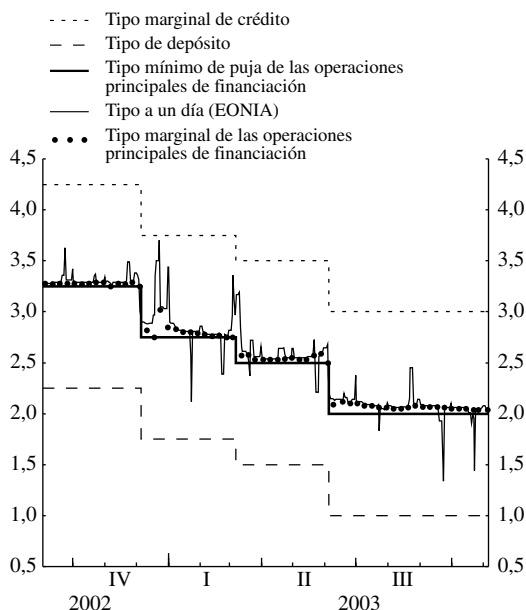
En la reunión celebrada el 6 de noviembre de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin cambios, en el 2%, el tipo mínimo de puja aplicable a las operaciones principales de financiación ejecutadas mediante subastas a tipo variable. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito tampoco se modificaron, y permanecieron en el 3% y en el 1%, respectivamente (véase gráfico 1).

### Nuevo descenso del crecimiento de M3 en septiembre

En septiembre del 2003, el crecimiento monetario volvió a disminuir, aunque se mantuvo elevado. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 descendió hasta el 7,4%, desde el 8,2% registrado en agosto (véase gráfico 2). La media de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el

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

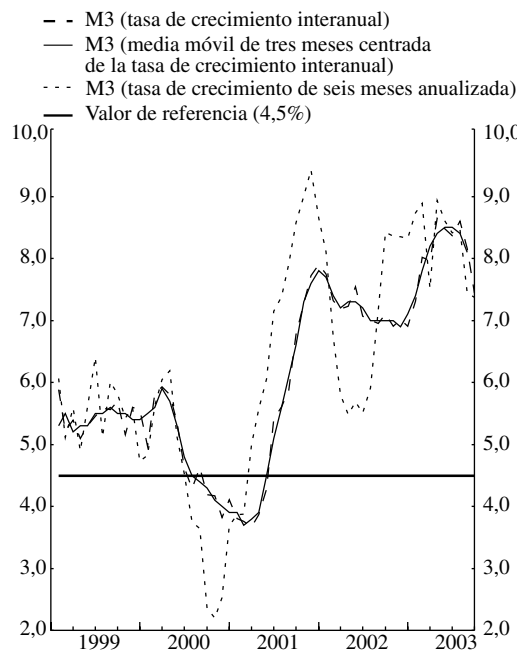
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

### Gráfico 2 Crecimiento de M3 y valor de referencia

(ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

8,1% en el período comprendido entre julio y septiembre, frente al 8,4% alcanzado en el período de junio a agosto.

Es posible que la moderación del crecimiento de M3 observada en agosto y septiembre sea consecuencia, en cierta medida, de un incipiente cambio de sentido de anteriores desplazamientos de cartera hacia activos monetarios. La mejora en las condiciones de los mercados financieros puede haber inducido a los inversores privados a redistribuir sus carteras en favor de activos a más largo plazo, como valores de renta variable y bonos. No obstante, es preciso hacer dos salvedades. En primer lugar, parte de la reducción de la tasa de crecimiento interanual de M3 observada en septiembre es el resultado de las importantes operaciones de tesorería llevadas a cabo por la Administración Central de un país de la zona del euro, situación que, probablemente, se invertirá en los próximos meses. Las operaciones de tesorería que implican transferencias monetarias de instituciones distintas de IFM a la Administración Central (por ejemplo, la venta de nuevas emisiones de deuda pública a instituciones distin-

tas de IFM), tienen un efecto moderador en el crecimiento de M3 porque la Administración Central no forma parte del sector tenedor de dinero. En segundo lugar, y de forma más general, la dinámica de dicho crecimiento a lo largo de períodos breves de tiempo únicamente aporta indicaciones limitadas de las tendencias subyacentes debido a la volatilidad, relativamente elevada, de los datos sobre crecimiento monetario en términos intermensuales. Por consiguiente, será necesario recopilar más información en los próximos meses antes de extraer conclusiones definitivas sobre un cambio de sentido en el crecimiento de M3.

A pesar de la reciente moderación del crecimiento de M3, la liquidez en la zona del euro permanece considerablemente por encima del nivel necesario para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Este exceso de liquidez tiene su origen en anteriores reestructuraciones de cartera, en el ahorro por motivos de precaución y en el reducido nivel de los tipos de interés, y no debería ser motivo de preocupación en un entorno de contención de la actividad económica como la observada en los dos últimos años. No obstante, la liquidez acumulada podría provocar presiones inflacionistas en el medio plazo si persistiera en un período de acusado fortalecimiento del crecimiento económico. Por lo tanto, es importante vigilar atentamente hasta qué punto se

han invertido anteriores desplazamientos de cartera hacia activos monetarios, y si existe el riesgo de que la acumulación de liquidez afecte al gasto agregado.

El descenso de la tasa de crecimiento interanual de M3 observado en septiembre fue generalizado en todos sus componentes. La tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo hasta el 11,3%, desde el 11,8% en el mes anterior. Esta disminución fue consecuencia del menor crecimiento interanual de los dos componentes de M1, el efectivo en circulación (hasta el 27,8%, desde el 28,8% en agosto), y los depósitos a la vista (hasta el 8,8%, desde el 9,4%). A pesar de este descenso, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo muy elevada, ya que los agentes económicos (tanto dentro como fuera de la zona del euro), continuaron con la reposición a niveles previos de sus tenencias de efectivo iniciada tras la puesta en circulación del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista descendió hasta el 5,1% en septiembre, desde el 5,5% en agosto. Esta disminución fue consecuencia de la reducción de la tasa de variación interanual de sus dos componentes, los depósitos hasta dos años (hasta el -2,6%, en comparación con el -2% en agosto), y los depósitos

## Cuadro I

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

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

	2003 I	2003 II	2003 III	2003 Jun	2003 Jul	2003 Ago	2003 Sep
<b>M1</b>	10,3	11,4	11,6	11,4	11,5	11,8	11,3
<i>Del cual:</i> Efectivo en circulación	39,1	35,7	29,6	31,9	30,3	28,8	27,8
<i>Del cual:</i> Depósitos a la vista	6,6	8,1	8,9	8,5	8,8	9,4	8,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	4,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,5	5,1
<b>M2</b>	7,1	8,2	8,4	8,3	8,5	8,5	8,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	10,5	9,8	7,4	8,7	9,5	6,3	4,3
<b>M3</b>	7,6	8,4	8,2	8,4	8,6	8,2	7,4
<b>Pasivos finan. a más largo plazo (excl. capital y reservas)</b>	5,0	5,1	5,5	5,2	5,4	5,6	5,8
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>	4,2	4,7	5,3	4,8	5,4	5,5	5,5
Crédito a las Administraciones Públicas	2,0	3,5	4,8	3,7	4,9	5,1	5,5
<i>Del cual:</i> Préstamos a las Administraciones Públicas	-1,2	-0,4	1,0	-0,3	0,9	1,5	1,3
Crédito a otros residentes en la zona del euro	4,8	5,1	5,5	5,2	5,6	5,6	5,5
<i>Del cual:</i> Préstamos al sector privado	5,0	4,6	4,9	4,6	4,9	5,0	4,9

Fuente: BCE.

## Cuadro 2

### Préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras

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

	Saldos vivos en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanuales					
		2002 II	2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III
<b>Sociedades no financieras</b>	46,6	4,4	3,5	3,4	3,7	3,6	3,7
Hasta un año	32,2	-3,1	-2,6	-2,6	-1,0	0,3	-0,9
Más de un año	67,8	8,8	6,9	6,7	6,3	5,3	6,1
De uno a cinco años	17,3	12,2	8,9	6,3	5,8	2,4	5,4
Más de cinco años	50,5	7,6	6,2	6,8	6,5	6,3	6,3
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	53,4	5,7	5,8	5,9	5,9	5,6	5,8
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	13,8	3,3	3,6	4,4	3,4	3,7	2,4
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	66,6	7,7	7,7	7,6	7,2	7,1	7,4
Otras finalidades	19,6	1,4	1,7	1,4	3,5	2,0	3,0

Fuente: BCE, Estadísticas Monetarias y Bancarias.

Nota: Para más información, véanse las notas del cuadro 2.4, en la sección «Estadísticas en la zona del euro» del Boletín Mensual, y las notas técnicas pertinentes.

1) A fin del tercer trimestre del 2003. Préstamos a los sectores en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector no financiero privado (excluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares); detalle por plazo y por finalidad en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

2) Según la definición de hogares en el SEC 95.

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

disponibles con preaviso hasta tres meses (hasta el 10,9%, frente al 11,2% en agosto).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 cayó hasta el 4,3% en septiembre, desde el 6,3% en el mes precedente. Esta reducción también se distribuyó entre todos los componentes de este agregado, las cesiones temporales (hasta el -6,7% en agosto, desde el -3,1%), de las participaciones en fondos del mercado monetario (hasta el 14,6%, desde el 15,5% en agosto), y de los valores distintos de acciones hasta dos años (hasta el -18,6%, desde el -15,4% en el mes precedente). La notable moderación del crecimiento interanual de los citados instrumentos negociables observada en los últimos meses confirma la opinión de que es posible que los agentes económicos estén reestructurando sus carteras.

Por lo que respecta al pasivo del balance consolidado de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de este sector (excluidos capital y reservas) se incrementó hasta el 5,8% en septiembre, desde el 5,6% en el mes anterior. La paulatina tendencia al alza registrada en el crecimiento de esta contrapartida de M3 en los últimos meses podría haberse reflejado, hasta cierto punto, en el au-

mento de la pendiente de la curva de rendimientos observado desde junio. Esta dinámica de los pasivos financieros a más largo plazo también puede interpretarse como una prueba de que los agentes económicos están reestructurando sus carteras.

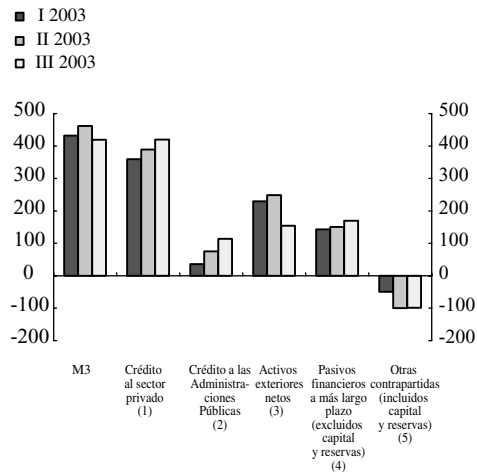
#### El crecimiento interanual de los préstamos al sector privado apenas experimentó variaciones en septiembre

Por lo que respecta al activo del balance consolidado de las IFM, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido a los residentes en la zona del euro se situó en el 5,5% en septiembre, sin variaciones con respecto al mes anterior. La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas aumentó hasta el 5,5%, desde el 5,1% en agosto. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido al sector privado disminuyó ligeramente, hasta el 5,5%, frente al 5,6% alcanzado en el mes precedente. Entre los componentes de esta partida, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se situó en el 4,9%, en comparación con el 5% en agosto. Dicha tasa ha permanecido entre el 4,5% y el 5% desde comienzos de este año, en con-

### Gráfico 3

#### Movimientos de M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

cordancia con la persistente estabilización de las condiciones de los créditos. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de los préstamos al sector privado siguió aumentando en los dos últimos trimestres, lo que puede proporcionar las primeras indicaciones de una recuperación del crecimiento de los préstamos.

Los datos trimestrales sobre el detalle por sectores de los préstamos al sector privado muestran que, en los últimos trimestres, las tasas de crecimiento interanuales de los préstamos a hogares y de los préstamos a las sociedades no financieras se han estabilizado dentro de unas bandas relativamente estrechas (véase cuadro 2). Más concretamente, el crecimiento interanual de los préstamos a hogares se ha mantenido entre el 5,5% y el 6% desde finales del 2001, al tiempo que el de los préstamos a las sociedades no financieras ha permanecido entre el 3,5% y el 4% desde el tercer trimestre del 2002.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se incrementó ligeramente en el tercer trimestre del 2003, hasta el 5,8%, desde el 5,5% en el segundo trimestre. Esta trayectoria se vio impulsada, en gran parte, por el mayor crecimiento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, consecuencia, probablemente, del efecto estimulante de los reducidos tipos de interés de los préstamos hipotecarios en

toda la zona del euro, así como del pronunciado y continuado aumento de los precios de la vivienda en algunos países. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos (una categoría amplia que incluye préstamos para la consolidación de la deuda, préstamos para fines educativos, préstamos a pequeñas empresas, etc.) también se elevó en el tercer trimestre, hasta el 3%, frente al 2% observado en el segundo trimestre. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo disminuyó considerablemente, hasta el 2,4%, desde el 3,7% alcanzado en el segundo trimestre.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras no experimentó prácticamente variaciones en septiembre del 2003, mes en que se situó en el 3,7%, desde el 3,6% en el trimestre anterior. Los datos sobre el detalle por plazos indican que la dinámica de crecimiento varió considerablemente para los distintos plazos. Si bien la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a largo plazo (a más de cinco años) se mantuvo estable, y la de los préstamos de uno a cinco años se incrementó sustancialmente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo a empresas, que son especialmente sensibles a la evolución cíclica, se tornó ligeramente negativa.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema, realizada en octubre del 2003, también apuntan a que los criterios de concesión de los préstamos continúan estabilizándose (véase recuadro 1). Concretamente, el porcentaje neto de entidades de crédito que ha señalado que se ha producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos y líneas de crédito a empresas en los últimos tres meses ha continuado disminuyendo. No obstante, el mencionado porcentaje neto se ha mantenido por encima del 20%, y sólo unas pocas entidades han indicado que, en general, se han suavizado los criterios de aprobación. Además, ha aumentado el porcentaje neto de entidades que han señalado que se ha registrado un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares, aunque se mantiene reducido. Dado que la encuesta todavía constituye una novedad, los resultados deben interpretarse con gran cautela, ya que los datos disponibles

## Recuadro I

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

A principios de octubre, el BCE realizó la cuarta encuesta sobre préstamos bancarios. Esta encuesta proporciona información sobre la situación de la oferta y la demanda en los mercados de crédito de la zona del euro, y se ha diseñado para complementar otras estadísticas sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela y sobre el crédito<sup>1</sup>. En este recuadro se presentan los resultados más relevantes de la encuesta para el tercer trimestre del 2003 y se comparan con los obtenidos en la encuesta del trimestre anterior (la de julio del 2003). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse un informe más amplio al respecto.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2003 (obtenidos a partir de las respuestas de las 86 entidades de crédito que participaron en ella) indican que continúa disminuyendo el porcentaje neto de entidades que han señalado que se ha producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas en los tres últimos meses. No obstante, dicho porcentaje neto permanece por encima del 20, y sólo unas pocas entidades manifestaron que, en general, se han relajado tales criterios. El porcentaje neto de entidades que indicaron que se han endurecido los criterios de aprobación de los préstamos a hogares se ha mantenido reducido.

En cuanto a los préstamos a empresas, en términos netos, el 23% de las entidades que tomaron parte en la encuesta de octubre señalaron que se había registrado un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos en el período comprendido entre julio y septiembre (véase el panel superior del cuadro A), porcentaje ligeramente superior al esperado por las entidades de crédito en julio para el citado período (19%), pero inferior al manifestado durante el período comprendido entre abril y junio (27%), y anteriormente (véase la primera sección del gráfico). Por primera vez, un reducido porcentaje de entidades (3%) señaló que, en general, se han relajado los criterios de aprobación de los préstamos. La disminución del porcentaje neto de enti-

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro» en el Boletín Mensual de abril del 2003.

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

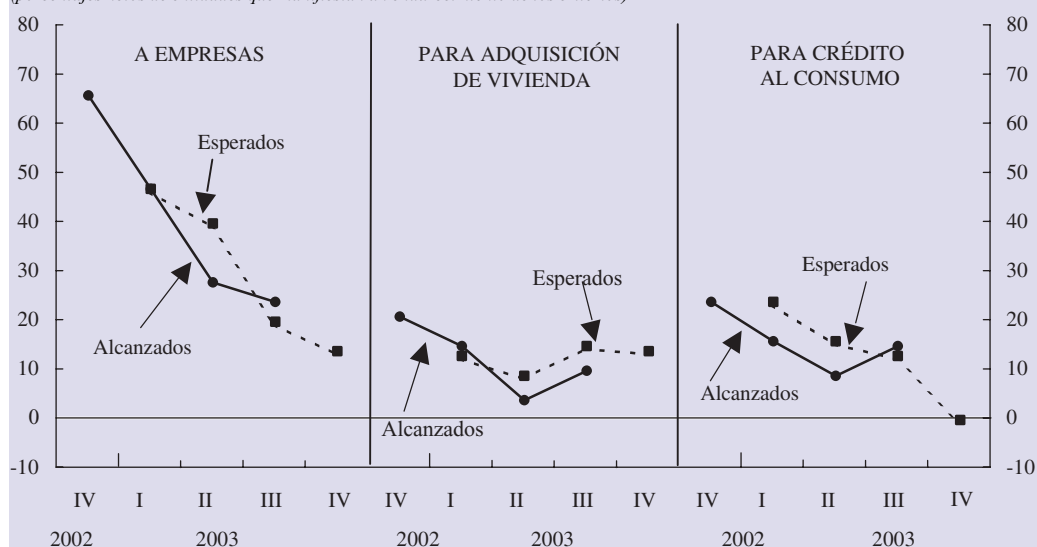
(en porcentaje)

	Total		Préstamos a pequeñas y medianas empresas		Préstamos a grandes empresas		Préstamos a corto plazo		Préstamos a largo plazo	
	julio	octubre	julio	octubre	julio	octubre	julio	octubre	julio	octubre
<b>a) Durante los tres últimos meses</b>										
Se han endurecido considerablemente	0	2	0	2	0	2	0	2	2	2
Se han endurecido en cierta medida	27	24	32	23	25	18	19	17	28	24
Prácticamente no han variado	73	72	65	70	75	77	82	78	68	73
Se han relajado en cierta medida	0	3	3	5	0	3	0	3	2	1
Se han relajado considerablemente	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Porcentaje neto <sup>1)</sup></b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>28</b>	<b>25</b>
Número de entidades participantes	83	83	81	81	80	80	82	82	83	82
<b>b) Durante los próximos tres meses</b>										
Se endurecerán considerablemente	0	0	0	2	2	4	0	2	2	1
Se endurecerán en cierta medida	23	14	23	14	24	16	11	13	22	19
Prácticamente no variarán	72	85	68	82	73	80	82	83	74	78
Se relajarán en cierta medida	4	1	9	4	1	2	7	1	1	1
Se relajarán considerablemente	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Porcentaje neto <sup>1)</sup></b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>19</b>
Número de entidades participantes	83	83	81	81	80	80	81	83	82	83

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

## Criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito

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



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente».

Los valores «alcanzados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre del 2003 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio.

dades que han indicado un endurecimiento de los citados criterios en el tercer trimestre del 2003 fue evidente en lo que respecta a los préstamos a las grandes empresas, así como a las pequeñas y medianas empresas. Por lo que se refiere al plazo de vencimiento inicial de los préstamos, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación continuó descendiendo para todos los plazos.

Al igual que en la encuesta de julio, el factor mencionado como principal impulsor del persistente endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos en el tercer trimestre fue una mayor percepción del riesgo, sobre todo del vinculado a las perspectivas económicas específicas del sector o de las empresas, seguido muy de cerca por el relativo a las expectativas relativas a la actividad económica general. Con respecto a los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas y a sus condiciones, los que han

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

(en porcentaje)

	Total		Préstamos a pequeñas y medianas empresas		Préstamos a grandes empresas		Préstamos a corto plazo		Préstamos a largo plazo	
	julio	octubre	julio	octubre	julio	octubre	julio	octubre	julio	octubre
Se ha reducido considerablemente	2	1	2	2	4	2	2	1	3	2
Se ha reducido en cierta medida	33	29	30	27	25	31	20	26	38	34
Prácticamente no ha variado	54	57	52	51	57	54	61	60	47	39
Se ha incrementado en cierta medida	10	13	16	18	12	13	16	13	10	25
Se ha incrementado considerablemente	0	0	0	3	2	0	0	0	2	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Porcentaje neto <sup>1)</sup></b>	<b>-25</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>	<b>-6</b>	<b>-13</b>	<b>-30</b>	<b>-11</b>
Número de entidades participantes	83	83	81	81	80	80	81	82	82	83

1) El porcentaje neto se define como la diferencia entre la suma de porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente».

registrado un mayor endurecimiento han sido los márgenes de intermediación aplicados, el importe de los préstamos o de la línea de crédito y los requisitos relacionados con las garantías.

En relación con las expectativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos para el cuarto trimestre del 2003, el porcentaje neto de entidades que espera que se produzca un endurecimiento de los mencionados criterios disminuyó hasta el 13% en la encuesta de octubre, frente al 19% en la de julio (véase panel inferior del cuadro A).

Por lo que se refiere a la demanda de préstamos por parte de las empresas, las entidades de crédito manifestaron que se ha producido una reducción neta menor que en la encuesta anterior. El 17% de las entidades que participaron en la encuesta de octubre informaron de que habían registrado una disminución de la demanda de préstamos o líneas de crédito por parte de empresas en los tres meses precedentes, frente al 25% en la encuesta de julio (véase cuadro B). Los principales motivos aducidos a este respecto fueron las menores necesidades de financiación de las empresas para inversión en capital fijo. Al mismo tiempo, casi la tercera parte de las entidades participantes en la encuesta aludieron a la reestructuración de la deuda como factor impulsor del aumento de la demanda.

En cuanto a los hogares, el porcentaje neto de entidades que manifestó que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda fue del 9%, superior al 3% registrado en julio (véase el panel superior del cuadro C), pero por debajo de las expectativas previas en relación con el tercer trimestre del 2003, que situaban dicho porcentaje en el 14% (véase la segunda sección del gráfico). Con respecto a los criterios de aprobación de los créditos al consumo y de otros préstamos a hogares, el 14%, en términos netos, de las entidades participantes en la encuesta de octubre informó de un endurecimiento neto de dichos criterios en el período comprendido entre julio y septiembre, frente al 8% en la encuesta de julio, cifra ligeramente superior de la esperada para el tercer trimestre, el 12% (véase la tercera sección del gráfico).

Al igual que en la encuesta anterior, el factor que más ha contribuido al leve endurecimiento general de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares en el período de tres meses transcurrido entre julio y septiembre fueron las expectativas sobre la actividad económica general. En los casos en los que se aplicaron criterios más restrictivos de aprobación, esto se llevó a cabo, predominantemente, a través de una elevación de los márgenes aplicados a los préstamos que entrañaban mayor riesgo. Al mismo tiempo, las entidades de crédito informaron de una reducción neta de sus márgenes en el promedio de los préstamos.

Respecto de las expectativas relacionadas con los préstamos para adquisición de vivienda en el período comprendido entre octubre y diciembre del 2003, el endurecimiento neto esperado se mantiene en el 13%, el mismo nivel que en la encuesta de julio. Sin embargo, las enti-

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

(en porcentaje)

	Préstamos para adquisición de vivienda		Créditos al consumo y otros préstamos	
	julio	octubre	julio	octubre
<b>a) Durante los tres últimos meses</b>				
Se han endurecido considerablemente	1	0	0	0
Se han endurecido en cierta medida	12	18	13	19
Prácticamente no han variado	77	72	82	76
Se han relajado en cierta medida	8	9	5	5
Se han relajado considerablemente	2	0	0	0
Total	100	100	100	100
<b>Porcentaje neto <sup>1)</sup></b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>14</b>
Número de entidades participantes	80	80	78	78
<b>b) Durante los próximos tres meses</b>				
Se endurecerán considerablemente	0	0	0	0
Se endurecerán en cierta medida	14	19	16	13
Prácticamente no variarán	85	76	80	72
Se relajarán en cierta medida	1	6	4	14
Se relajarán considerablemente	0	0	0	0
Total	100	100	100	100
<b>Porcentaje neto <sup>1)</sup></b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>-1</b>
Número de entidades participantes	80	80	78	78

1) Véase la nota del cuadro A.

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

(en porcentaje)

	Préstamos para la adquisición de vivienda		Créditos al consumo y otros préstamos	
	julio	octubre	julio	octubre
Se ha reducido considerablemente	0	0	1	1
Se ha reducido en cierta medida	14	7	18	22
Prácticamente no ha variado	44	56	58	61
Se ha incrementado en cierta medida	30	28	21	14
Se ha incrementado considerablemente	12	10	2	2
Total	100	100	100	100
<b>Porcentaje neto <sup>1)</sup></b>	<b>29</b>	<b>31</b>	<b>5</b>	<b>-7</b>
Número de entidades participantes	80	80	78	78

1) Véase la nota del cuadro B.



dades esperan una leve relajación de los criterios de aprobación del crédito al consumo y de otros préstamos (véase el panel inferior del cuadro C).

Al mismo tiempo, por el lado de la demanda, la encuesta de octubre del 2003 muestra que, en general, el 31% de las entidades de crédito manifestaron que se había registrado un incremento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, en comparación con el 29% recogido en la encuesta de julio (véase cuadro D). En cambio, la demanda de créditos al consumo y otros préstamos a hogares disminuyó en el mismo período, hasta el -7%, en términos netos, frente al 5% en la encuesta de julio.

En conjunto, los resultados de la encuesta de octubre del 2003 apuntan a ciertos indicios de mejora en los criterios de concesión de los préstamos a empresas y a una estabilización de los aplicados a los préstamos a hogares. Con todo, considerando la novedad que constituye la encuesta, los resultados deben interpretarse con gran cautela, ya que transcurrirá algún tiempo antes de que sea posible realizar una interpretación fiable de estos resultados y establecer la relación entre dichos resultados y la evolución económica y financiera real.

actualmente son insuficientes para evaluar la relación entre los citados resultados y la evolución efectiva de la economía y del crédito.

En septiembre del 2003, la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro se redujo en 5 mm de euros, en cifras absolutas y sin desestacionalizar. En los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2003, los activos exteriores netos de este sector aumentaron 153 mm de euros, frente al incremento de 161 mm de euros observado en el período de doce meses que finalizó en agosto, y de 207 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta julio. Las cifras de balanza de pagos, disponibles hasta agosto, sugieren que el descenso observado recientemente en los activos exteriores netos de las IFM es atribuible, principalmente, a las adquisiciones de bonos extranjeros por residentes en la zona del euro y a las ventas de valores de la zona por parte de no residentes.

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

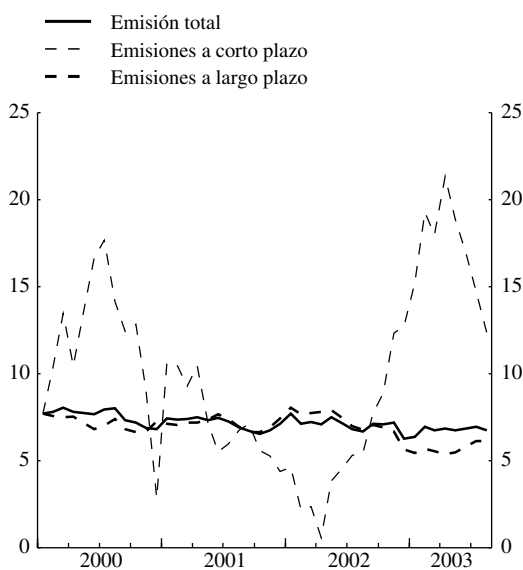
La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente en agosto, hasta el 6,7%, desde el 6,9% en julio, como consecuencia de una disminución de 2,4 puntos porcentuales, hasta el 12,3%, de la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de valores distintos de acciones a corto plazo, en comparación con el mes anterior. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores

distintos de acciones a largo plazo no experimentó variaciones en agosto, situándose en el 6,1% (véase gráfico 4).

El detalle por monedas indica 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 descendió 0,2 puntos porcentuales en agosto, hasta el 6,4%, con respecto al mes precedente.

#### Gráfico 4 Crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales)



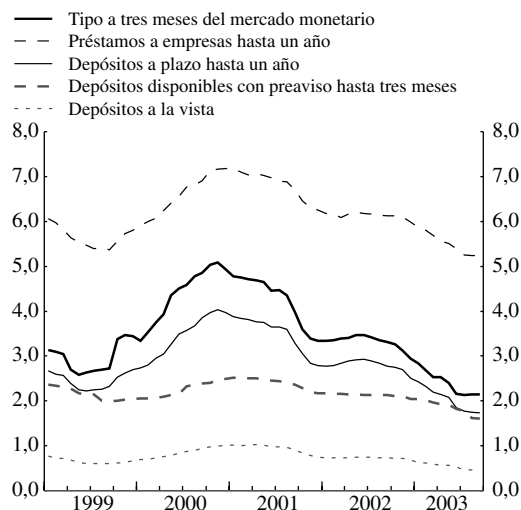
Fuente: BCE.

Nota: Las tasas de crecimiento 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 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 3,7% en agosto, esto es, 0,1 puntos porcentuales menos que en julio, como resultado de una reducción de la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a corto plazo, que se situó en el 13,6% en agosto, desde el 16,1% en el mes precedente. El crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo en el balance consolidado de las IFM prácticamente no experimentó variaciones, al igual que la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo, que se situó en el 2,5% en agosto, con respecto a julio. Asimismo, en base consolidada, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años emitidos por las IFM se mantuvo sin cambios, en el 7,5%, en agosto.

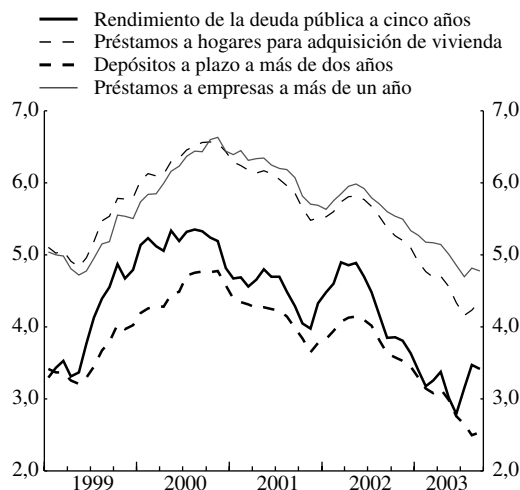
En el sector de las instituciones distintas de IFM, que incluye a las instituciones financieras no monetarias y a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en

**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.

**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.

euros apenas registró variaciones en agosto, situándose en el 23,1%. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se mantuvo prácticamente invariable, en el 33,8%. Esta elevada tasa de crecimiento refleja la intensa actividad de titulización por parte de las entidades de propósito especial. El crecimiento interanual del saldo vivo de valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó ligeramente, 0,5 puntos porcentuales, hasta el 13,9%, próximo a su promedio desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

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 disminuyó 0,3 puntos porcentuales en agosto, hasta el 4%, en relación con el mes anterior. Las otras Administraciones Públicas, formadas principalmente por las Administraciones Regionales y las Administraciones Locales, redujeron el ritmo de emisión de valores distintos de acciones denominados en euros, y, por consiguiente, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de este tipo

## Recuadro 2

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

Durante el período de mantenimiento de reservas considerado, el Eurosistema ejecutó cinco 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
OPF	24/09/2003	08/10/2003	109,74	81,0	1,35	304	2,00	2,06	2,07
OPF	01/10/2003	15/10/2003	164,02	123,0	1,33	292	2,00	2,05	2,06
OPF	08/10/2003	22/10/2003	135,89	82,0	1,66	304	2,00	2,05	2,06
OPF	15/10/2003	27/10/2003	153,30	113,0	1,36	321	2,00	2,05	2,05
OPF	22/10/2003	05/11/2003	119,33	90,0	1,33	310	2,00	2,04	2,05
OFPML	25/09/2003	17/12/2003	28,44	15,0	1,89	106	-	2,10	2,12

Fuente: BCE.

Los tipos marginales y medios ponderados de las OPF descendieron gradualmente, pasando del 2,06% al 2,04%, y del 2,07% al 2,05%, respectivamente.

Salvo por el habitual incremento en el último día hábil del mes, el tipo EONIA se redujo gradualmente del 2,07%, al inicio del período de mantenimiento de reservas, al 2,05% el 16 de octubre. Esta evolución es acorde con las holgadas condiciones de liquidez que existieron durante dicho período. De hecho, al igual que en el anterior período de mantenimiento, los volúmenes adjudicados en las OPF fueron relativamente cuantiosos. En los días posteriores, el EONIA cayó hasta situarse en niveles cercanos al tipo mínimo de puja del 2%, o ligeramente por debajo de él, y el 23 de octubre, el último día del período de mantenimiento, volvió a caer hasta el 1,44%. El último día del período de mantenimiento de reservas terminó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 1,9 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 septiembre y el 23 de octubre de 2003

	Inyección de liquidez	Drenaje de liquidez	Contribución neta
<b>(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema</b>	<b>253,5</b>	<b>0,2</b>	<b>+ 253,3</b>
Operaciones principales de financiación	208,4	-	+ 208,4
Operaciones de financiación a plazo más largo	45,0	-	+ 45,0
Facilidades permanentes	0,1	0,2	- 0,1
Otras operaciones	-	-	-
<b>(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario<sup>1)</sup></b>	<b>321,3</b>	<b>442,7</b>	<b>- 121,4</b>
Billetes en circulación	-	395,5	- 395,5
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	48,3	- 48,3
Activos exteriores netos (incluido el oro)	315,0	-	+ 321,3
Otros factores (netos)	-	1,1	- 1,1
<b>(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)</b>			<b>131,9</b>
<b>(d) Reservas mínimas exigidas</b>			<b>131,2</b>

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

1) Las estimaciones publicadas de las necesidades medias de liquidez imputables a los factores autónomos se situaron entre los 111,6 mm de euros y los 141,4 mm de euros. La desviación más importante entre la estimación publicada y la cifra efectivamente registrada se produjo en el período comprendido del 6 al 14 de octubre y ascendió a 2,2 mm de euros.

de valores descendió hasta el 19,4% en agosto, desde el 20,2% alcanzado en julio. 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 septiembre**

Todos los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela se mantuvieron sin variaciones o disminuyeron ligeramente en septiembre del 2003 (véase gráfico 5). En septiembre, los citados tipos registraron 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 junio del 2002, mes en que la mayor parte de estos tipos alcanzaron máximos históricos por última vez, y septiembre del 2003, oscilaron entre unos 30 puntos básicos para el tipo de interés 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.

La evolución reciente ha sido más contradictoria en lo que respecta a los plazos más largos. Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentaron 13 puntos básicos en septiembre con respecto al mes anterior, debido al aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo iniciado a mediados de junio. Los tipos de los depósitos a largo plazo se elevaron 4 puntos básicos en septiembre. En cambio, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a empresas descendieron 4 puntos básicos en el citado mes, posiblemente, como consecuencia de una mejora en la percepción del riesgo de crédito. No obstante, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos y créditos y los tipos de mercado comparables prácticamente no experimentaron variaciones en septiembre (véase gráfico 6).

### **Los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más largos se elevaron ligeramente en octubre**

Tras el descenso observado en septiembre, los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron levemente en octubre y principios de noviembre del 2003, sobre todo en los plazos más largos. Los tipos a más corto plazo apenas registraron cambios. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, que era prácticamente plana a finales de septiembre, se tornó positiva, y el 5 de noviembre era de 33 puntos básicos.

Entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA, fluctuó entre el 2,05% y el 2,06% 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%, situándose en el 2,07% el 5 de noviembre. Los tipos marginal y medio de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situaron, en promedio, 5 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja aplicado a estas operaciones (véase recuadro 2).

Los tipos EURIBOR a uno y tres meses prácticamente no registraron cambios en el período comprendido entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, fecha en que se situaron en el 2,09% y el 2,16%, respectivamente (véase gráfico 7). Los tipos de interés marginal y medio de la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidada el 30 de octubre se situaron 3 y 2 puntos básicos por debajo del EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha, en el 2,13% y el 2,14%, respectivamente, y 3 y 2 puntos básicos por encima de los tipos de la operación de financiación a plazo más largo liquidada el 25 de septiembre.

En cambio, los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más largos aumentaron ligeramente en octubre y principios de noviembre. Los tipos EURIBOR a seis y doce meses se incrementaron 12 y 29 puntos básicos, respectivamente, entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, fecha en la que se situaron en el 2,23%

y en el 2,42%. La senda esperada de los tipos de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses se elevó considerablemente. Los tipos de interés implícitos en el precio de los futuros con fechas de entrega en diciembre del 2003 y marzo y junio del 2004 aumentaron 16, 33 y 45 puntos básicos, respectivamente, entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, fecha en la que se situaron en el 2,19%, el 2,33% y el 2,56%, respectivamente.

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

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en los principales mercados en octubre, compensando, en la mayoría de los casos, el descenso observado en septiembre. En Estados Unidos y en la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó 40 puntos básicos entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, fecha en la que se situó en el 4,4% en ambos casos (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 situó próximo a cero el 5 de noviembre.

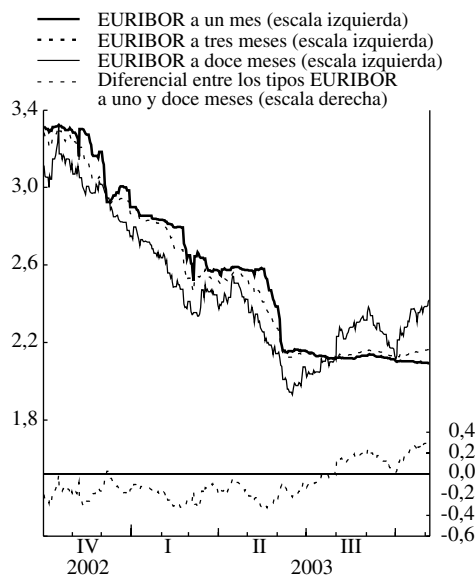
El incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo registrado recientemente en Estados Unidos pareció reflejar una revisión al alza de las expectativas de crecimiento y de inflación de los participantes en el mercado, provocada, principalmente, por la publicación de datos más favorables sobre el crecimiento económico y el empleo en ese país. El aumento de 10 puntos básicos del rendimiento real de los bonos a diez años indicados con la inflación, observado entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, indicaba un mayor optimismo respecto a las perspectivas de crecimiento. Por otro lado, la elevación de 30 puntos básicos de la tasa de inflación implícita a diez años, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados con la inflación, ambos a diez años, registrada en el mismo período, sugería una revisión al alza de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado.

Los participantes en el mercado siguieron mostrando un grado relativamente alto de incerti-

### 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.

dumbre acerca de la evolución futura del rendimiento de la deuda pública en Estados Unidos. La media móvil de diez días de la volatilidad implícita de los futuros a diez años del Tesoro estadounidense permaneció prácticamente estable en el período considerado, situándose en el 8,9% el 5 de noviembre, en torno a 0,9 puntos porcentuales por encima de su media de los dos últimos años (véase gráfico 9).

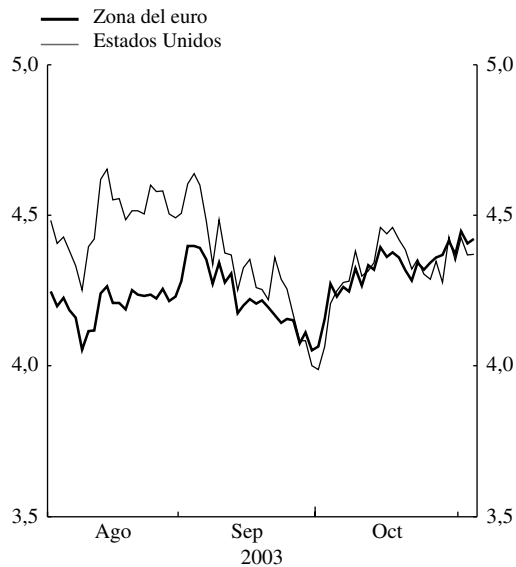
En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años creció 10 puntos básicos entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, fecha en la que alcanzó el 1,5%. Este incremento, que obedeció a la tendencia observada en los principales mercados, pareció estar relacionado con unas perspectivas económicas más favorables. Se apreció una disminución de la incertidumbre de los participantes en el mercado, evidenciada por la reducción registrada en octubre en la volatilidad implícita, cuya media móvil de diez días se situó el 5 de noviembre en torno al 5,8%, todavía sensiblemente por encima de su media del 3,4% de los dos últimos años.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública se elevó en octubre en todos los plazos, especialmente en los medios, lo que se reflejó en

### 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.

un aumento de la pendiente de la curva de tipos de interés forward implícitos a un día en los plazos cortos y medios (véase gráfico 10). El incremento generalizado del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro parece haber sido resultado de la publicación de mejores datos de lo previsto sobre la economía de la zona y de perspectivas más favorables para la economía mundial.

El aumento de 15 puntos básicos del rendimiento de los bonos franceses a diez años iniciados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, observado entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, era señal de una revisión al alza de las expectativas de crecimiento a largo plazo por parte de los participantes en el mercado, cuya valoración más favorable de la economía de la zona se reflejó también en el estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada. En efecto, el diferencial entre el rendimiento de las obligaciones emitidas por empresas con calificación BBB y el de la deuda pública se estrechó en 20 puntos básicos entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, fecha en la que situó en 90 puntos básicos, su nivel más bajo desde la introducción del euro en enero de 1999.

Al mismo tiempo, la tasa de inflación implícita a diez años de la zona del euro, medida por la diferencia entre el rendimiento real y el nominal de los bonos franceses, ascendió a 25 puntos básicos entre finales de septiembre y el 5 de noviembre. Aunque este ascenso pueda deberse a factores técnicos, también podría indicar un aumento de las expectativas de inflación a largo plazo de los inversores de la zona.

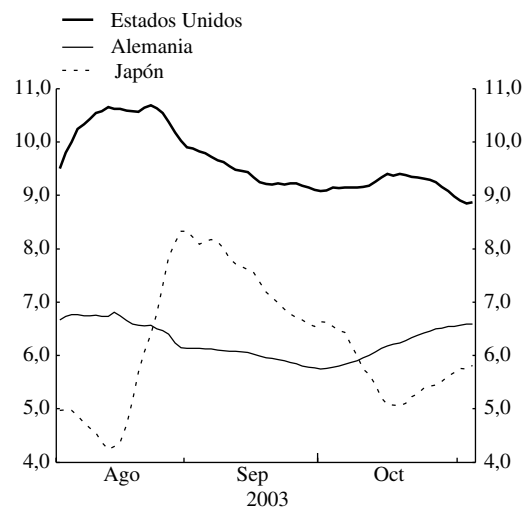
El grado de incertidumbre de los mercados de renta fija de la zona del euro, medido por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita de las opciones sobre futuros de bonos alemanes a diez años, creció 0,8 puntos porcentuales entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, fecha en la que este indicador se situó en el 6,6%, 0,9 puntos porcentuales por encima de su media de los dos últimos años.

Desde la introducción del euro en 1999, los diferenciales de rendimiento entre la deuda pública de la zona del euro y los bonos alemanes se han estrechado notablemente. En el recuadro 3 se analiza de forma más detallada esta evolución, en la que parece haber influido recientemente la situación presupuestaria de los países de la zona del euro.

### Gráfico 9

#### Volatilidad implícita en los principales mercados de renta fija

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



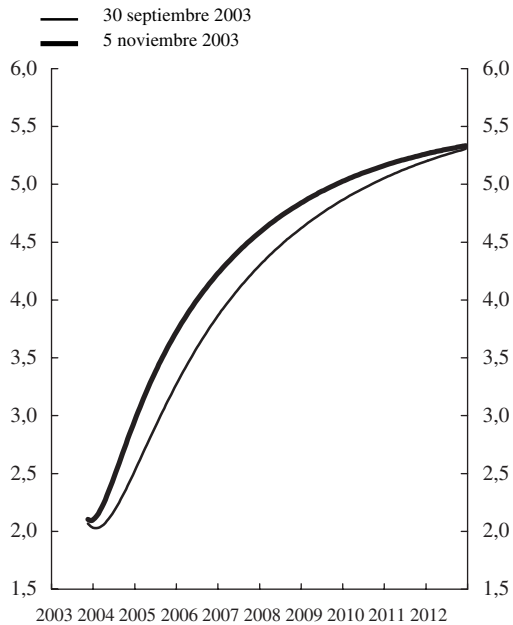
Fuente: Bloomberg.

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

## 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*.

### Las cotizaciones bursátiles subieron en los mercados internacionales en octubre

En octubre se observó una recuperación de las cotizaciones bursátiles en los mercados internacionales, como consecuencia, principalmente, de mayores expectativas de crecimiento de la economía mundial y de mejora de los resultados empresariales. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por los índices Dow Jones EURO STOXX amplio y Standard & Poor's 500, respectivamente, ganaron un 9% y un 6% entre finales de septiembre y el 5 de noviembre (véase gráfico 11). En Japón, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 6% durante el mismo período.

En Estados Unidos, el alza que registraron las cotizaciones bursátiles en octubre fue consecuencia de la publicación de resultados empresariales mejores de lo previsto para el tercer trimestre y de datos macroeconómicos que suge-

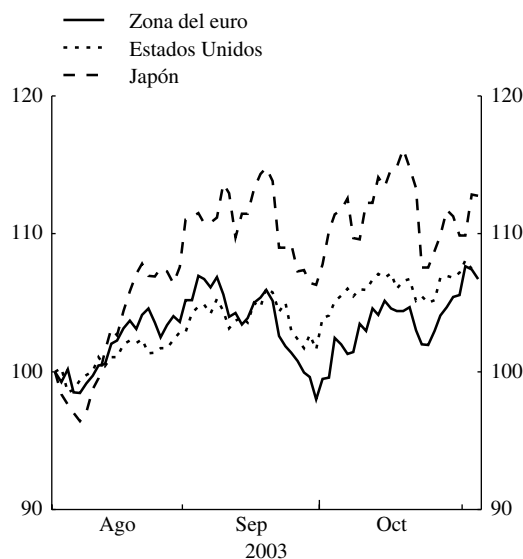
rían un clima económico más favorable en ese país. La incertidumbre del mercado de renta variable, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, descendió unos 3 puntos porcentuales entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, fecha en la que la volatilidad implícita se situó en el 15%, muy por debajo de su media a largo plazo (véase gráfico 12). La disminución de la incertidumbre también puede haber propiciado la reciente subida de las cotizaciones bursátiles, dado que implica, en principio, una reducción de las primas de riesgo exigidas por la tenencia de valores de renta variable. La recuperación de las cotizaciones bursátiles fue particularmente pronunciada en los valores tecnológicos, con un repunte del 8% del índice Nasdaq compuesto entre finales de septiembre y el 5 de noviembre.

En Japón, las cotizaciones bursátiles siguieron subiendo, en línea con los acusados aumentos observados en meses anteriores. A esta evolución positiva contribuyó el optimismo del mercado acerca de las perspectivas de crecimiento económico del país y de la capacidad del sector

## Gráfico 11

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

(índice: 1 agosto 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.

### Recuadro 3

#### Evolución reciente de los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

#### Diferenciales de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo entre los países de la zona del euro y Alemania<sup>1)</sup>

(en puntos básicos)

	Ene 1999	Oct 2003	Variación de enero 1999 a oct 2003
<b>Bélgica</b>	22	6	-16
<b>España</b>	19	1	-18
<b>Francia</b>	8	2	-6
<b>Irlanda</b>	21	0	-21
<b>Italia</b>	23	13	-10
<b>Países Bajos</b>	11	2	-9
<b>Austria</b>	18	5	-13
<b>Portugal</b>	22	10	-12
<b>Finlandia</b>	21	-1	-22
<b>Media</b>	18	5	-14

Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

1) Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se refieren a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo disponible.

alemana. Salvo Francia, la ventaja financiera de Alemania con respecto a otros países de la zona del euro en términos de puntos básicos fue del orden de dos dígitos. Sin embargo, este panorama ha cambiado en cierto medida en los últimos años. El cuadro muestra que los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de los actuales países pertenecientes actualmente a la zona del euro y el rendimiento de bonos alemanes con vencimientos comparables se estrecharon acusadamente entre enero de 1999 y octubre de 2003. En ese período, el diferencial medio pasó de 18 a 4 puntos básicos. Los países que en octubre de 2003 registraban los diferenciales más elevados frente a Alemania eran Grecia, Italia y Portugal. La mayor reducción ocurrida en los diferenciales desde 1999 se observó en Finlandia, Irlanda, España y Bélgica (véase gráfico A). También se produjo un descenso significativo en los diferenciales de la deuda pública griega después de que Grecia adoptara el euro el 1 de enero de 2001.

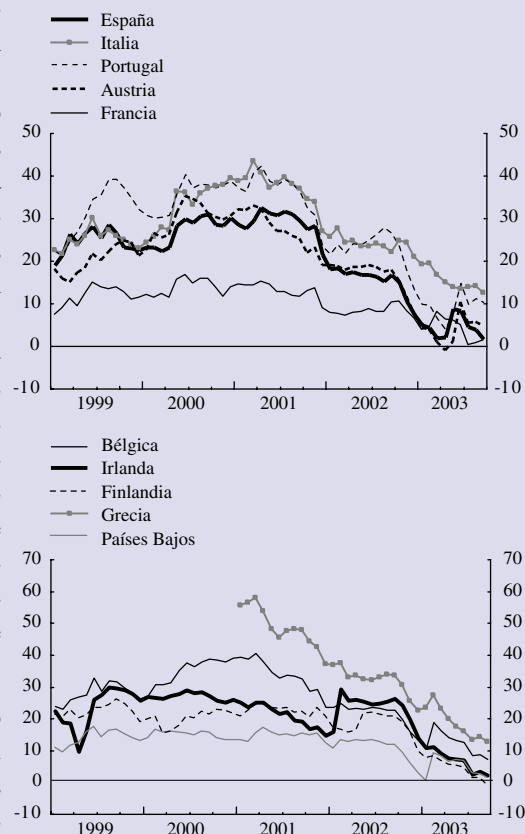
La convergencia de diferenciales que se ha registrado desde 1999 no se ha producido de forma continuada. Si se observa con más atención el gráfico A, la pauta más evidente en todos los países es que, a partir de principios de enero del 2001, los diferenciales empezaron a reducirse. Entre otros factores, la evolución de las fi-

En el período previo a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, que se inició el 1 de enero de 1999, se produjo una convergencia significativa en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países que posteriormente adoptaron el euro. Esta convergencia se vio impulsada por las expectativas creadas por la introducción del euro y la consiguiente eliminación del riesgo de tipo de cambio dentro de la zona del euro. Desde entonces se han mantenido los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona, si bien son significativamente menores que los observados con anterioridad a 1999, lo que sugiere que los inversores diferencian entre la deuda pública de los países de la zona en términos de liquidez y, en cierta medida, en términos de riesgo de crédito.

En 1999, el rendimiento de los bonos alemanes a largo plazo fue el más bajo de toda la zona, debido, en parte, a la liquidez relativamente elevada de la deuda pública

#### Gráfico A: Diferenciales de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo frente a Alemania<sup>1)</sup>

(en puntos básicos; datos mensuales)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

1) El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo disponible.

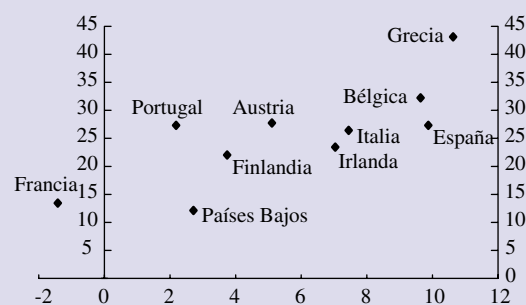


nanzas públicas de la zona del euro podría haber contribuido a la convergencia de rendimientos desde el año 2001. Por ejemplo, entre los años 2001 y 2003, la ratio deuda/PIB de Alemania empeoró en relación con la de otros países de la zona del euro, excepto con Francia, entre los años 2001 y 2003.

En el gráfico B se presenta información sobre la relación entre la situación presupuestaria y los diferenciales desde el año 2001. En él se comparan los cambios relativos observados en la ratio deuda/PIB de los países de la

**Gráfico B: Cambios en las ratios de deuda/PIB relativas frente a Alemania <sup>1)</sup> y cambios en los diferenciales <sup>2)</sup> entre los años 2001 y 2003**

(Eje x: puntos porcentuales; eje y: puntos básicos)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

- 1) Eje x: cambios en el diferencial entre la ratio de deuda/PIB de Alemania y la de los demás países de la zona del euro entre los años 2001 y 2003 (las cifras para 2003 hacen referencia a las previsiones de la Comisión de octubre de 2003).
- 2) Eje y: descenso de los diferenciales frente a la deuda pública alemana a diez años entre enero del 2001 y octubre del 2003.

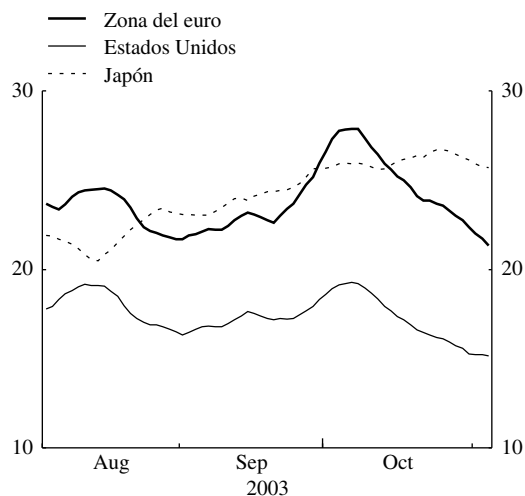
zona del euro a lo largo del período considerado frente a Alemania con el consiguiente cambio en el diferencial de rendimientos de la deuda pública. Como puede verse en el gráfico B, los países que han experimentado una mejora en su ratio deuda/PIB con respecto a Alemania también han registrado descensos en los diferenciales frente a la deuda pública alemana.

Aunque puede que algunos factores técnicos (v.g., relacionados con la liquidez de determinados bonos) influyeran en el descenso observado en algunos de los diferenciales, el gráfico B sugiere que los participantes en el mercado parecen tener en cuenta la situación presupuestaria relativa de los Estados de la zona del euro al valorar los bonos emitidos por éstos. Los inversores en los mercados de deuda parecen recompensar —aunque de forma moderada— a los países de la zona del euro que han aplicado políticas fiscales más prudentes, ofreciéndoles mejores condiciones de financiación.

**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.

bancario para mejorar su rentabilidad. Al mismo tiempo, las cotizaciones bursátiles se vieron sometidas a presiones a la baja, como consecuencia de la apreciación del yen y de la publicación, por algunas grandes empresas, de resultados trimestrales peores de lo previsto. La incertidumbre del mercado de valores japonés, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre el índice Nikkei 225, no experimentó cambios entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, fecha en la que situó en el 26%, nivel próximo a su media a largo plazo.

En la zona del euro, manteniendo la tendencia generalizada al alza iniciada en marzo de este año, las cotizaciones bursátiles subieron en octubre, como resultado, en gran parte, de la publicación de mejores resultados empresariales y de datos económicos que reforzaban las expectativas del mercado respecto a una recuperación inminente de la economía de la zona. Todo ello, unido a la evolución de los mercados bursátiles internacionales, ayudó a restaurar la confianza de los participantes en los mercados de renta varia-

ble de la zona del euro. En consecuencia, la incertidumbre de los participantes en el mercado parece haber disminuido, tal y como puso de manifiesto la reducción 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 entre finales de septiembre y el 5 de noviembre. La volatilidad implícita del mercado de renta varia-

ble de la zona del euro permaneció muy por debajo de su media a largo plazo, situándose en el 21% el 5 de noviembre. Al igual que en Estados Unidos, entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, los valores tecnológicos fueron los que experimentaron las mayores subidas, ya que los participantes en el mercado esperaban que este sector sería el que más se beneficiaría de una recuperación económica mundial.

## 2 Evolución de los precios

### Se estima que la inflación medida por el IAPC se mantuvo sin cambios en octubre del 2003

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro permaneció estable en el 2,1% en octubre del 2003 (véase cuadro 3). Aunque no se dispone todavía de información detallada sobre el IAPC de octubre, la estimación preliminar sugiere que la evolución de los precios de los alimentos, que subieron como consecuencia del calor excepcional y de la sequía registrados este verano, ha seguido influyendo en la inflación medida por el IAPC general. Por otro lado, no se espera que los precios de la energía hayan ejercido presiones al alza adicionales sobre la inflación en octubre.

En septiembre del 2003, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantuvo en el

2,1%, sin cambios con respecto a la observada en agosto. Las tasas de variación interanuales de los componentes más volátiles del IAPC (es decir, los precios de los alimentos no elaborados y de la energía) registraron movimientos compensatorios, y las de algunos de los componentes menos volátiles experimentaron un ligero aumento.

El impacto de un verano particularmente caluroso y seco sobre los precios de los alimentos frescos, que ya se hizo notar en agosto, se intensificó en septiembre. Los precios de los alimentos no elaborados subieron un 4,2%, en tasa interanual, en septiembre del 2003, como resultado, fundamentalmente, de un fuerte incremento de los precios de las hortalizas (cerca del 10% en tasa interanual). Sin embargo, las presiones al alza sobre la inflación medida por el IAPC general procedentes de los precios de los alimentos no elaborados se vieron compensadas, en gran par-

### Cuadro 3

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

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2000	2001	2002	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 May	2003 Jun	2003 Jul	2003 Ago	2003 Sep	2003 Oct
<b>Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes</b>													
Índice general <sup>1)</sup>	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	1,9	2,0	1,8	1,9	1,9	2,1	2,1	2,1
<i>Del cual:</i>													
Bienes	2,5	2,3	1,7	1,8	2,0	1,5	1,7	1,4	1,6	1,6	1,7	1,8	.
Alimentos	1,4	4,5	3,1	2,2	1,9	2,5	3,2	2,4	2,9	3,0	3,1	3,5	.
Alimentos elaborados	1,2	2,9	3,1	2,6	3,1	3,3	3,1	3,3	3,2	3,2	3,0	3,1	.
Alimentos no elaborados	1,8	7,0	3,1	1,6	0,1	1,5	3,4	1,1	2,5	2,7	3,3	4,2	.
Bienes industriales	3,0	1,2	1,0	1,6	2,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	.
Bienes indust. no energéticos	0,5	0,9	1,5	1,2	0,7	0,9	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6	0,8	.
Energía	13,0	2,2	-0,6	2,9	7,0	1,5	2,1	0,6	1,6	2,0	2,7	1,7	.
Servicios	1,5	2,5	3,1	3,1	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,3	2,5	2,5	.
<b>Otros indicadores de precios y costes</b>													
Precios industriales	5,3	2,2	0,0	1,3	2,5	1,5	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4	1,1	.
Costes laborales unitarios	1,3	2,5	2,1	1,5	2,0	2,5	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo	1,3	0,2	0,5	1,0	0,7	0,2	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado	2,6	2,8	2,6	2,5	2,7	2,8	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales totales por hora	2,8	3,4	3,5	3,5	2,7	2,9	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (euro/barril)	31,0	27,8	26,5	26,5	28,4	22,7	25,1	21,9	23,3	25,0	26,5	23,9	24,7
Precios de las materias primas (euros)	20,4	-8,1	-0,9	5,6	-3,2	-7,9	-5,8	-8,0	-9,6	-7,5	-5,2	-4,7	-3,7

Fuente: Eurostat, datos nacionales, Thomsom Financial Datastream, HWWA (Hamburg Institute of International Economics) y cálculos del BCE.

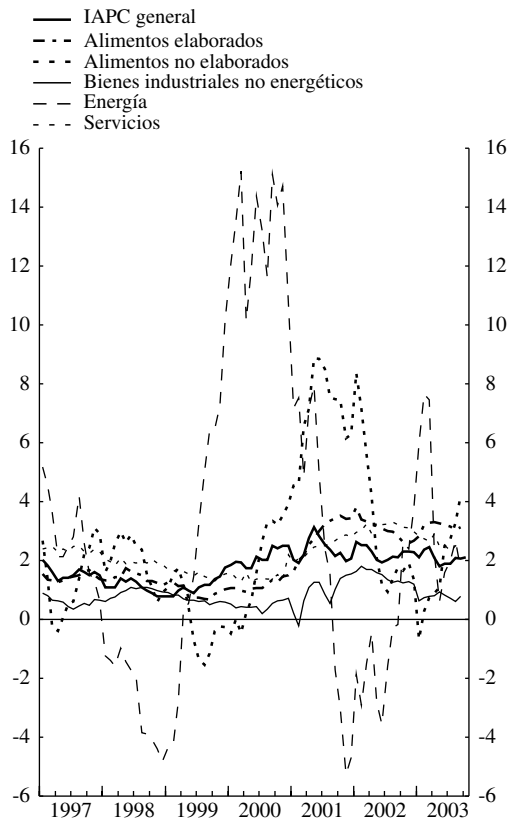
Nota: Para los periodos anteriores al 2001, los datos del IAPC no incluyen Grecia. Los demás indicadores de precios y costes incluyen Grecia en los periodos anteriores al 2001. Para más detalles acerca de los datos, véase la sección «Estadísticas de la zona del euro».

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

### Gráfico 13

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

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

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

te, por la desaceleración de la tasa de variación interanual de los precios energéticos (del 2,7% en agosto al 1,7% en septiembre), como consecuencia de una caída de alrededor del 10% de los precios del petróleo en euros, en comparación con el nivel medio observado en agosto. Aunque esta caída fuera originada, en gran medida, por la de los precios del petróleo en dólares, también se vio acentuada por la leve apreciación del euro que se registró nuevamente en septiembre (sobre la base de medias mensuales).

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos estos componentes más volátiles, se elevó 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2% en septiembre. Este incremento estuvo relacionado con el ligero aumento de las tasas de variación interanuales de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos. En particular, los precios de los artículos de vestir y del calzado repuntaron en septiembre, tras un descenso estacional algo más pronunciado que el observado en las rebajas de verano de años anteriores. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios permaneció estable en el 2,5%.

Desde una perspectiva a más largo plazo, en el recuadro 4 se examinan los últimos avances que se han producido en la reforma de la regulación

### Recuadro 4

#### Evolución reciente de las industrias de red

Se considera de forma generalizada que las reformas en la regulación de las industrias de red europeas son beneficiosas para los consumidores, pues conllevan una reducción de precios<sup>1</sup>. En este recuadro se examinan los últimos avances que se han producido en la reforma de la regulación de los sectores de las telecomunicaciones, electricidad y gas, y se describe la evolución de los precios en dichos sectores en relación con la trayectoria del IAPC general. Las telecomunicaciones, la electricidad y el gas representan, en conjunto, casi el 6% del IAPC general de la zona del euro.

Las reformas en la regulación del sector de las telecomunicaciones han seguido ejerciendo una influencia en el comportamiento a la baja de los precios, aunque considerablemente inferior a la de los primeros años posteriores a la liberalización. Es necesaria una mayor competencia, especialmente en el sector energético.

#### Últimos avances en las reformas emprendidas en la regulación

El proceso de reformas emprendido en la regulación se encuentra más avanzado en el **sector de las telecomunicaciones**, aunque la competencia efectiva en una serie de países y segmentos del mercado sigue siendo limitada, sobre todo porque los operadores establecidos continúan manteniendo una cuota de mercado significativa.

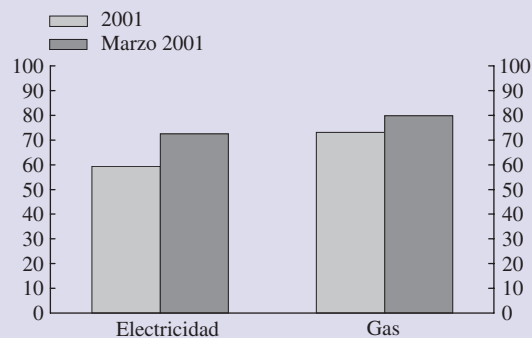
1 Véase, por ejemplo, Banco Central Europeo, «Price effects of regulatory reform in selected network industries», marzo 2001.

La cuota de mercado en el sector de la telefonía móvil que tenían las filiales de los operadores fijos establecidos superaba el 40% en cada uno de los países de la zona del euro en el año 2002, el año más reciente para el que se dispone de información<sup>2</sup>. La cuota de mercado en el sector de las telecomunicaciones fijas que tenían los citados operadores en cada uno de los países de la zona del euro era aun más elevada; situándose, por lo general, por encima del 80% en las llamadas locales y entre el 60% y el 80% en las llamadas internacionales.

En el **mercado eléctrico**, varios países de la zona del euro han ampliado el grado de apertura del mercado desde el año 2001. El gráfico siguiente muestra la cuota porcentual del mercado eléctrico de la zona del euro abierto a la competencia en marzo del 2003 y el avance logrado desde el 2001. Más del 70% del citado mercado está ahora abierto formalmente a la competencia, a pesar de que existen considerables diferencias entre los países de la zona del euro, siendo Francia y Grecia los que tienen un menor grado de apertura (ligeramente por encima del 30%). Con independencia de los avances logrados en la apertura formal del mercado eléctrico en algunos países, la competencia permanece a menudo limitada, sobre todo debido a la posición dominante de las empresas establecidas y a la debilidad de los reguladores.

El **mercado del gas** ha aumentado su grado de apertura desde el año 2001. Actualmente, cerca del 80% del mercado del gas de la zona del euro está formalmente abierto a la competencia, pero la competencia efectiva todavía parece ser relativamente limitada y claramente inferior que en el sector eléctrico. Los principales obstáculos a la competencia son las disparidades existentes entre los países y las regiones en cuanto a las tarifas de acceso a la red, la concentración de la producción y la importación de gas en un número reducido de empresas, y el lento desarrollo de los centros en los que se comercia el gas, que impiden que las nuevas empresas compren el gas al por mayor.

**Cuota porcentual del mercado de la energía de la zona del euro abierto a la competencia**



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE. Los cálculos del BCE de las cuotas de mercado en la zona del euro se basan en la demanda ponderada de electricidad y gas en los años 2001 y 2002, respectivamente. En el caso del mercado del gas, no se dispone de datos para Grecia, Portugal y Finlandia.

En conjunto, las reformas en la regulación de las industrias de red registraron nuevos avances en los años 2002 y 2003, aunque con diferencias entre sectores y países. En noviembre del 2002, el Consejo Europeo de Transportes, Telecomunicaciones y Energía estableció un calendario para la total apertura del mercado de la energía, con las fechas límites de 1 de julio de 2004 para el consumo no doméstico, y el 1 de julio de 2007 para el consumo doméstico. Este acuerdo representa un importante paso hacia la liberalización de los mercados de la energía.

### Evolución de precios en las industrias de red

Tras la gradual introducción de las reformas en la regulación del **sector de las telecomunicaciones**, los precios en la zona del euro continuaron descendiendo en los años 2002 y 2003, si bien a un ritmo considerablemente más lento que durante el período 2000-2001 (véase cuadro). En el año 2002 y en el período de enero a septiembre del 2003, el subíndice del IAPC para los servicios de telecomunicaciones siguió contribuyendo negativamente a la inflación medida por el IAPC general, aunque sólo marginalmente. Sin embargo, desde el año 2000, el efecto acumulado a la baja del subíndice del IAPC para las telecomunicaciones sobre la inflación total medida por el IAPC ha sido bastante importante, ascendiendo a 0,33 puntos porcentuales.

El subíndice del IAPC para la **electricidad** de la zona del euro en su conjunto se elevó un 2,8% durante el período comprendido entre enero y septiembre del 2003, cifra más elevada que la inflación total medida por el IAPC. Con todo, el aumento medio durante el período 2000-2002 fue inferior al del IAPC general. Los precios de la electri-

<sup>2</sup> La fuente de la que se han tomado los datos sobre las cuotas de mercado en el sector de las telecomunicaciones es Eurostat.

idad continuaron estando fuertemente influidos por factores ajenos al régimen regulador elegido, tales como la combinación de fuentes de energía primarias, el precio de los combustibles y los efectos específicos de cada país (v.g., cambios en la imposición indirecta). Además, es probable que la evolución de los precios en los últimos años haya reflejado políticas preventivas de precios por parte de las empresas ya existentes, así como la fijación de precios por parte de los reguladores, más que el impacto de la limitada competencia efectiva en el sector eléctrico. El aumento de la competencia será esencial para asegurar una evolución favorable de los precios.

### Contribución de los precios de las telecomunicaciones, de la electricidad y del gas al IAPC general de la zona del euro

	Tasas de variación interanuales				Contribución al IAPC (variación en puntos porcentuales)				
	2000	2001	2002	Ene - Sep 2003	2000	2001	2002	Ene - Sep 2003	2000 - Sep 2003
IAPC general	2,1	2,3	2,3	2,1					
Telecomunicaciones	-8,2	-4,9	-0,6	-0,5	-0,20	-0,11	-0,01	-0,01	-0,33
Electricidad	-1,1	2,0	1,8	2,8	-0,02	0,04	0,04	0,06	0,11
Gas	11,6	14,7	-2,3	4,4	0,15	0,21	-0,03	0,06	0,38

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La evolución de los **precios del gas** refleja sólo en parte los cambios en el nivel de competencia, mientras que los precios se ven influidos principalmente por la tendencia subyacente de los precios de la energía en los mercados mundiales y por el tipo de cambio del euro. Los precios del gas de la zona del euro, medidos por el subíndice del IAPC, descendieron un 2,3% en el año 2002, lo que tuvo como consecuencia que el subíndice del IAPC para el gas contribuyera negativamente a la inflación general medida por el IAPC. Este comportamiento se invirtió en el 2003, y en el período comprendido entre enero y septiembre de ese año, la contribución del gas a la inflación general de la zona del euro, medida por el IAPC, fue de 0,06 puntos porcentuales. Al igual que en el sector eléctrico, es necesario seguir reformando la regulación para permitir que un volumen mayor de las rentas de las empresas establecidas se distribuya entre los consumidores.

La dispersión del nivel de precios en los países de la zona del euro se redujo ligeramente el último año para las llamadas nacionales e internacionales, los precios del gas y los precios de la electricidad para consumo doméstico. Sin embargo, aún persisten importantes diferencias entre los países en cuanto a la evolución de los precios y al tipo de servicios prestados por las industrias de red, reflejando, entre otras cosas, el desigual avance de las reformas y la diferencia en el sistema de imposición indirecta entre los países.

de las industrias de red (sectores de gas, electricidad y telecomunicaciones), y se describe la evolución de los precios en dichos sectores desde comienzos del 2000.

### Los precios industriales siguieron siendo moderados en septiembre del 2003

Tras crecer levemente en agosto del 2003, la tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona del euro se redujo al 1,1% en septiembre, frente al 1,4% observado en agosto (véase gráfico 14). Esta disminución se debió enteramente al descenso que experimentaron los precios energéticos como reflejo de un efecto de base y, posiblemente, de la caída de los precios del petróleo registrada en agosto y septiem-

bre. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, ascendió ligeramente, desde el 0,6% en agosto al 0,7% en septiembre, como consecuencia de los leves aumentos observados en la mayor parte de los sectores industriales.

En conjunto, las presiones sobre los precios industriales permanecen moderadas. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, ha ido disminuyendo gradualmente (desde el 1,2% en el primer trimestre del 2003 al 0,6% en el tercero). Este descenso, en el que incidió, en parte, la apreciación del euro, es resultado, principalmente, de la evolución de los precios de los sectores de bienes intermedios. Por el contrario, las tasas

de variación interanuales de los precios de los bienes de equipo y de consumo se han mantenido, en general, estables desde el inicio del año.

Los indicadores de la evolución de los precios industriales, procedentes de las encuestas de opinión, apuntan a la reaparición de ciertas presiones al alza en octubre (véase gráfico 15). Por primera vez en seis meses, el índice de precios de la zona del euro (IPE), obtenido de la encuesta a los directores de compras, superó el umbral de 50, pasando de 48,7 en septiembre a 52,3 en octubre, como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas resultante, principalmente, del aumento constante de la demanda de algunos de estos productos.

### El crecimiento salarial se estabilizó en el primer semestre del 2003

Los indicadores de costes laborales relativos al primer semestre del 2003 ofrecen una imagen contradictoria de la evolución del crecimiento total de los salarios. Los costes laborales totales por hora de la zona del euro en el sector de empresas no agrarias subieron un 2,9%, en tasa interanual, en el segundo trimestre del 2003, sin grandes cambios en relación con el primer trimestre (véase gráfico 16). Ello supone un notable descenso (de unos 0,5 puntos porcentuales) con respecto a la tasa media de crecimiento de los costes laborales por hora registrada en el 2001 y 2002, y también una reducción apreciable de la tasa de crecimiento de los costes salariales y no salariales.

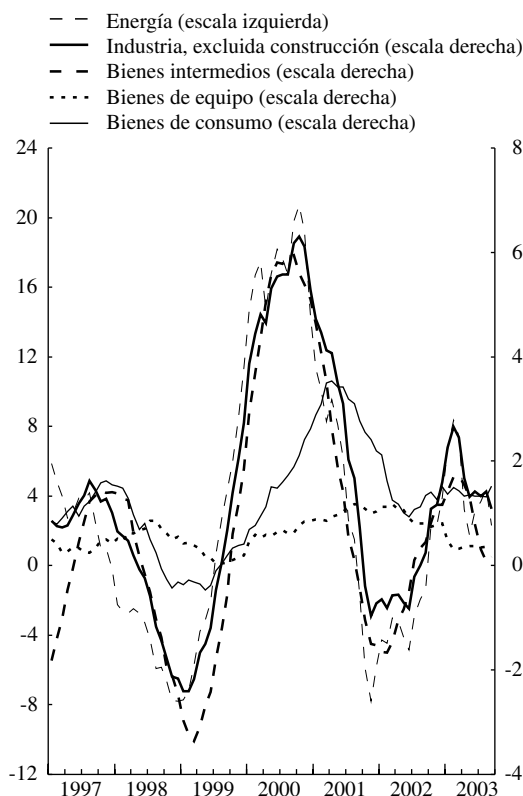
La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se redujo 0,3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,4% en el segundo trimestre del 2003. Sin embargo, esta reducción se debió, en parte, a una marcada discrepancia observada en Alemania entre los fuertes aumentos salariales concedidos el año pasado y el resultado del menor número de nuevos acuerdos salariales celebrados este año. Teniendo en cuenta estos efectos, es probable que el crecimiento de los salarios negociados se haya mantenido prácticamente sin cambios en el segundo trimestre del 2003, en línea con el crecimiento medio registrado en el 2001 y 2002. Los datos de ganancias mensua-

les disponibles hasta el segundo trimestre del 2003 indican también que las tasas de crecimiento interanuales son similares a las observadas en los dos últimos años.

Las tasas de crecimiento interanuales de la remuneración por asalariado se situaron en torno a un 2,7% en el primer semestre del 2003, ligeramente por encima de la media del 2002. Se dispone ya de datos sectoriales sobre la remuneración por asalariado en el segundo trimestre del 2003, y se observa que su crecimiento en el sector servicios se ha mantenido en línea con las medias de los años 2001 y 2002. Sin embargo, en el sector de servicios de mercado, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado experimentó un incremento generalizado (desde el 2,8% en el primer trimestre al 3,4% en el segundo), que se vio compensado, en parte, por el menor crecimiento de la remuneración por asalariado en la administración pública y en

**Gráfico 14**  
Desagregación de los precios industriales de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



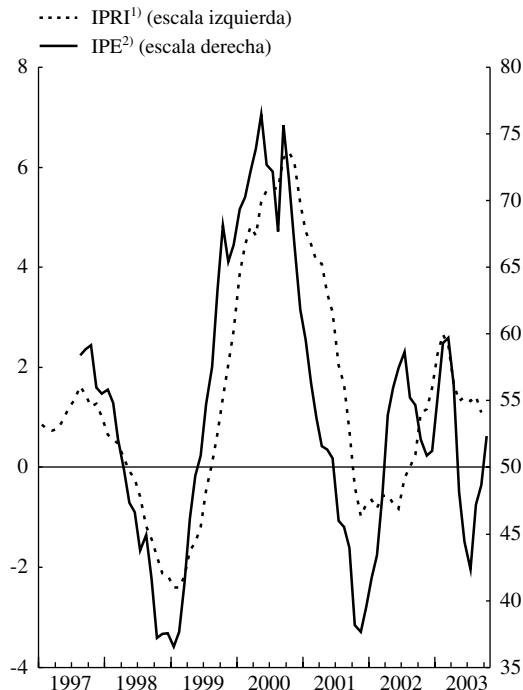
Fuente: Eurostat.

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

### 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.

los servicios conexos. En la industria, la tasa media de crecimiento de la remuneración por asalariado registrada en el primer semestre del año se mantuvo unos 0,2 a 0,3 puntos porcentuales por encima de las medias de los años 2001 y 2002.

En conjunto, pese a algunas señales contradictorias, la evidencia recogida sigue apuntando a una estabilización del crecimiento salarial en la zona del euro desde comienzos del 2002.

Tras mostrar una mejora gradual en el transcurso del 2002, el crecimiento de la productividad volvió a descender en el segundo trimestre del 2003. En consecuencia, el crecimiento de los costes laborales unitarios se elevó 0,5 puntos porcentuales, hasta el 2,5%, en el segundo trimestre del 2003. El crecimiento interanual de los

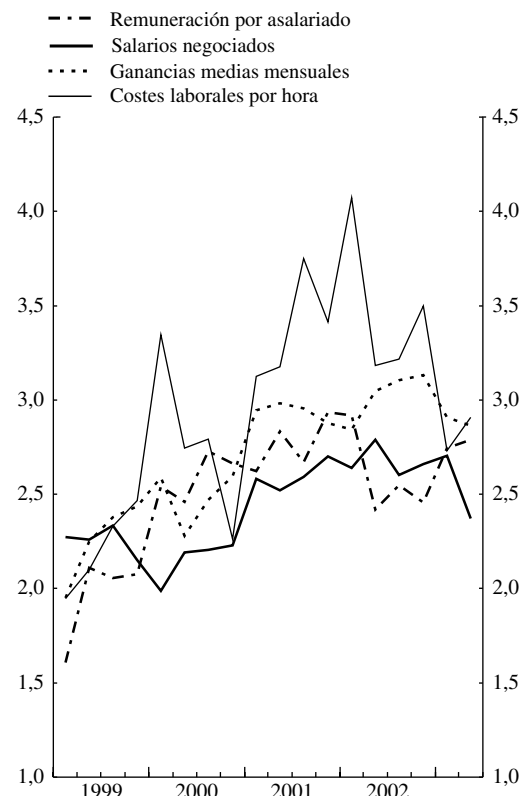
costes laborales unitarios observado desde principios del 2003 parece ser algo mayor que el registrado en el 2002, pero todavía menor que el alcanzado en el 2001.

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

De cara al futuro, las tasas de inflación oscilarán, probablemente, en torno al 2% durante varios meses. Los precios de los alimentos podrían seguir estando sometidos a ciertas presiones al alza en lo que queda de año y a comienzos del 2004, como consecuencia de la ola de calor observada este verano, mientras que los precios del petróleo se han mantenido en un nivel superior al esperado, como consecuencia, principalmente, de las incertidumbres de orden político que persisten en Oriente Medio. Por otro lado, en el 2004, el aumento de algunos impuestos indirectos y precios administrados previsto en algunos países de la zona del euro podría tener una incidencia

### Gráfico 16

#### Indicadores de costes laborales de la zona del euro (tasas de variación interanuales)



Fuente: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.



transitoria al alza sobre la inflación, por lo que la inflación medida por el IAPC podría no descender tan rápidamente o de una forma tan significativa como se esperaba. Sin embargo, a medio plazo, debería producirse una contención de las tasas de inflación, siempre que se mantenga la moderación salarial. Además, la anterior aprecia-

ción del euro debería seguir atenuando las presiones internas sobre los precios. Estas perspectivas concuerdan, en general, con las previsiones publicadas recientemente por fuentes oficiales y privadas (véase el recuadro 5 sobre los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre del 2003).

## Recuadro 5

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

Este recuadro presenta los resultados de la vigésima primera encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 28 de octubre de 2003. En esa encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, la actividad económica y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la encuesta EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otros indicadores disponibles de las expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales<sup>1</sup>.

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

Los encuestados revisaron ligeramente al alza sus expectativas respecto a la inflación medida por el IAPC en el 2003, situándolas en el 2%, frente al 1,9% en la anterior encuesta EPE III 2003 efectuada en julio. Considerando que la presente encuesta es la última del año, el grado de incertidumbre en torno al resultado final para el año 2003 sigue siendo inusitadamente elevado. En efecto, varios encuestados señalan la posibilidad de una evolución imprevista de los precios del petróleo, y expresan, asimismo, cierta preocupación ante la probable magnitud de las presiones al alza sobre los precios, derivadas del impacto retardado que el calor excepcional y la sequía que asolaron a la zona del euro el pasado verano podrían tener sobre los precios de los alimentos. Asimismo, la inflación medida por el IAPC prevista para el 2004 y el 2005 se revisó al alza, en 0,1 puntos porcentuales, en relación con la encuesta precedente, situándose ahora en el 1,6% y el 1,8%, respectivamente. El descenso esperado de la inflación medida por el IAPC en el 2004 se atribuye, en general, a una nueva apreciación gradual del euro y a la persistencia de un crecimiento económico relativamente moderado. Sin embargo, la adopción de una serie de medidas fiscales a comienzos del 2004 (como el aumento de los impuestos sobre la gasolina y el tabaco en Francia o la reforma del sistema sanitario en Alemania) podría suponer riesgos al alza para las previsiones. Como puede verse en el cuadro, en conjunto, la mayor parte de los resultados muestran una ligera tendencia al alza con respecto a las cifras que presentan en octubre del 2003 tanto *Consensus Economics* como el Barómetro de la Zona del Euro (2% para el 2003 y 1,5% para el 2004).

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

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

lidad agregadas relativas a la inflación media interanual medida por el IAPC prevista para el 2004 en las dos últimas encuestas. Aunque los valores permanecen concentrados en torno al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% atribuido a la inflación medida por el IAPC esperada en el 2004, se observa un claro desplazamiento hacia la derecha.

### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años vista) de los encuestados siguen situándose en el 1,9%, con lo que se han venido manteniendo en el mismo nivel en ocho encuestas EPE consecutivas. Esta previsión se corresponde, en general, con otros indicadores disponibles de expectativas de inflación a largo plazo. En octubre del 2003, el Barómetro de la Zona del Euro situaba la tasa media de inflación en el 1,9% para el año 2007, y *Consensus Economics* recogía una previsión del 1,8% para la tasa de inflación de la zona del euro en el período 2009-2013. Sin embargo, en los mercados financieros, las tasas de inflación implícita a diez años, obtenidas de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, se han elevado ligeramente

### Resultados de las encuestas EPE IV 2003, EPE III 2003 y *Consensus Economics*

(tasas de variación anuales, salvo indicación en contrario)

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

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al año 2008. Las previsiones de *Consensus Economics* se refieren al período 2009-2013 (datos publicados en la encuesta de *Consensus Economics* de octubre del 2003).

en los últimos meses (véase gráfico B). No obstante, cabe observar que estas tasas de inflación implícita no son una medida directa de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, puesto que su cálculo se ve afectado por varias primas de riesgo, incluidas las relativas a la incertidumbre de la inflación y a la liquidez, a las que podrían atribuirse los recientes aumentos<sup>2</sup>.

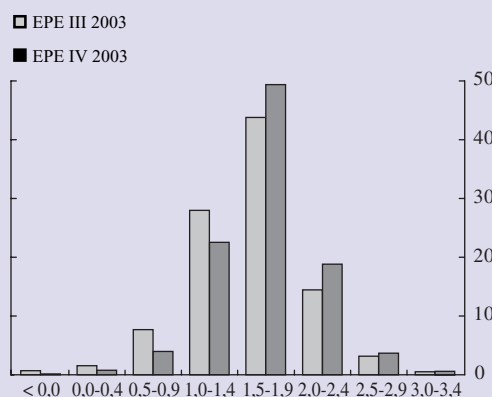
### Expectativas de crecimiento del PIB real y de desempleo de la zona del euro

Las perspectivas de crecimiento de la actividad económica se han revisado a la baja en las tres últimas encuestas EPE. En relación con la encuesta anterior, los participantes en la del cuarto trimestre revisaron a la baja, en 0,2 puntos porcentuales, sus expectati-

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

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

(en porcentaje)

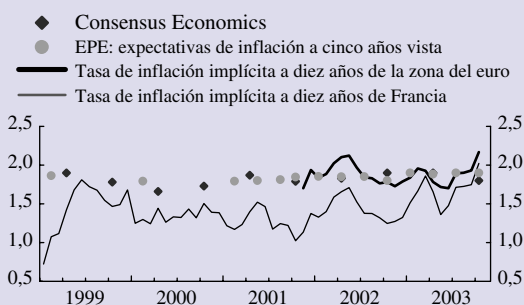


vas respecto al crecimiento del PIB real, situándolas en el 0,5% para el año 2003. Las previsiones para los años 2004 y 2005 no varían con respecto a la encuesta anterior y mantienen la tasa media de crecimiento del PIB en el 1,7% y el 2,3%, respectivamente. El repunte previsto de la actividad en el 2004 se basa, principalmente, en las expectativas de recuperación de la economía mundial y de descenso gradual de los precios del petróleo. Se espera que la demanda interna se quede ligeramente rezagada, en línea con las perspectivas de empleo. Estas previsiones son similares a las publicadas en octubre por *Consensus Economics* y el Barómetro de la Zona del Euro, que sitúan, en ambos casos, el crecimiento del PIB en el 0,5% en el 2003 y el 1,7% en el 2004. Por último, la tasa de crecimiento a largo plazo, a cinco años vista (es decir, en el 2008), permanece en el 2,4%, sin cambios en relación con las encuestas precedentes.

En comparación con la encuesta anterior, se produce una ligera revisión a la baja de la tasa de desempleo de la zona del euro, que se sitúa ahora en el 8,8% en el 2003. No se espera que la recuperación prevista en el 2004 sea lo suficientemente significativa como para potenciar una mejora del mercado de trabajo de la zona del euro, al menos hasta mediados de año. La situación debería ser más favorable en el 2005, año en el que se prevé que la tasa de desempleo descienda al 8,5%. Sin embargo, el optimismo de los encuestados en torno a la evolución a largo plazo parece depender de la aplicación de nuevas reformas del mercado de trabajo.

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

(tasas medias de variación anuales)



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

### 3 Producto, demanda y mercado de trabajo

#### Debilidad de la actividad económica en el primer semestre del 2003

La segunda estimación de Eurostat de las cuentas nacionales de la zona del euro para el segundo trimestre del 2003 confirmó la debilidad del crecimiento del PIB real en el primer semestre del 2003 (véase cuadro 4). Además, el crecimiento del PIB, en términos reales, durante el cuarto trimestre del 2002 se revisó a la baja (desde el 0,1%), resultando en un crecimiento nulo.

La composición del crecimiento del PIB real por el lado del gasto se ha revisado ligeramente en los últimos datos publicados. La aportación de la demanda interna al crecimiento fue positiva en el segundo trimestre del 2003, mientras que la demanda exterior neta tuvo un impacto negativo. Los últimos datos disponibles muestran que la contribución positiva de la demanda inte-

rior en dicho trimestre fue levemente superior a lo que se desprendía de la primera estimación, mientras que la contribución de la demanda exterior neta se revisó a la baja. Aunque las exportaciones experimentaron una contracción en el primer semestre del 2003, la reducción fue menos pronunciada en el segundo trimestre que en el primero.

El crecimiento fue distinto en el sector servicios que en el sector industrial durante el primer semestre del 2003. El sector servicios creció en el segundo trimestre del año, tras permanecer prácticamente estabilizado en el primer trimestre. Los últimos datos confirman que el crecimiento en el sector servicios se ha desacelerado en menor medida que en otros sectores, como consecuencia de su carácter cíclico. También constatan que el sector industrial se contrajo en el segundo trimestre del año, tras algunos indicios de recuperación en el primer trimestre.

#### Cuadro 4

##### Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro (tasas de variación, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

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

Fuentes: Eurostat, y cálculos del BCE.

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 interanuales: tasas de variación respecto al mismo periodo 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.

## Indicios de crecimiento en el sector industrial

Pese a la contracción registrada en agosto, es probable que el crecimiento de la producción industrial sea positivo en el tercer trimestre del 2003. De las últimas estimaciones se desprende que la producción industrial (excluida la construcción) cayó un 0,6%, en tasa intermensual, en agosto, tras el incremento del 1% observado en julio (véase cuadro 5). En términos de sus componentes sectoriales, la caída sufrida en agosto se debió, principalmente, al descenso en la producción de bienes de equipo y de consumo (especialmente, de consumo duradero). Estas ramas de actividad fueron las que experimentaron también en julio los mayores aumentos en la producción. En términos de medias móviles de tres meses, todos los componentes mostraron tasas de crecimiento positivas, salvo la producción de bienes de equipo, que siguió siendo negativa. La producción de energía se recuperó de manera particularmente intensa, y la de bienes de consumo también se intensificó.

El perfil específico del crecimiento de la producción en julio y agosto se debe, en parte, al efecto de las vacaciones en Alemania. Es, por lo tanto, más adecuado evaluar la última evolución sobre la base del crecimiento medio en los dos últimos meses. Ello supone una mejora subyacente en la actividad industrial durante el tercer trimestre.

En el período de tres meses comprendido entre junio y agosto del 2003, la producción industrial se estabilizó, frente al período de marzo a mayo.

Según la última encuesta de opinión de la Comisión Europea, la utilización de la capacidad productiva se incrementó en octubre con respecto a julio (véase cuadro 6). Las empresas han declarado que su actual capacidad productiva no se ha modificado, y los últimos datos sobre esta variable sugieren que, a partir de julio, se ha registrado un repunte de la producción industrial.

## Los datos de las encuestas para octubre del 2003 ponen de manifiesto la mejora de la situación económica

Los resultados de la encuesta de opinión de la Comisión Europea para octubre muestran una mejora continuada de la confianza industrial (véase cuadro 6). Esta evolución refleja una valoración más optimista de la actual cartera de pedidos, que se vio contrarrestada, en parte, por un ligero empeoramiento de las expectativas de producción. El aumento de la confianza industrial se produjo de forma generalizada en todas las ramas industriales. En general, estos resultados apuntan a una recuperación de la actividad en el segundo semestre del año.

### Cuadro 5

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

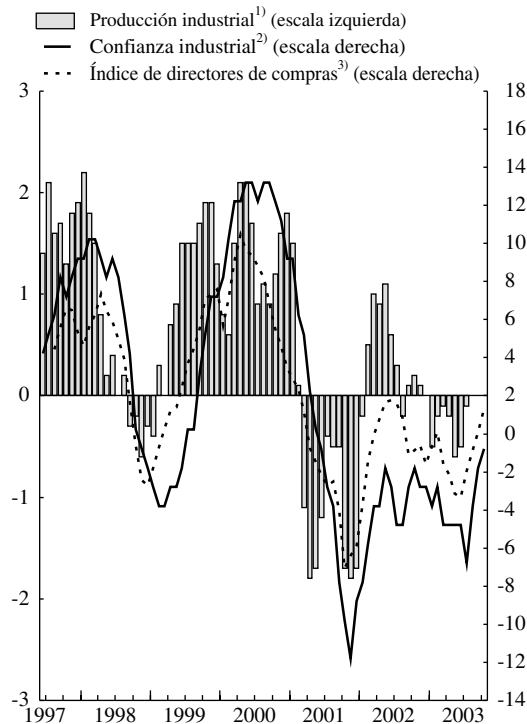
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 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.

El índice de directores de compras se elevó significativamente en octubre, señalando la mejora mensual más intensa de la actividad en las manufacturas desde julio del 2002 (véase gráfico 17). En consonancia con la confianza industrial, este índice sugiere que es probable que, en el tercer trimestre, se observe una estabilización general de la producción manufacturera tras la fuerte caída registrada en el segundo trimestre. El incremento del citado índice registrado en octubre se basó, entre otros factores, en una mejor valoración de las variaciones de producción y de los nuevos pedidos, hasta niveles no observados desde julio y mayo del 2002, respectivamente. Las encuestas de opinión del sector servicios también registraron fuertes mejoras en octubre, tras experimentar considerables aumentos a partir de julio. La mayoría de los componentes del índice de directores de compras para el sector servicios se han situado en niveles no observados desde finales del año 2000.

### Moderada evolución del consumo privado en el tercer trimestre del 2003

El volumen de ventas del comercio al por menor se redujo en agosto del 2003, tras aumentar algo en julio, lo que apunta a una evolución moderada del consumo privado (véase gráfico 18). El descenso que se registró en las ventas del comercio al por menor en agosto fue consecuencia de la

## Cuadro 6

### 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	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct
Índice de clima económico <sup>1)</sup>	2,5	-3,0	-1,5	-0,1	-0,5	-0,1	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,3	0,4	0,2
Indicador confianza consumidores <sup>2)</sup>	12	6	0	-3	-8	-8	-6	-9	-8	-7	-6	-6	-6
Indicador confianza industrial <sup>2)</sup>	12	-2	-4	-3	-4	-5	-4	-5	-5	-7	-4	-2	-1
Indicador confianza de la construcción <sup>2)</sup>	16	10	2	-1	1	0	-1	0	-1	1	-2	-2	0
Indicador confianza comercio al por menor <sup>2)</sup>	5	0	-9	-8	-10	-8	-6	-6	-7	-5	-7	-5	-3
Indicador confianza de los servicios <sup>2)</sup>	11	-4	-18	-23	-25	-21	-14	-21	-20	-16	-13	-12	-10
Indicador de clima empresarial <sup>3)</sup>	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2
Utiliz. de la capacidad productiva (%)	84,5	82,9	81,4	81,5	81,1	80,8	81,0	-	-	80,7	-	-	81,2

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

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

- 1) Tasas de variación respecto al período anterior.
- 2) Saldos netos; los datos se han calculado como desviaciones respecto a la media acumulada desde abril de 1995, para el indicador de confianza de los servicios; desde julio de 1986, para el indicador de confianza del comercio al por menor, y desde enero de 1985, para el resto de los indicadores de confianza.
- 3) Las unidades se definen en puntos de desviación típica.

## Cuadro 7

### Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; 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
Total	8,5	8,0	8,4	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Menores de 25 años <sup>1)</sup>	16,6	15,7	16,2	16,4	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8
De 25 o más años	7,4	7,0	7,4	7,6	7,7	7,8	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 períodos anteriores al 2001).

1) En el año 2002, esta categoría representaba un 22,2% del desempleo total.

disminución observada en las ventas de los productos no alimenticios, mientras que las ventas de los productos alimenticios crecieron.

Otros indicadores del gasto de los hogares para septiembre y octubre, como las matriculaciones de automóviles y la confianza de los consumidores y del comercio al por menor, también ofrecen señales menos claras. Por una parte, las matriculaciones de automóviles se elevaron considerablemente en septiembre, un 1,9% en tasa intermensual (véase gráfico 18). Por otra, la confianza de los consumidores no experimentó modificaciones en octubre por segundo mes consecutivo. Mientras que las expectativas de creación de empleo mejoraron, las expectativas de ahorro y las relativas a la situación económica general empeoraron ligeramente. Los planes de realizar grandes compras tanto en la actualidad como en el futuro, que no están incluidos en el indicador general de confianza, se mantuvieron prácticamente sin cambios en octubre.

La confianza del comercio al por menor volvió a mejorar en octubre, tanto por la valoración más favorable de la situación actual y futura como por la disminución de las existencias. Por el contrario, los pedidos realizados a los proveedores y las expectativas de creación de empleo empeoraron en octubre.

#### Las condiciones del mercado de trabajo no experimentan variación

La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo en el 8,8% en septiembre del 2003 (véase gráfico 19). Esta tasa alcanzó este nivel en marzo de 2003 y ha permanecido prácticamente sin cambios desde entonces (véase cuadro 7). El número

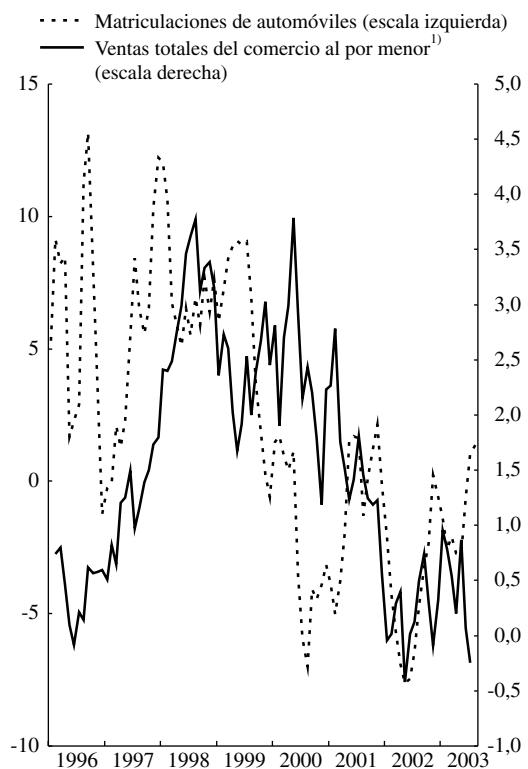
de parados aumentó en 23.000 en septiembre, cifra superior a los incrementos observados en los cuatro meses anteriores. Sin embargo, los aumentos mensuales del desempleo son menores que los registrados antes de mayo del 2003.

En conjunto, el crecimiento del empleo siguió siendo moderado en el primer semestre del

## 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 AEFA (Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles, Bruselas).

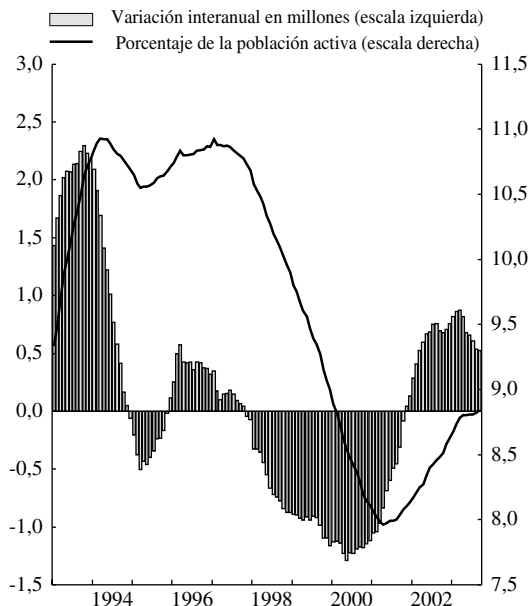
Nota: Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001).

1) Calculadas utilizando datos desestacionalizados.

## 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).

2003 (véase cuadro 8). En tasa intertrimestral, el crecimiento del empleo para el total de la economía siguió siendo nulo en el segundo trimestre del 2003, al igual que en los tres trimestres anteriores. Las últimas cifras muestran que el empleo ha crecido en los servicios y en la construcción durante el segundo trimestre del 2003, mientras que su crecimiento continuó siendo negativo en la industria.

Las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea sugieren que no es probable que las condiciones del mercado de trabajo mejoren en lo que resta del 2003. Si bien hay indicios de mejora en la construcción y en la industria, las expectativas de creación de empleo en los servicios se mantuvieron sin cambios en octubre y disminuyeron en el sector del comercio al por menor. Este panorama se ve confirmado también por los datos del índice de directores de compras relativos al mercado de trabajo. El índice de directores de compras para el empleo aumentó en octubre, pero se mantuvo muy por debajo de 50, lo que indica que no es de esperar que, en el futuro próximo, la evolución del empleo en las manufacturas sea positiva. No obstante, el nivel del índice de empleo fue el más elevado desde julio del 2002.

### Indicios crecientes de mejora de la actividad económica

El crecimiento del PIB real fue débil en el primer semestre del año, pero los indicios de que se va a producir un repunte en el segundo semestre son crecientes. Los datos de producción hasta agosto sugieren un crecimiento positivo en el tercer trimestre. Los datos hasta octubre procedentes de las encuestas de opinión apuntan a una

## Cuadro 8

### Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2003	2002	2002	2002	2003	2003
				II	III	IV	I	II	II	III	IV	I	II
	Tasas intertrimestrales <sup>1)</sup>												
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	-1,5	-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	-1,0	-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 periodos anteriores al 2001). Para más detalles acerca de los datos, véase la sección «Estadísticas de la zona del euro».

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



mejora de la confianza y a un incremento de la capacidad productiva. Los datos que se publicarán próximamente sobre la producción y la demanda de la zona del euro deberían confirmar esta imagen, que también es acorde con las últimas previsiones realizadas por instituciones públicas y privadas (véase recuadro 5 sobre los

resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre del 2003). Tomados en conjunto, estos indicios corroboran aún más el escenario de mejora gradual de la actividad económica este año, así como su generalización e intensificación a lo largo del 2004.

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

### El euro se debilitó ligeramente en octubre y a comienzos de noviembre

Las fluctuaciones observadas en los mercados de divisas durante el mes de octubre se mantuvieron relativamente contenidas, tras los movimientos, algo más pronunciados, registrados en septiembre. Aunque el euro fluctuó dentro de intervalos bastante estrechos frente a la mayoría de las principales monedas, así como en términos efectivos nominales, la moneda europea cotizaba a comienzos de noviembre levemente por debajo del nivel observado a finales de septiembre. En un entorno de continua preocupación acerca de la existencia de desequilibrios externos de ámbito mundial, los analistas del mercado centraron su atención en informaciones económicas consideradas como indicativas de la sostenibilidad de la recuperación económica internacional y de sus potenciales consecuencias sobre los tipos de interés en diferentes países.

Después de la sustancial apreciación registrada frente al dólar de Estados Unidos durante el mes de septiembre, el euro se mantuvo, prácticamente, estable en octubre, para debilitarse ligeramente a comienzos de noviembre, en el contexto de una recuperación más generalizada de la divisa estadounidense (véase gráfico 20). La estabilización del dólar se debió, principalmente, a un fortalecimiento de las expectativas de crecimiento económico en Estados Unidos. En concreto, los datos publicados en octubre parecían reflejar la pujanza de la actividad económica subyacente en ese país, como puso de manifiesto una estimación preliminar del crecimiento del PIB real correspondiente al tercer trimestre del 2003 por encima de lo esperado. No obstante, aún persiste cierta incertidumbre en torno a los déficit presupuestario y por cuenta corriente que regis-

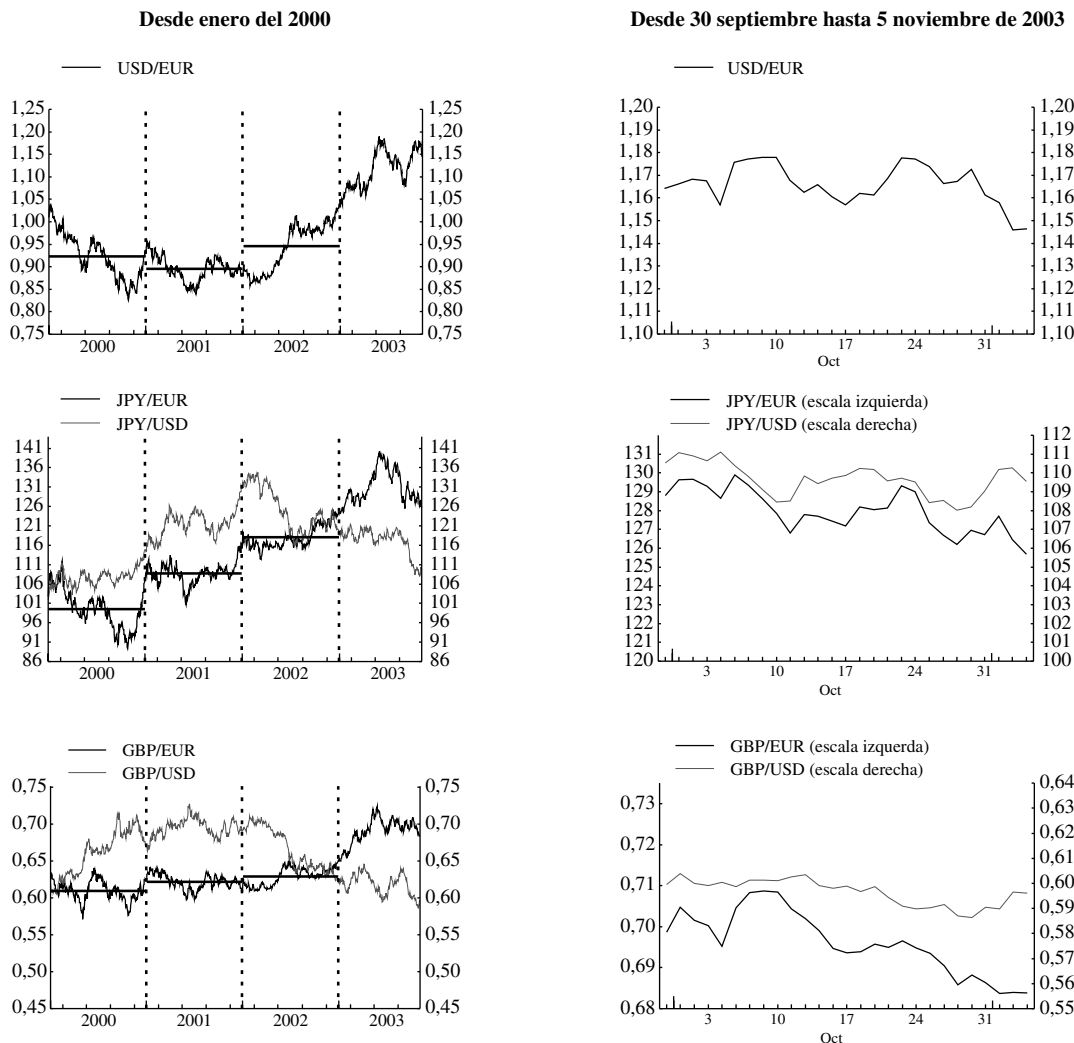
tra Estados Unidos. La decisión, adoptada en su reunión del 28 de octubre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, de mantener sin cambios los tipos de interés y de no modificar su valoración precedente, en el sentido de que los riesgos de inflación presentan una tendencia a la baja, era muy esperada y no produjo ningún efecto significativo en los mercados de divisas. El 5 de noviembre, el euro cotizaba a 1,15 dólares, esto es, un 1,5% por debajo del nivel observado a finales de septiembre y un 21,3% por encima de la media del año 2002.

El yen japonés se apreció frente al euro a comienzos de octubre, como resultado de las persistentes y generalizadas presiones al alza a las que se vio sometida la moneda nipona desde finales de septiembre (véase gráfico 20). Más tarde, en el mismo mes, el yen se estabilizó, en líneas generales, frente al euro y al resto de las principales monedas, básicamente en respuesta a informaciones económicas que apuntaban a una probable moderación de la tasa de crecimiento de la economía japonesa, en comparación con el elevado ritmo de crecimiento registrado durante el primer semestre del 2003. El 10 de octubre el Banco de Japón decidió elevar hasta 32 billones de yenes el límite superior de su banda de objetivos para el saldo vivo de las cuentas corrientes. Los mercados consideraron que esta decisión contribuía también a la estabilización del yen, al interpretar que estaba en consonancia con las políticas de tipo de cambio previamente adoptadas por las autoridades japonesas. Sin embargo, hacia finales de octubre y a comienzos de noviembre, el yen se apreció de nuevo frente al euro, aunque se debilitó frente al dólar de Estados Unidos. El 5 de noviembre, el euro cotizaba a 125,7 yenes, un 2,4% por debajo del nivel ob-

## 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.

servado a finales de septiembre, pero un 6,5% por encima de la media del año 2002.

Tras registrar ciertas fluctuaciones durante la primera mitad de octubre, la moneda británica experimentó en la segunda mitad del mes una apreciación bastante generalizada (véase gráfico 20). Las expectativas de una subida del tipo de interés a corto plazo en el Reino Unido impulsaron la cotización de la libra esterlina, a raíz de la publicación, el 22 de octubre, del acta de la reunión del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra celebrada en fechas precedentes, acta que revelaba que el resultado de la votación, en el sentido de mantener sin cambios los tipos de interés, había sido mucho más igualado

de lo previsto. Este anuncio también dio lugar a que la divisa británica alcanzase, de forma transitoria, su máximo de los últimos cinco años frente al dólar estadounidense. Hacia finales del período analizado, la libra esterlina se vio de nuevo impulsada por informaciones que señalaban un crecimiento económico relativamente sostenido en el Reino Unido y de unas ventas al por menor durante el mes de septiembre por encima de lo esperado. El 5 de noviembre, el euro cotizaba a 0,68 libras esterlinas, un 2,1% por debajo del nivel observado a finales de septiembre, pero todavía un 8,7% por encima de la media del año 2002.

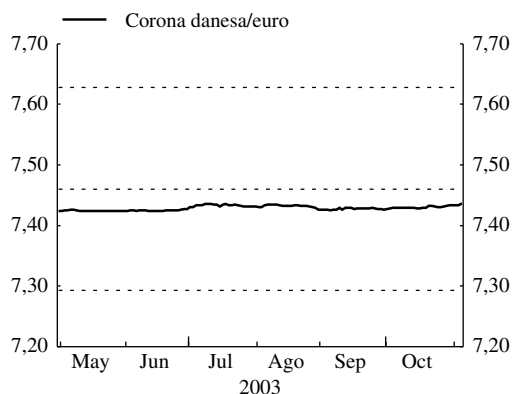
Dentro del MTC II, la corona danesa continuó fluctuando dentro de un estrecho intervalo

próximo a su paridad central frente al euro (véase gráfico 21). Por lo que se refiere a otras divisas europeas, la corona sueca consolidó parcialmente en octubre sus ganancias previas, tras haberse apreciado de forma acusada en septiembre, de modo que el 5 de noviembre cotizaba ligeramente por encima de su nivel medio frente al euro del año 2002. Durante el período de referencia, la moneda única se apreció levemente frente al franco suizo y se mantuvo, en general, estable frente a la corona noruega. El 5 de noviembre, el euro se situaba un 6,7% y un 9,8%, respectivamente, por encima de su tipo de cambio medio frente a esas dos monedas en el año 2002.

Con respecto a las otras divisas incluidas en el grupo reducido de los principales socios comerciales de la zona del euro, la moneda europea se apreció ligeramente frente al won coreano durante el período considerado, al tiempo que se depreciaba de una forma significativa frente al dólar canadiense y al dólar australiano. Las divisas australiana y canadiense se vieron impulsadas, en gran medida, por el continuo aumento de los precios de las materias primas observado en octubre, dada la relación estrecha y tradicional de ambas monedas con dichos precios. El afianzamiento de las expectativas existentes en el mercado sobre una política monetaria más restrictiva en Australia, que acabó materializándose a comienzos de noviembre, también contribuyó a la apreciación del dólar australiano.

### Gráfico 21 Evolución de los tipos de cambio en el Mecanismo de Tipos de Cambio II

(datos diarios)



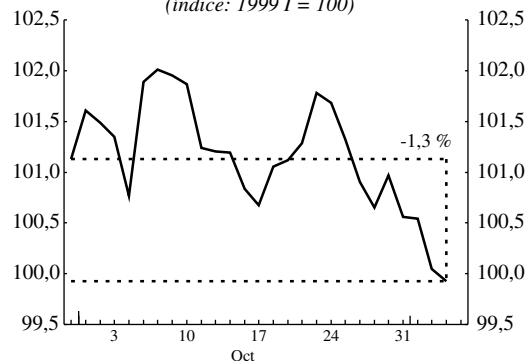
Fuente: BCE.

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

### Gráfico 22 El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes 1)

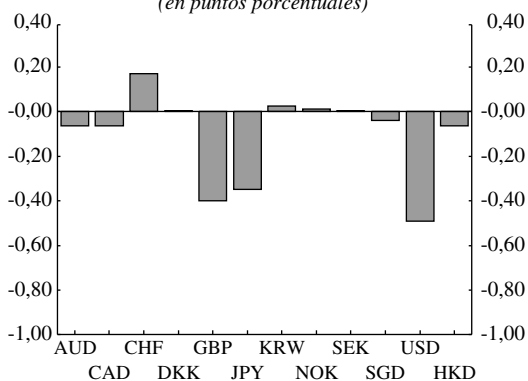
(datos diarios)

Desde el 30 de septiembre hasta el 5 de noviembre de 2003  
(índice: 1999 I = 100)



### Contribución a las variaciones de TCE 2)

(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del tipo de cambio efectivo frente a las monedas de 12 socios comerciales.

2) Las variaciones se calculan aplicando las ponderaciones del comercio exterior frente a los 12 socios comerciales más importantes.

A tenor de esta evolución, el 5 de noviembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las divisas de los doce principales socios comerciales de la zona del euro, se situaba un 1,3% por debajo de la cotización registrada a finales de septiembre, si bien se mantenía un 11,1% por encima de su nivel medio del año 2002 (véase gráfico 22). En el recuadro 6 se analiza también la evolución del tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense.

### La balanza por cuenta corriente desestacionalizada registró un superávit en agosto del 2003

La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro presentó en agosto del

## Recuadro 6

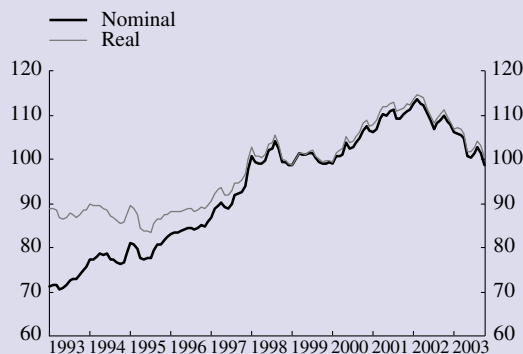
### Evolución del tipo de cambio efectivo nominal del dólar de Estados Unidos: una perspectiva regional

Con arreglo a la medida elaborada por el BCE del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del dólar de Estados Unidos frente a las monedas de 38 socios comerciales, la divisa estadounidense registró en octubre del 2003 una depreciación en torno al 10%, en comparación con su nivel medio del año 2002, invirtiendo así parcialmente la intensa apreciación nominal (y real) que había experimentado durante los diez años precedentes (véase gráfico A)<sup>1</sup>. La magnitud de este descenso es ligeramente superior a la caída del 8,3% observada durante ese mismo periodo en el índice amplio del dólar estadounidense computado por la Reserva Federal, que utiliza una metodología ligeramente distinta y un conjunto diferente de socios comerciales.

No obstante, el descenso del TCEN del dólar de Estados Unidos durante el mencionado período no ha mostrado una distribución uniforme. La depreciación registrada en octubre del 2003 por la divisa estadounidense con respecto a su media del año 2002 fue especialmente acusada frente al euro, al dólar canadiense y al grupo de «otros países» (véase la «variación absoluta» en el gráfico B). Este grupo incluye diversas monedas europeas cuyas fluctuaciones muestran tradicionalmente una gran correlación con los movimientos del euro, el dólar australiano, el dólar neozelandés y el rand sudafricano. Durante el período de referencia, el dólar de Estados Unidos también se debilitó, si bien de forma más moderada, frente al yen japonés y a la libra esterlina. Por el contrario, las monedas de los países de Asia, excluido Japón, que consideradas en su conjunto representan la ponderación más elevada dentro del índice amplio de TCEN del dólar estadounidense elaborado por el BCE, permanecieron bastante estables frente a la divisa de Estados Unidos, como reflejo, principalmente, de la fijación formal o informal del tipo de cambio de varias monedas de Asia, excluido Japón, con respecto al dólar estadounidense. La depreciación que, en su conjunto, ha experimentado la divisa estadounidense se vio compensada, en parte, por su fortalecimiento frente al peso mexicano, el cual ha tenido un efecto significativo sobre el TCEN del dólar de Estados Unidos por la relevancia de México como socio comercial.

#### Gráfico A: TCE del dólar estadounidense frente al grupo amplio de socios comerciales

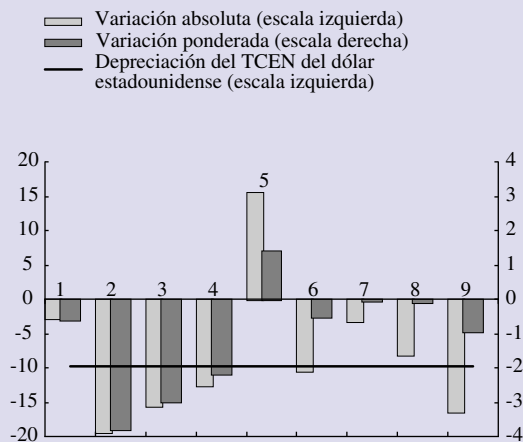
(índice: 1999 I = 100)



Fuente: BCE.

#### Gráfico B: Variación del valor exterior del dólar estadounidense frente a algunos países o regiones

(en porcentaje, octubre del 2003 frente a la media del 2002)



- 1 Asia, excluido Japón (21,3)<sup>1)</sup> 6 Reino Unido (5)  
 2 Zona del euro (19,5) 7 América Latina (1,8)  
 3 Canadá (19,2) 8 Europa Central y Oriental (1,2)  
 4 Japón (17,2) 9 Otros socios comerciales (5,8)  
 5 México (9)

Fuente: BCE.

1) Las cifras entre paréntesis se refieren a la ponderación del comercio exterior (en porcentaje) de los países o regiones incluidos en el índice TCEN.

<sup>1</sup> El TCEN del dólar estadounidense se basa en una matriz comercial consistente, que se ha utilizado en el cálculo del TCEN del euro. Una descripción detallada de la metodología se presenta en L. Buldorini, S. Makrydakis y C. Thimann (febrero 2002), «The effective exchange rates of the euro», ECB Occasional Paper No. 2. Este trabajo proporciona también un detalle por regiones del grupo amplio de 38 socios comerciales.

Dadas las ponderaciones utilizadas en el cálculo del TCEN del dólar de Estados Unidos y, por tanto, dada la importancia de los países o regiones como competidores de la economía estadounidense, el euro y el dólar canadiense han sido las divisas que han contribuido en mayor medida a la depreciación del dólar estadounidense en términos efectivos nominales (véase la «variación ponderada» en el gráfico B). La apreciación del euro representa, por sí sola, casi cuatro puntos porcentuales de la caída de cerca del 10% que ha experimentado el TCEN del dólar estadounidense, mientras que las monedas de Asia, excluido Japón, que tienen un mayor peso que el euro en el índice de TCEN del dólar de Estados Unidos, representan en torno a medio punto porcentual de la disminución del TCEN de la divisa estadounidense.

Aunque el euro es responsable de la mayor parte del descenso del TCEN del dólar estadounidense, la fuerte apreciación de la moneda europea durante el período 2002/2003 debe contemplarse en el contexto de la intensa depreciación sufrida en el período 1999/2000. Según se explicó en un reciente análisis de la evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes, la apreciación del euro en el período 2002/2003 podría interpretarse en buena medida como un retorno bastante suave y ordenado a niveles básicamente en consonancia con los promedios históricos<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes» en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2003.

2003 un superávit de 2,8 mm de euros. Esta cifra fue el resultado de los superávits observados en las balanzas de bienes y de servicios, que se vieron compensados, en parte, por los déficits registrados en las balanzas de rentas y de transferencias corrientes (véase cuadro 9).

En comparación con los datos revisados de julio del 2003, el superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada aumentó en agosto en 1,5 mm de euros (véase cuadro 9), como resultado, básicamente, de la reducción del déficit

de la balanza de rentas (por importe de 1,9 mm de euros).

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente continuó disminuyendo hasta alcanzar una cifra de 36,1 mm de euros en agosto del 2003, es decir, 12,2 mm de euros menos que un año antes (véase gráfico 23). Un menor superávit de la balanza comercial y un mayor déficit de la balanza de rentas fueron los dos factores que han dado lugar a esta tendencia.

**Cuadro 9**  
**Balanza por cuenta corriente de la zona del euro**  
(mm de euros; datos desestacionalizados)

	2003						Acumulado de 12 meses: período que finalizó en	
	Mar	Abr	May	Jul	Jul	Ago	2002 Ago	2003 Ago
<b>Cuenta corriente</b>	0,4	-0,6	2,7	0,4	1,3	2,8	48,3	36,1
Bienes	5,6	10,1	9,0	7,8	10,6	10,2	121,9	113,7
Exportaciones	83,2	87,4	85,5	82,2	86,0	86,6	1045,6	1038,3
Importaciones	77,7	77,3	76,5	74,4	75,4	76,4	923,7	924,7
Servicios	1,9	0,8	0,3	0,9	1,1	1,2	4,5	17,2
Exportaciones	27,5	26,4	25,8	26,0	26,3	26,0	328,5	326,2
Importaciones	25,6	25,6	25,4	25,1	25,2	24,9	324,0	309,0
Rentas	-3,2	-6,4	-1,9	-3,5	-4,7	-2,8	-28,2	-41,4
Transferencias corrientes	-3,7	-5,1	-4,8	-4,7	-5,7	-5,7	-49,9	-53,3

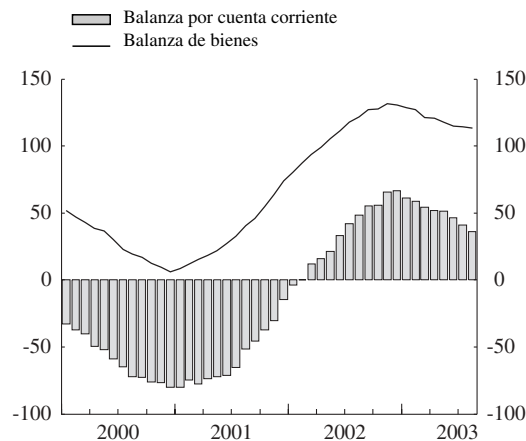
Fuente: BCE.

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.

La disminución del superávit de la balanza comercial ha obedecido, fundamentalmente, a una ligera reducción de las exportaciones en términos nominales, mientras que las importaciones en términos nominales apenas han experimentado cambios.

Los gráficos 24 y 25 muestran que el descenso de las exportaciones en términos nominales fuera de la zona del euro ha venido asociado a una caída tanto de los precios de exportación como de las exportaciones en términos reales (datos disponibles hasta julio del 2003). Estas dos caídas han estado, en parte, relacionadas con los efectos retardados de la apreciación del euro observada desde el segundo trimestre del 2002, mientras que las exportaciones en términos reales también reflejaron el estancamiento de la demanda externa registrado durante el mismo período.

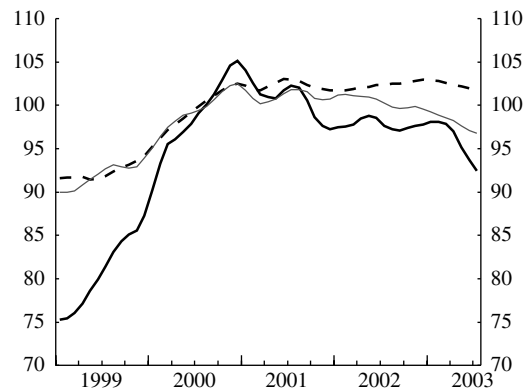
La estabilidad relativa de las importaciones en términos nominales procedentes de fuera de la zona del euro ha sido consecuencia de unas fluctuaciones de las importaciones en términos reales y de los precios de importación que han tendido a compensarse entre sí. La apreciación del euro redujo los precios de importación y esta reducción, particularmente acusada en los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo, cotizadas principalmente en dólares de Estados Unidos, fue reflejo de la fuer-

### Gráfico 24

#### Índices de valor unitario del comercio dentro y fuera de la zona del euro <sup>1)</sup>

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

- - Importaciones dentro de la zona del euro
- Importaciones de fuera de la zona del euro
- Exportaciones fuera de la zona del euro



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Las últimas observaciones corresponden a julio del 2003.

te apreciación del euro frente a la divisa estadounidense registrada durante citado período. Por su parte, la apreciación del euro estimuló las importaciones en términos reales, que comenzaron a aumentar en el año 2003, a pesar de la debilidad de la demanda interna de la zona del euro.

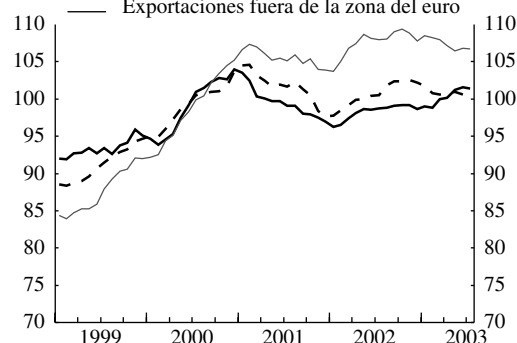
Los datos relativos al segundo trimestre del 2003 muestran que los precios de las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro cayeron en mayor medida que los precios de las importaciones realizadas en el interior de la citada

### Gráfico 25

#### Comercio dentro y fuera de la zona del euro en términos reales <sup>1)</sup>

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

- - Exportaciones dentro de la zona del euro
- Importaciones de fuera de la zona del euro
- Exportaciones fuera de la zona del euro



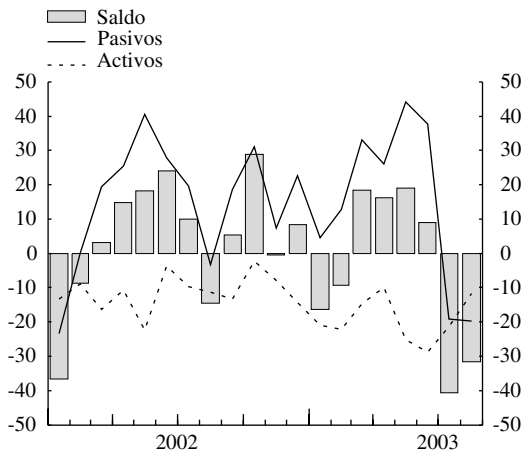
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a julio del 2003.

## Gráfico 26

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

(mm de euros; datos mensuales)



Fuente: BCE.

zona, debido a que estos últimos no se ven directamente afectados por la apreciación del euro (véase gráfico 24). Asimismo, el gráfico 25 muestra que el impacto retardado de la apreciación de la moneda europea parece haber estimulado un cierto efecto sustitución en favor de las exportaciones en términos reales procedentes de fuera de la zona del euro y en detrimento de las realizadas en el interior de la zona.

### Sustanciales salidas netas de inversiones de cartera en agosto del 2003

Siguiendo una pauta similar a la observada en el mes precedente, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro arrojó unas salidas netas de 39,6 mm de euros en agosto del 2003, como resultado, básicamente, de las salidas netas de inversiones de cartera (véase cuadro 10). La cuenta de inversiones directas registró unas modestas salidas netas de 1,7 mm de euros.

Las salidas netas de valores distintos de acciones volvieron a determinar, en gran medida, la evolución de las inversiones de cartera en agosto del 2003. En concreto, los inversores extranjeros, que habían sido compradores netos de valores distintos de acciones de la zona del euro durante la mayor parte del primer semestre del 2003, pasaron a ser vendedores netos en los meses de

julio y agosto (véase gráfico 26). Además, en agosto los residentes en la zona del euro continuaron siendo compradores netos en el exterior de valores distintos de acciones, si bien a menor escala que en los tres meses anteriores. La posible reestructuración de carteras en relación con las considerables adquisiciones anteriores de valores distintos de acciones de la zona del euro por los inversores extranjeros, junto con las ininterrumpidas compras en el exterior de valores distintos de acciones por parte de los residentes en la zona del euro, podrían haber estado vinculadas a consideraciones de rendimiento de los activos, así como a las expectativas existentes en el mercado acerca de las perspectivas de crecimiento relativo.

Las inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones registraron, asimismo, en agosto algunas salidas netas, ya que los inversores extranjeros liquidaron parte de su cartera de activos de la zona del euro. Esta evolución podría haber estado relacionada con un fuerte interés en los mercados internacionales por adquirir valores de renta variable japonesa durante el verano, tras la publicación de datos indicativos de una mejora de las perspectivas económicas en ese país.

En conjunto, a lo largo del período de doce meses hasta agosto del 2003, las entradas netas acumuladas en el agregado de inversiones directas y de cartera disminuyeron hasta 25,7 mm de euros, frente a los 77,3 mm de euros contabilizados durante el año anterior. Esta evolución obedeció fundamentalmente al notable descenso de las entradas netas de inversiones de cartera. A su vez, dicho descenso se debió, principalmente, a unas compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes considerablemente menores, que sólo se vieron compensadas parcialmente por unas adquisiciones netas más reducidas de acciones y participaciones en el extranjero por parte de los residentes en la zona del euro (véase cuadro 10). Además, las sustanciales salidas netas de valores distintos de acciones que tuvieron lugar durante julio y agosto del 2003 también contribuyeron a la reducción de las entradas netas acumuladas en el agregado de inversiones directas y de cartera.

**Cuadro 10****Balanza de pagos de la zona del euro***(mm de euros; datos sin desestacionalizar)*

							Acumulado de 12 meses: período que finalizó en	
	2003 Mar	2003 Abr	2003 May	2003 Jun	2003 Jul	2003 Ago	2002 Ago	2003 Ago
<b>Cuenta corriente</b>	4,3	-10,0	-0,1	3,1	2,0	5,0	47,3	33,9
Bienes	6,5	6,9	7,6	10,5	15,3	10,6	121,5	113,0
Servicios	1,7	0,4	1,3	2,5	2,8	1,0	4,8	16,7
Rentas	-0,8	-10,9	-3,6	-2,8	-10,1	-1,0	-29,7	-43,0
Transferencias corrientes	-3,1	-6,5	-5,5	-7,2	-6,1	-5,7	-49,3	-52,8
<b>Cuenta de capital</b>	0,8	0,1	0,2	1,5	0,8	1,7	5,9	9,7
<b>Cuenta financiera</b>	6,7	16,1	-33,4	-24,0	-6,1	3,3	-90,9	-124,2
Inversiones directas	-1,5	-18,4	0,7	23,1	-3,2	-1,7	-24,2	-12,8
En el exterior	-14,7	-24,4	-15,6	9,9	-7,6	-5,8	-227,4	-138,9
En la zona del euro	13,1	6,0	16,3	13,2	4,4	4,1	203,2	126,1
Inversiones de cartera	14,2	25,1	1,1	16,0	-35,6	-37,9	101,5	38,4
Acciones y participaciones	-4,1	9,0	-17,8	7,0	5,0	-6,3	103,5	31,6
Activos	7,7	-7,1	-10,4	-14,8	-8,1	-0,3	-58,3	-24,7
Pasivos	-11,8	16,0	-7,4	21,8	13,1	-6,0	161,8	56,4
Valores distintos de acciones	18,3	16,1	19,0	8,9	-40,6	-31,5	-2,0	6,8
Activos	-14,8	-9,9	-25,2	-28,8	-21,4	-11,7	-157,3	-192,8
Pasivos	33,1	26,1	44,2	37,8	-19,2	-19,8	155,3	199,6
Pro memoria:								
Total inversiones directas y de cartera (neto)	12,7	6,7	1,8	39,1	-38,9	-39,6	77,3	25,7
Derivados financieros	-0,9	-4,7	1,4	0,5	-2,7	-2,3	-14,0	-12,2
Otras inversiones	-10,1	13,3	-37,0	-64,4	33,8	44,8	-158,6	-148,4
Activos de reserva	5,0	0,8	0,4	0,9	1,6	0,3	4,5	10,7
<b>Errores y omisiones</b>	-11,8	-6,2	33,3	19,4	3,4	-10,0	37,7	80,5

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.





# Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro

*El seguimiento atento de la evolución de la deuda de los sectores privados no financieros de la zona del euro es una de las áreas del análisis económico y monetario que lleva al cabo el BCE. La evolución del endeudamiento refleja la situación y la conducta del sector privado, especialmente de los hogares y de las sociedades no financieras, en lo que respecta a su financiación. Dicho endeudamiento es, a su vez, un elemento relevante en la evolución de las variables económicas reales, tales como el crecimiento del PIB real, la inversión y el consumo. Las pautas observadas en los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) —el componente más importante del endeudamiento— contribuyen a una mejor comprensión de la evolución monetaria y, por ende, facilitan la evaluación de su contenido informativo con respecto a las tendencias inflacionistas a medio plazo. En este contexto, el presente artículo examina las pautas básicas que han caracterizado al endeudamiento en los últimos años y analiza la relación existente entre el endeudamiento y sus principales determinantes.*

*Es habitual que la evolución del endeudamiento presente una relación positiva con la actividad económica real, así como una relación negativa con los costes de dicho endeudamiento (es decir, con los tipos de interés). En ocasiones, otros factores —como un importante volumen de operaciones de fusión y adquisición o unas fuertes fluctuaciones de los precios de los inmuebles— pueden asimismo tener efectos significativos sobre la evolución de la deuda. De hecho, estos factores influyeron sobre el intenso crecimiento del endeudamiento de los sectores privados no financieros observado durante la segunda mitad de la década de los noventa. A partir del año 2001, el crecimiento del endeudamiento se ha reducido de manera significativa, básicamente como resultado de la desaceleración económica y de un menor número de operaciones de fusión y adquisición. No obstante, las cifras de endeudamiento han mantenido su vigor durante el reciente período de debilidad de la actividad económica, probablemente en conexión con un ajuste, aún en curso, de los prestatarios a los menores niveles de tipos de interés existentes en algunos países, en comparación con los observados a comienzos de la década de los noventa.*

## I Introducción

Este artículo analiza el endeudamiento del sector privado de la zona del euro, prestando una especial atención a su evolución en los sectores de hogares y de sociedades no financieras. El endeudamiento se define en el presente artículo como la suma de la financiación obtenida mediante préstamos (concedidos por las IFM y las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro), la emisión de valores distintos de acciones y las reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras. Se excluyen otros canales de endeudamiento, tales como el crédito comercial y otros anticipos o préstamos concedidos por IFM no residentes, sociedades no financieras o Administraciones Públicas. Al contrario que la financiación total, el endeudamiento excluye la emisión de acciones y otras participaciones.

Los préstamos otorgados por las IFM representan una parte fundamental del endeudamiento. Los préstamos de las IFM al sector privado distinto de las IFM incluyen no sólo los préstamos concedidos por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras, sino también los préstamos otorgados por las IFM a las instituciones fi-

nancieras no monetarias (es decir, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros). Además, los préstamos de las IFM al sector privado de la zona del euro constituyen la principal contrapartida de M3. En consecuencia, el análisis de la evolución de estos préstamos contribuye a esclarecer los factores que subyacen en la dinámica monetaria y, por tanto, a conocer mejor las posibles implicaciones de esta última con respecto a las presiones inflacionistas en el futuro<sup>1</sup>.

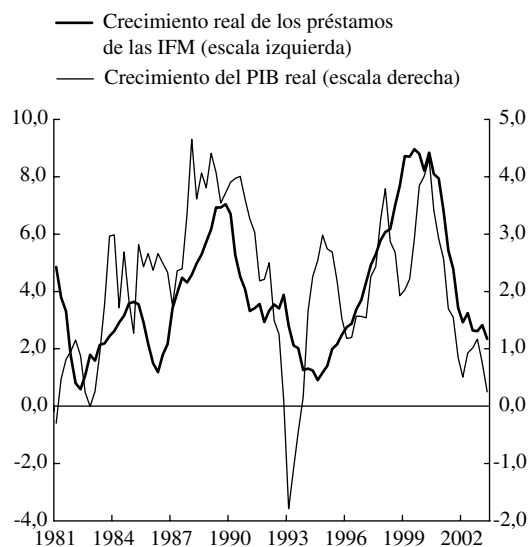
En el presente artículo se examinan las tendencias básicas observadas en el endeudamiento de los sectores privados no financieros de la zona del euro. Tras un breve análisis de las principales pautas que caracterizan a los préstamos otorgados por las IFM al sector privado (sección 2), el artículo se centra en las tendencias del endeudamiento de los hogares (sección 3) y de las sociedades no financieras (sección 4) de la zona del euro. En la sección 5 se aportan las conclusiones.

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario» en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2001.

## 2 Principales tendencias de los préstamos de las IFM al sector privado

El crecimiento interanual medio de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado, medido en términos reales (deflactado mediante el deflactor del PIB), fue del 3,9% durante el período comprendido entre comienzos de la década de los ochenta y el año 2003. Normalmente, los determinantes fundamentales del crecimiento real de los préstamos de las IFM son la actividad económica real y los costes financieros de los préstamos<sup>2</sup>. Como variables que aproximen estos determinantes pueden utilizarse el crecimiento del PIB real y una medida del tipo de interés sintético real de los préstamos otorgados por las IFM (es decir, el tipo de interés sintético nominal de los préstamos menos la inflación, medida por las tasas de variación interanuales del deflactor del PIB)<sup>3</sup>. Como ilustra el gráfico 1, la evolución de los préstamos al sector privado distinto de las IFM de la zona del euro y la evolución del PIB real han mostrado una correlación positiva en los últimos 22 años. En este contexto, cabe destacar que la tasa de crecimiento interanual media, en términos reales, de los préstamos durante el citado período ha sido superior a la del PIB real. Esta diferencia puede venir expli-

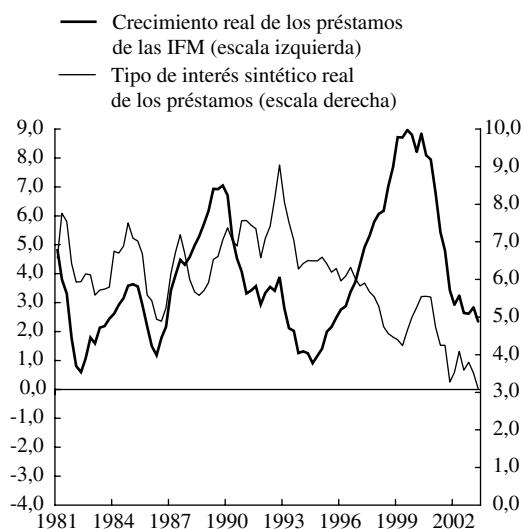
**Gráfico 1**  
**Crecimiento real de los préstamos de las IFM y crecimiento del PIB real**  
(tasas de variación interanuales)



Fuentes: BCE, Eurostat.

Nota: El crecimiento real de los préstamos se deflacta mediante el deflactor del PIB.

**Gráfico 2**  
**Crecimiento real de los préstamos de las IFM y tipo de interés sintético real de los préstamos**  
(tasas de variación interanuales: en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE, Eurostat.

Nota: El crecimiento real de los préstamos y el tipo de interés real de los préstamos se deflactan mediante el deflactor del PIB.

cada por el hecho de que los fondos tomados en préstamo en la zona del euro han sido utilizados también para la realización de operaciones fuera de la zona y de transacciones no incluidas en el PIB (tales como operaciones financieras o compras de inmuebles preexistentes en mercados secundarios). Conforme se explica con un mayor grado de detalle en el recuadro, el crecimiento real de los préstamos en la zona del euro durante los últimos 22 años tendió a evolucionar, en promedio, con un retardo de tres trimestres con respecto al crecimiento del PIB real.

El gráfico 2 presenta la evolución a largo plazo del crecimiento interanual, en términos reales, de los préstamos de las IFM al sector privado y del tipo de interés sintético real de esos presta-

2 Véase, por ejemplo, Calza, Manrique y Sousa (2003), «Aggregate loans to the euro area private sector», BCE, Documento de Trabajo núm. 202.

3 El tipo de interés sintético de los préstamos utilizado es un indicador del coste de los préstamos concedidos en la zona del euro, obtenido mediante una media ponderada de los tipos de interés de las diferentes categorías de préstamos al por menor (las ponderaciones vienen dadas por la proporción que representa cada categoría de préstamos en el saldo vivo total).

## Recuadro

### ¿Son los préstamos indicadores adelantados o retardados de la actividad económica?

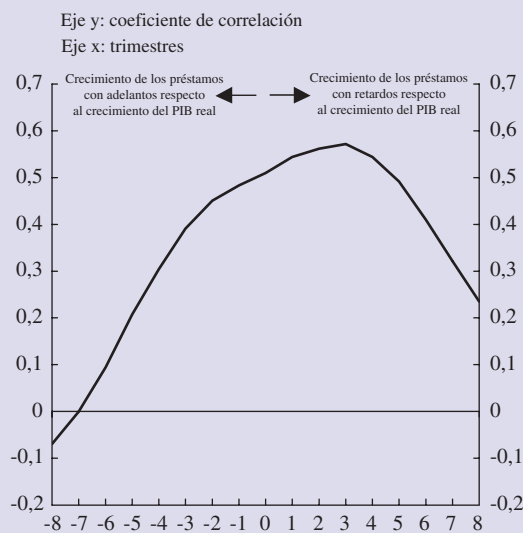
Desde un punto de vista conceptual, no está claro si cabe esperar que el crecimiento de los préstamos sea un indicador adelantado, retardado o contemporáneo del crecimiento del PIB real.

- En primer lugar, en los casos en que las expectativas tienen efectos significativos sobre la conducta de los agentes económicos, el crecimiento de los préstamos podría ser un indicador adelantado de la actividad económica. Por ejemplo, tras una desaceleración económica, las expectativas de una recuperación de la actividad podrían impulsar al alza el crecimiento de la inversión antes de que la recuperación se materialice. Ese crecimiento de la inversión debe financiarse mediante fondos internos o externos. Dada la reducción de las fuentes internas de financiación disponibles para las empresas que acompaña a los períodos de débil crecimiento económico, en esta fase del ciclo las empresas podrían tener que apelar principalmente a medios de financiación externa como los préstamos. En consecuencia, la aceleración del crecimiento del crédito precedería en este caso a la recuperación de la actividad económica. De manera similar, y desde la perspectiva de la oferta, las expectativas de una inflexión de la actividad económica podrían incentivar la concesión de préstamos por parte de los bancos incluso antes de que se alcanzase una recuperación plena o podrían animarles a adoptar una actitud más prudente en la concesión de préstamos si esperasen un deterioro de la situación económica.

- Al mismo tiempo, también existen argumentos que sugieren que el crecimiento de los préstamos podría tener una evolución retardada con respecto al crecimiento del PIB real. Por el lado de la demanda, durante las fases iniciales de una desaceleración económica, la existencia de obligaciones irrenunciables (por ejemplo, compras previamente acordadas con los proveedores) y la necesidad de financiar un mayor volumen de existencias debido a la menor demanda y a las rigideces contractuales (por ejemplo, los costes en que se incurre al ajustar el nivel de los préstamos) podrían dar lugar a que las empresas sólo pudiesen ajustar su demanda de préstamos con un retardo respecto del entorno cambiante. Además, en las fases iniciales de una recuperación, es probable que mejoren los flujos de caja a disposición de las empresas, reduciéndose así su dependencia de los préstamos como fuente de financiación. Desde la perspectiva de la oferta, el deterioro de los activos de garantía de las empresas debido a su menor patrimonio neto en períodos de debilitamiento de la actividad económica y la concomitante caída de la rentabilidad provocarían, al ser detectados por las entidades de crédito tras un retardo, una mayor reticencia a prestar, así como un endurecimiento de los criterios de concesión de créditos. De manera similar, podría ser necesario que, tras una recesión, transcurriese algún tiempo antes de que quedase claro que está teniendo lugar una recuperación o antes de que la situación financiera de las empresas mejorase suficientemente a fin de permitir un aumento de su calidad crediticia. De este modo, a las entidades de crédito podría llevarles algún tiempo relajar el acceso al crédito tras una recesión, a la espera de observar una mejora de la situación financiera de las empresas. En este caso, el crecimiento del crédito tendería a evolucionar con un retardo con respecto a la actividad económica.

### Correlación entre el crecimiento real de los préstamos de las IFM y el crecimiento del PIB real para diferentes adelantos y retardos

(coeficiente de correlación entre tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

- Una tercera posibilidad es que el crecimiento de los préstamos y la actividad económica evolucionen de manera contemporánea. Esta situación sería el resultado del funcionamiento de los mecanismos más arriba descritos de modo que se compensasen unos a otros.

Un sencillo método para investigar el papel de indicador adelantado/retardado de los préstamos con respecto a la actividad económica consiste en calcular las correlaciones entre los adelantos y los retardos del crecimiento interanual de los préstamos en términos reales (deflactados mediante el deflactor del PIB) y el crecimiento interanual del PIB real. Como puede verse en el gráfico, la mayor correlación entre ambas variables se obtiene cuando el crecimiento real de los préstamos presenta un retardo de tres trimestres con respecto al crecimiento del PIB real. Este resultado sugiere que, en promedio y durante los últimos 22 años, el crecimiento real de los préstamos ha tendido a evolucionar en la zona del euro con un ligero retardo en relación con el crecimiento del PIB real.

Este resultado ofrece cierto aval a los argumentos teóricos antes mencionados, en el sentido de que tanto los prestatarios como los prestamistas se ajustan a la situación económica con un cierto retardo. Sin embargo, dadas las complejas interacciones existentes entre los préstamos y la actividad económica, la importante influencia de otros factores sobre el crecimiento de los préstamos y el hecho de que podrían existir determinantes comunes de la evolución de todas estas variables, dicho resultado debería interpretarse con cautela. Además, esta pauta de evolución retardada no se satisface en todos los períodos (véase gráfico 1 en el texto principal). De hecho, pueden identificarse varios períodos en los que el crecimiento de los préstamos ha tenido una evolución adelantada o contemporánea con respecto a la del crecimiento del PIB real. Por ejemplo, hacia finales de la década de los ochenta, el crecimiento de los préstamos se moderó antes que el crecimiento del PIB real. Asimismo, la desaceleración del crecimiento real de los préstamos a partir del año 2001 parece haber tenido lugar en paralelo a la ralentización de la actividad económica.

mos. Si bien, sobre la base de la teoría económica, cabría esperar una relación negativa entre el coste de los préstamos y su crecimiento, dicha relación no fue tan patente durante la década de los ochenta. Aunque el crecimiento real de los préstamos registró una tendencia al alza durante la mayor parte de ese período, los tipos de interés reales sólo mostraron fluctuaciones moderadas. Este fenómeno podría obedecer, en su mayor parte, al hecho de que la tendencia al alza del crecimiento económico real durante el citado período compensó con creces la influencia de los tipos de interés. Por el contrario, durante buena parte de la década de los noventa, el crecimiento real de los préstamos y su coste real parecen estar negativamente correlacionados. Durante la primera mitad de esa década, un tipo de interés real de los préstamos relativamente elevado parece haber contribuido a la reducida tasa de crecimiento real de los préstamos. Y a la inversa, la tendencia decreciente del tipo de interés real de los préstamos en el período previo a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) contribuye a explicar el período de creci-

miento muy intenso de los préstamos observado durante la segunda mitad de la década de los noventa. A partir de 1997, el coste real de los préstamos se ha mantenido permanentemente por debajo de su media histórica, incluso en épocas de fuerte crecimiento económico. Aunque en el período comprendido entre inicios del año 2001 y finales del 2002 tuvo lugar una acusada desaceleración del crecimiento real de los préstamos (que parece haber estado relacionada principalmente con el debilitamiento de la actividad económica), dicho crecimiento se mantuvo en niveles relativamente elevados en comparación con los observados en fases precedentes de débil crecimiento económico. Este hecho podría deberse a un desplazamiento estructural a la baja del coste real de los préstamos.

La evolución de los préstamos durante los últimos años sugiere que la tendencia decreciente de los tipos de interés reales observada desde comienzos de la década de los noventa ha permitido a los sectores no financieros tener acceso a un mayor volumen de préstamos, ya que unos

tipos de interés más reducidos implican una menor carga de pagos por intereses para un mismo volumen de deuda. A este respecto, el crecimiento relativamente intenso de los préstamos concedidos al sector privado durante el reciente período de débil crecimiento económico, podría ser un indicador de ese proceso de ajuste hacia mayores niveles de endeudamiento.

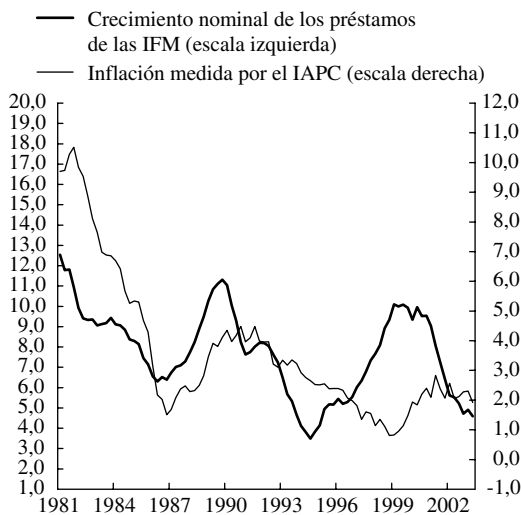
El fuerte aumento del endeudamiento mediante la asunción de préstamos por parte del sector privado de la zona del euro, sobre todo en los años 1999 y 2000 —cuando el crecimiento real de los préstamos alcanzó niveles extraordinariamente elevados—, y su relativamente rápida desaceleración posterior sugieren que otros factores ajenos a los determinantes tradicionales pueden haber ejercido una influencia considerable durante este período. En concreto, la intensa actividad de las empresas de la zona del euro con numerosas operaciones de fusión y adquisición, la necesidad creciente de fondos por parte de las empresas de telecomunicaciones al objeto de financiar la compra de licencias UMTS y la subida de los precios de los inmuebles en algunos países de la zona del euro influyeron en la evolución de los préstamos. Además, la desaceleración del crecimiento de los préstamos observada desde comienzos del año 2001 debería contemplarse no sólo en el contexto de un debilitamiento de la actividad económica, sino también en el marco de la remisión de los efectos resultantes del elevado volumen de operaciones de fusión y adquisición y de la compra de licencias UMTS. Por último, si bien es difícil llevar a cabo una separación entre los factores de oferta y los de demanda, es probable que los bancos hayan adoptado mayores precauciones en la concesión de préstamos durante este último período, dada la mayor debilidad de la situación financiera del sector privado resultante de las pérdidas registradas en las carteras de activos financieros tras la sustancial caída de los precios de las acciones, de unos menores beneficios societarios y de un aumento de las insolvencias empresariales.

Por lo que respecta a la relación entre los préstamos al sector privado y la inflación, los resultados

### Gráfico 3

#### Crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado y tasa de inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: BCE, Eurostat.

de diversos estudios indican que los préstamos muestran ciertas propiedades de indicador adelantado de los precios<sup>4</sup>. De hecho, conforme puede observarse en el gráfico 3, los puntos de inflexión del crecimiento nominal de los préstamos han tendido a preceder a los puntos de inflexión de la inflación durante los últimos 20 años. Dado que los préstamos concedidos por las IFM representan la principal contrapartida de M3 y que las dos variables han evolucionado en paralelo durante un largo período de tiempo, dichas propiedades de indicador adelantado podrían simplemente ser el reflejo de unas similares propiedades de indicador adelantado que caracterizarían a M3. Al mismo tiempo, la evolución de los préstamos otorgados por las IFM podría también contener cierta información independiente, debido a su papel en la financiación de la actividad económica.

4 Por ejemplo, Nicoletti Altinari (2001), «Does money lead inflation in the euro area», BCE, Documento de Trabajo núm. 63; Agresti y Mojon (2001), «Some stylised facts on the euro area business cycle», BCE, Documento de Trabajo núm. 95; y Calza, Manrique y Sousa (2003), «Aggregate loans to the euro area private sector», BCE, Documento de Trabajo núm. 202.

### 3 Evolución del endeudamiento de los hogares

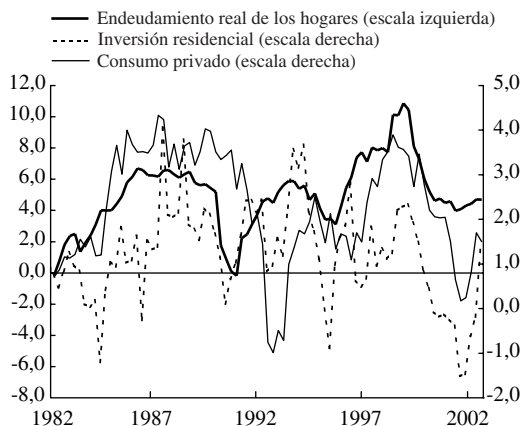
El grueso de la deuda asumida por los hogares de la zona del euro (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) se compone de préstamos otorgados por las IFM, que representan en torno a un 95% del total. El resto de los fondos obtenidos por los hogares procede de los préstamos concedidos por las instituciones financieras no monetarias, las cuales sólo tienen un peso importante en algunos países de la zona del euro (concretamente, en los Países Bajos y Bélgica). La financiación otorgada a los hogares por las instituciones financieras no monetarias tiene lugar a través de, entre otras entidades, sociedades de arrendamiento financiero, instituciones de crédito al consumo y entidades de propósito especial — que se encuentran especializadas en la titulación de préstamos hipotecarios concedidos originalmente por las IFM— (una explicación detallada de las actividades de titulación puede encontrarse en un recuadro incluido en el artículo titulado «Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro» perteneciente al *Boletín Mensual del BCE* de octubre del 2003).

Los préstamos para adquisición de vivienda representan el canal más importante de financiación de los hogares. A finales de junio del 2003, su saldo vivo se situaba en torno al 66% del total de préstamos concedidos a este sector. Los porcentajes sobre el total de préstamos de las otras dos categorías —crédito al consumo (préstamos para el consumo personal de bienes y servicios) y otros préstamos (préstamos para consolidación de deudas, préstamos para fines educativos, préstamos a pequeñas empresas, etc.)— fueron el 15% y el 19%, respectivamente<sup>5</sup>. Como resultado de esta composición, la financiación de los hogares mediante préstamos se realiza básicamente a largo plazo, de modo que la deuda a corto plazo (con un plazo a la emisión de hasta un año) representa menos del 10% de la deuda total.

#### Gráfico 4

##### Endeudamiento real de los hogares, consumo privado e inversión residencial

(tasas de variación interanuales; deflactadas mediante el deflactor del consumo privado y el deflactor de la inversión en vivienda)



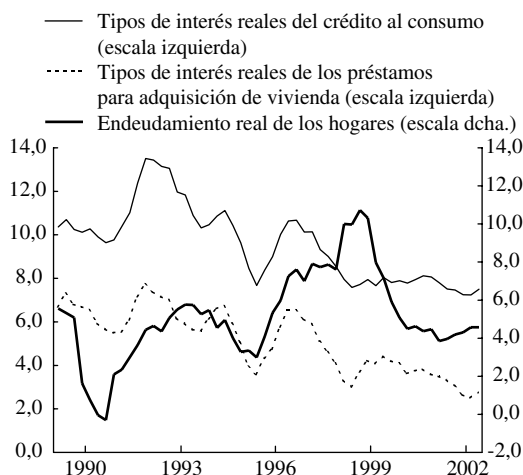
Fuentes: BCE, Eurostat.

Nota: Las cifras de endeudamiento correspondientes al segundo trimestre del 2003 y a los trimestres anteriores al cuarto trimestre del 1997 son estimaciones. Las cifras de consumo privado e inversión residencial anteriores a 1991 son estimaciones.

#### Gráfico 5

##### Endeudamiento real de los hogares y tipos de interés de los préstamos al por menor

(tasas de variación interanuales y porcentajes, deflactados mediante el deflactor del consumo privado)



Fuentes: BCE, Eurostat.

tamos concedidos a este sector. Los porcentajes sobre el total de préstamos de las otras dos categorías —crédito al consumo (préstamos para el consumo personal de bienes y servicios) y otros préstamos (préstamos para consolidación de deudas, préstamos para fines educativos, préstamos a pequeñas empresas, etc.)— fueron el 15% y el 19%, respectivamente<sup>5</sup>. Como resultado de esta composición, la financiación de los hogares mediante préstamos se realiza básicamente a largo plazo, de modo que la deuda a corto plazo (con un plazo a la emisión de hasta un año) representa menos del 10% de la deuda total.

A partir de comienzos de la década de los ochenta, la evolución del endeudamiento en términos reales de los hogares de la zona del euro parece guardar, en líneas generales, relación con el consumo, la inversión residencial y los costes de financiación (véanse gráficos 4 y 5). La relación del consumo

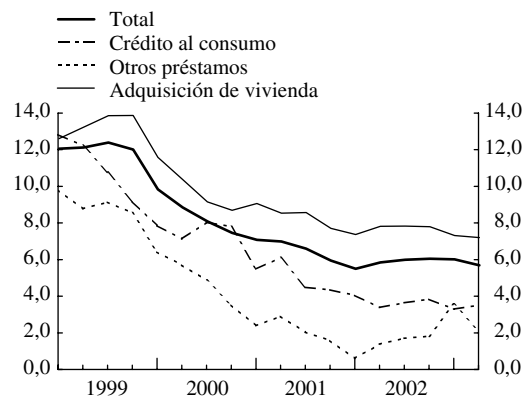
5 En la zona del euro no se dispone de información detallada de los préstamos hipotecarios cuya finalidad no sea la adquisición de vivienda. Estos préstamos financian habitualmente el consumo. En contraposición con la experiencia observada en Estados Unidos y el Reino Unido, parece que estos préstamos no son muy significativos en la zona del euro, excepto en algunos países como los Países Bajos (véase «Structural factors in the EU housing markets», BCE, marzo del 2003). El crédito hipotecario destinado a financiar el consumo genera reducciones del patrimonio inmobiliario de los hogares, lo que refuerza los vínculos existentes entre los mercados de la vivienda, los mercados crediticios y las decisiones de gasto.

y la inversión residencial con el endeudamiento parece ser, en general, positiva, si bien la importancia relativa de estas dos variables con respecto al endeudamiento ha variado, aparentemente, a lo largo del tiempo. Mientras que, durante la década de los ochenta, el endeudamiento de los hogares en términos reales siguió de una forma estrecha la evolución del consumo privado, esta relación parece haber sido más débil en la década de los noventa. Por ejemplo, la desaceleración del crecimiento del endeudamiento durante los primeros años noventa parece guardar una relación más intensa con el menor crecimiento de la inversión en vivienda que con una mayor debilidad del consumo. De forma similar, la explicación del hecho de que el crecimiento del endeudamiento en términos reales se recuperase a mediados de la década de los noventa —un período de gran debilidad del crecimiento del consumo— radica básicamente en el mayor vigor de la inversión residencial. Además del consumo y de la inversión residencial, el coste de financiación ha sido un factor de importancia a la hora de explicar la evolución de la deuda de los hogares. En concreto, la tendencia a la baja del coste de financiación en el transcurso de la década de los noventa parece haber estimulado en los últimos años la demanda de deuda por parte de los hogares.

Un examen del período posterior a 1999 (para el que se dispone de estadísticas detalladas) revela

### Gráfico 6 Crecimiento de los préstamos a los hogares de la zona del euro: detalle por finalidad

(tasas de variación interanuales; datos trimestrales)

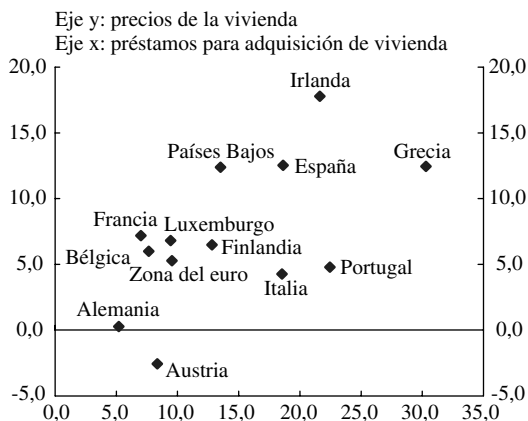


Fuente: BCE.

Nota: El total de préstamos es la suma de los préstamos para adquisición de vivienda, crédito al consumo y otros préstamos.

### Gráfico 7 Préstamos para adquisición de vivienda y precios de la vivienda

(promedio de las tasas de variación interanuales durante el período 1998-2002)



Fuentes: BCE, fuentes nacionales.

Nota: En el caso de Luxemburgo, el crecimiento medio de los precios de la vivienda sólo incluye el período 1998-2002. En el caso de Grecia, el crecimiento medio de los préstamos para adquisición de vivienda se refiere exclusivamente al período 1999-2002.

que los préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro han crecido a mayores tasas que el resto de los préstamos concedidos a los hogares (véase gráfico 6). A pesar de la desaceleración registrada a partir de comienzos del año 2000, los citados préstamos han continuado creciendo a tasas interanuales bastante elevadas, de entre un 7% y un 8%. Esta demanda sostenida de préstamos para adquisición de vivienda observada en los últimos años se ha visto impulsada por la disminución del coste real de financiación. Además, esta vigorosa demanda ha dado lugar, en algunos países, a fuertes subidas del precio de la vivienda, las cuales, a su vez, han repercutido de manera adicional en el sustancial aumento del volumen de préstamos para adquisición de vivienda<sup>6</sup>.

A este respecto, existe una clara correlación entre las diferencias que en los diversos países se observan en la evolución del precio de la vivienda y en las tasas de crecimiento nominal de los préstamos para adquisición de vivienda (véase gráfico 7). Como puede observarse en los datos, dichos préstamos registraron elevadas tasas de crecimiento en los países donde los tipos de interés

6 Véase el artículo titulado «Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro» incluido en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2003.



reales cayeron en mayor medida durante el período previo a la tercera fase de la UEM. Al mismo tiempo, otros factores, como las divergencias demográficas y la existencia de diferentes incentivos impositivos a la propiedad de viviendas, contribuyen también a explicar las distintas evoluciones de los préstamos para adquisición de vivienda<sup>7</sup>.

El análisis de las otras categorías de préstamos a los hogares permite observar que sus tasas de crecimiento también se redujeron entre 1999 y comienzos del año 2002, aunque han sido más estables posteriormente. El crecimiento interanual del crédito al consumo, que incluye en concreto la financiación de compras de bienes de consumo duradero, disminuyó de forma sustancial entre los años 1999 y 2001, habiendo permanecido desde entonces a niveles en torno al 3-3,5% en un contexto de debilidad de la confianza de los consumidores. Con respecto a otros préstamos, su tasa de crecimiento interanual también se ha reducido notablemente a partir de 1999, habiéndose mantenido generalmente por debajo de las tasas correspondientes a las restantes categorías de préstamos. Como se indicó anteriormente, la categoría de otros préstamos incluye diversos tipos de préstamos no clasificados en el resto de categorías. Aunque la evolución que sigue esta categoría es de difícil interpretación, el crecimiento bastante reducido de estos préstamos —en comparación con el del crédito al consumo— posiblemente pueda venir explicado por la caída sustancial del crecimiento de los préstamos a las pequeñas empresas registrada en los últimos años.

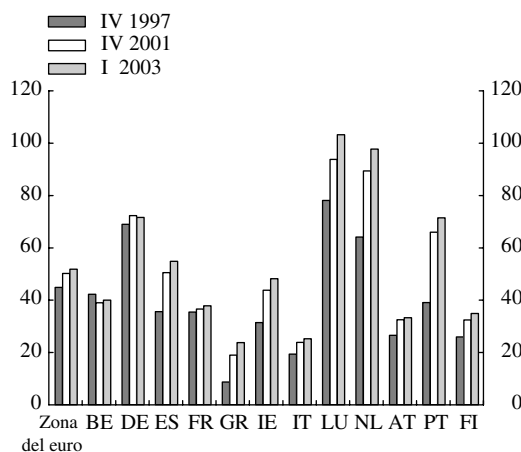
La evolución previamente descrita del crecimiento de los préstamos se ha traducido en un aumento de la ratio de deuda de los hogares en relación con el PIB a partir de la segunda mitad de la década de los noventa. Se ha estimado que en el segundo trimestre del 2003 la ratio se situó en el 51% (con arreglo a las cuentas financieras trimestrales) en el conjunto de la zona del euro.

El gráfico 8 muestra que el nivel de endeudamiento de los hogares en relación con el PIB difiere de manera significativa entre los distintos países e ilustra la existencia de grandes diferencias en los incrementos experimentados por es-

## Gráfico 8

### Ratio de deuda de los hogares en relación con el PIB en los países de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: En los casos de Finlandia, Grecia, Irlanda y Luxemburgo, los datos de deuda sólo incluyen el total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares. En el caso de Grecia, el primer dato disponible corresponde al primer trimestre de 1998 en vez de al cuarto trimestre de 1997. En el caso de Luxemburgo, para el primer trimestre del 2003 se ha utilizado el dato del PIB anual correspondiente a 2002. Si se compara con las cuentas financieras anuales, la ratio de deuda en relación con el PIB, basada en las cuentas financieras trimestrales, es algo menor, debido principalmente a que no están incluidos los préstamos concedidos por los sectores no financieros ni por los bancos radicados fuera de la zona del euro.

tas ratios de deuda durante los últimos años. De hecho, en países como Portugal, España y los Países Bajos, donde el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda se ha mantenido a tasas elevadas, el incremento de las ratios de deuda en relación con el PIB ha sido especialmente significativo. Sin embargo, en Grecia, donde el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda también ha sido elevado, el nivel de endeudamiento ha continuado siendo moderado.

A pesar del incremento del nivel de endeudamiento, los pagos por intereses realizados por los hogares en relación con su renta disponible se han contenido merced a la caída del coste de financiación, el cual se ha mantenido a niveles inferiores a los existentes a comienzos de la década de los noventa. Asimismo, cabe destacar que los aumentos de las ratios de deuda de los hogares

<sup>7</sup> Véase «Structural factors in the EU housing markets», BCE, marzo del 2003.

en relación con el PIB se han visto en muchos casos acompañados de un incremento del valor de los activos de los hogares, debido a la notable subida de los precios de los inmuebles. No obstante, persisten ciertos riesgos. La experiencia muestra que es habitual que períodos de fuertes crecimientos de los precios de la vivienda vengán seguidos de una fase de corrección.

#### 4 Evolución del endeudamiento de las sociedades no financieras

Entre los diferentes instrumentos, los préstamos han continuado siendo el canal de endeudamiento más importante de las sociedades no financieras en los últimos años, al representar más de un 80% del saldo vivo de su deuda. Si bien los préstamos concedidos por las IFM representan el grueso de los préstamos obtenidos por las sociedades no financieras, el porcentaje de los préstamos otorgados por las instituciones financieras no monetarias ha venido aumentando en los últimos años (desde un 11% a finales de 1997 hasta un 17% en el primer trimestre del 2003). Esta última evolución refleja principalmente una tendencia hacia la titulización a través de estas instituciones, que habitualmente son entidades de propósito especial utilizadas por las sociedades no financieras para obtener fondos en el mercado de renta fija privada. Este procedimiento presenta, en general, diversas ventajas para las sociedades no financieras. Además de las ventajas impositivas con que las entidades de propósito especial cuentan en algunos países, la calificación crediticia de estas instituciones es habitualmente mejor, lo que supone un menor coste de financiación y, posiblemente, el acceso a la financiación facilitada por inversores institucionales cuya actividad se limita a la inversión en valores de renta fija de elevada calificación.

Con la aparición de un mercado de renta fija privada para el conjunto de la zona del euro, la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras ha ganado en importancia frente a su financiación a través de préstamos en los últimos años. En el primer trimestre del 2003, los valores distintos de acciones representaron casi un 13% del saldo vivo de deuda de las sociedades no financieras, tras experimentar un aumento desde el 10,5% registra-

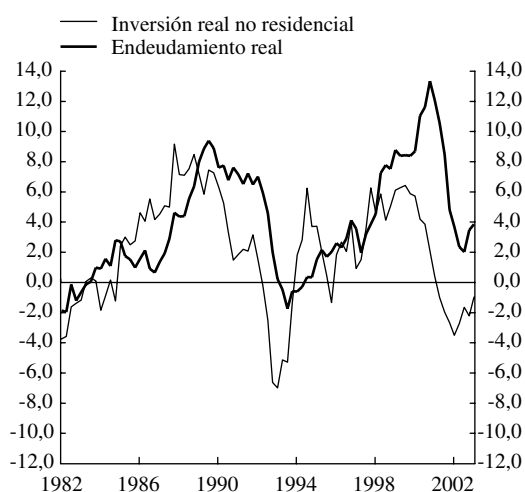
do a finales de 1997. Así pues, en conjunto, el endeudamiento de las sociedades no financieras se ha ido diversificando en los últimos años.

Por lo que respecta a la estructura de plazos, la mayor parte de la deuda de las sociedades no financieras es a largo plazo<sup>8</sup>, representando el 70% de su deuda total en el primer trimestre del 2003. De este modo, el porcentaje de deuda a corto plazo se situaba en el 30% a comienzos del 2003, prácticamente idéntico al nivel registrado a finales de 1997, tras haber alcanzado un máximo cercano al 34% a finales del año 2000.

<sup>8</sup> Un plazo a la emisión de más de un año.

#### Gráfico 9 Endeudamiento real de las sociedades no financieras e inversión real no residencial

(tasas de variación interanuales; endeudamiento deflactado mediante el deflactor de la inversión)



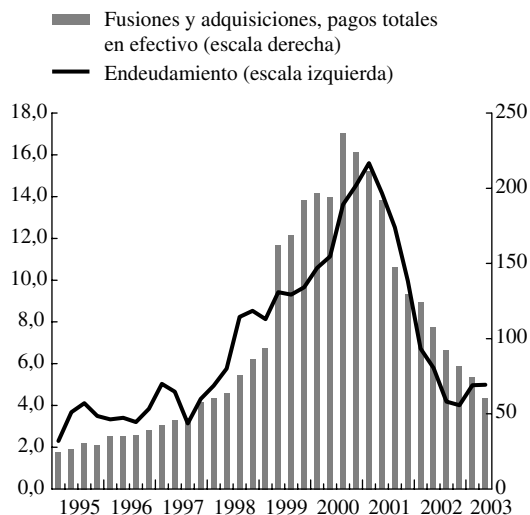
Fuentes: BCE, Eurostat.

Nota: Las cifras de endeudamiento correspondientes al segundo trimestre del 2003 y a los trimestres anteriores al cuarto trimestre de 1997 son estimaciones. Las cifras de inversión no residencial anteriores a 1991 son estimaciones.

## Gráfico 10

### Endeudamiento y operaciones de fusión y adquisición realizadas por sociedades no financieras de la zona del euro

(tasas de crecimiento interanuales en porcentaje; flujos anuales en mm de euros)



Fuentes: BCE, Thomson Financial.

Nota: Las cifras de endeudamiento correspondientes al segundo trimestre de 2003 y a los trimestres anteriores al cuarto trimestre de 1997 son estimaciones. Las operaciones de fusión y adquisición recogidas incluyen las adquisiciones realizadas por las sociedades no financieras de la zona del euro dentro y fuera de la zona y pagadas en efectivo.

En cuanto a las tendencias observadas en el crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras, cabe destacar que desde comienzos de la década de los ochenta han tenido lugar dos ciclos principales (véase gráfico 9). El crecimiento interanual medio del endeudamiento de las sociedades no financieras en términos reales (deflactado mediante el deflactor de la inversión) ha sido del 4% en el conjunto del período.

El crecimiento interanual del endeudamiento de las sociedades no financieras ha estado estrechamente vinculado a la evolución de la inversión real no residencial (véase gráfico 9). Las sociedades no financieras, que habitualmente son prestatarias netas de fondos, obtienen préstamos o emiten valores para financiar sus gastos de capital y sus adquisiciones de activos financieros. Durante la década de los ochenta, el crecimiento real del endeudamiento evolucionó con un cierto retardo con respecto al incremento registrado en el crecimiento de la inversión no residencial, mientras que, durante la recuperación económica de la segunda mitad de los noventa, las dos

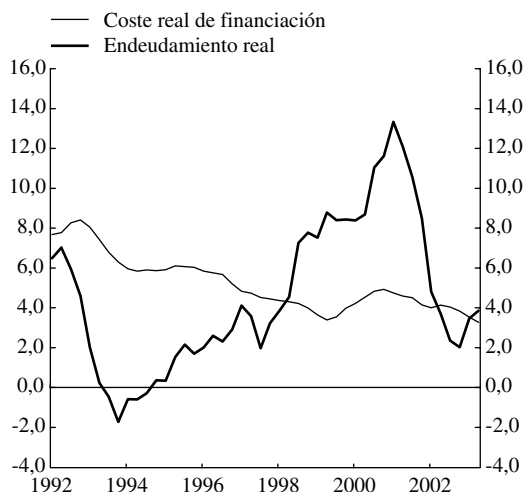
variables evolucionaron básicamente en paralelo. Un examen más detallado del período posterior al inicio de la tercera fase de la UEM, revela que la conexión entre la inversión real no residencial y el crecimiento real del endeudamiento ha sido algo menos estrecha. Entre 1999 y comienzos del año 2001 se produjo una fuerte aceleración del crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras, que fue mucho más acusada que el aumento registrado en el crecimiento de la inversión real no residencial. El crecimiento interanual del endeudamiento en términos reales alcanzó un máximo cercano al 14% a comienzos del 2001, al que siguió una considerable desaceleración en un contexto de debilitamiento de la actividad económica. Desde finales del año 2002, el crecimiento interanual del endeudamiento se ha recuperado ligeramente.

Según se mencionó en la sección 2, las elevadas necesidades de financiación de las sociedades no financieras durante los años 1999 y 2000 estuvieron relacionadas con la intensa actividad de las empresas de la zona del euro con numerosas operaciones de fusión y adquisición —realizadas

## Gráfico 11

### Endeudamiento real y coste de financiación de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanuales; en porcentaje)



Fuentes: BCE, Bloomberg, Consensus Forecast.

Nota: Las cifras anteriores al cuarto trimestre de 1997 son estimaciones. El endeudamiento se deflacta mediante el deflactor de la inversión. El coste real del endeudamiento es una media ponderada, sobre la base de los saldos vivos, de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en sus préstamos al por menor a empresas y de un índice de rendimiento de la renta fija emitida por sociedades no financieras, deflactado mediante las expectativas de inflación de Consensus Forecast.

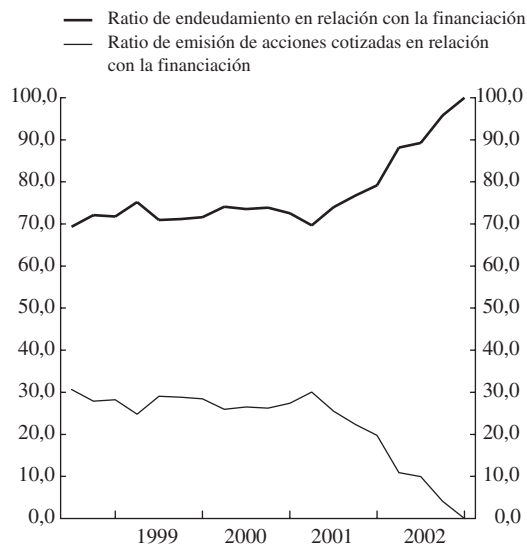
en gran medida fuera de la zona del euro y especialmente en Estados Unidos— y con las necesidades puntuales de fondos por parte de las empresas de telecomunicaciones para financiar la adquisición de licencias UMTS. El gráfico 10 muestra la existencia de una estrecha conexión entre el importe de las operaciones de fusión y adquisición pagado en efectivo y el crecimiento interanual del endeudamiento durante la segunda mitad de la década de los noventa. En concreto, el crecimiento del endeudamiento a corto plazo se aceleró durante ese período, ya que las empresas lo utilizaron, en cierta medida, como financiación puente para cubrir sus necesidades financieras previas a la emisión de valores a más largo plazo. Desde finales del 2000, han disminuido las operaciones de fusión y adquisición, lo que ha contribuido a una considerable desaceleración del crecimiento del endeudamiento.

Un determinante adicional en la evolución del endeudamiento de las sociedades no financieras es el coste de financiación. En el gráfico 11, dicha variable se representa como la media ponderada del coste de la obtención de nuevos préstamos o de la emisión de valores distintos de acciones. Es

### Gráfico 12

#### Importancia del endeudamiento en la financiación total de las sociedades no financieras

(operaciones anuales; en porcentaje de la financiación total)



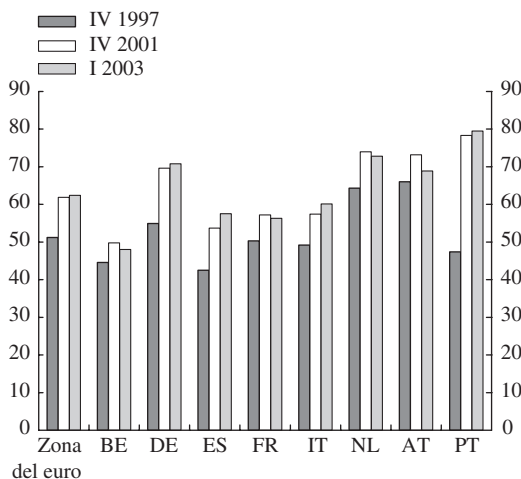
Fuente: BCE.

Nota: La financiación se refiere aquí a la suma del endeudamiento y de la emisión de acciones cotizadas; es decir, no incluye las acciones no cotizadas.

### Gráfico 13

#### Ratio de deuda de las sociedades no financieras en relación con el PIB en los países de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: No se dispone de los datos correspondientes a Grecia, Irlanda, Luxemburgo y Finlandia. Si se compara con las cuentas financieras anuales, la ratio de deuda en relación con el PIB, basada en las cuentas financieras trimestrales, es algo menor, debido principalmente a que no están incluidos los préstamos concedidos por los sectores no financieros ni por los bancos radicados fuera de la zona del euro.

probable que la tendencia a la baja del coste de financiación haya impulsado la demanda de endeudamiento por parte de las sociedades no financieras durante la segunda mitad de la década de los noventa.

Otro factor que ha sostenido la demanda de endeudamiento en los últimos años ha sido la evolución del coste de la financiación mediante la emisión de acciones, que aumentó a comienzos del 2003 hasta niveles elevados como consecuencia de las fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles registradas a partir del año 2000. Como resultado, y en consonancia con la evolución de los costes relativos de las fuentes de financiación alternativas, el porcentaje que representa el endeudamiento en la financiación total de las sociedades no financieras (excluidas las acciones no cotizadas) ha aumentado de manera significativa en los últimos años. De hecho, en las fases iniciales del año 2003, los pasivos netos contraídos por las sociedades no financieras consistieron exclusivamente en deuda (véase gráfico 12), puesto que la emisión de acciones cotizadas llegó prácticamente a paralizarse (y fue negativa en términos netos).

Como resultado de la evolución de la financiación, la ratio de deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro en relación con el PIB, así como la ratio de deuda de esas sociedades en relación con su excedente bruto de explotación, aumentaron de forma sustancial en la segunda mitad de la década de los noventa, para estabilizarse en líneas generales durante los años 2001 y 2002. En el segundo trimestre del 2003, con arreglo a las cuentas financieras trimestrales, se estima que la ratio de deuda en relación con el PIB se ha situado en torno a un 63%. Al mismo tiempo, la valoración de los activos financieros de las sociedades no financieras (adquiridos en parte a finales de la década de los noventa, cuando las expectativas de beneficios eran muy optimistas, especialmente en los sectores de nuevas tecnologías) se redujo desde comienzos del 2000 en un entorno de caída de las cotizaciones bursátiles. En consecuencia, la ratio de deuda en relación con los activos financieros del sector aumentó durante los años 2001 y 2002.

A pesar del aumento de la deuda, la carga de pagos por intereses de las sociedades no financieras en relación con sus rentas se situó en el 2002 a un nivel básicamente similar al registrado en 1991, debido a la tendencia a la baja de los tipos de interés durante la década de los noventa. Aunque unos niveles de tipos de interés relativamente reducidos en promedio a lo largo del ciclo económico contribuyeron a la sostenibilidad de un mayor volumen de endeudamiento, este último incrementó la vulnerabilidad de las sociedades no financieras ante fuertes subidas de los tipos de interés —especialmente en los casos en que un porcentaje considerable de la deuda se financiaba a plazos cortos o a tipos de interés variables—, así como ante variaciones de las rentas y de los precios de los activos.

En este contexto, muchas sociedades no financieras de la zona del euro han aplicado medidas de reducción de costes y de reestructuración interna a fin de mejorar sus balances. En concreto, las empresas de algunos sectores que habían elevado de un modo muy importante su endeudamiento durante la segunda mitad de la década de los noventa (por ejemplo, el sector de las telecomunicaciones) han realizado progresos para tratar de disminuir su grado de apalancamiento a lo largo de los últimos trimestres.

El gráfico 13 ilustra que, en la totalidad de los países de la zona del euro para los que se dispone de datos, la ratio de deuda de las sociedades no financieras en relación con el PIB aumentó entre finales de 1997 y finales del 2001. Este incremento fue más acusado en Alemania, España y Portugal. En el caso de Alemania, las adquisiciones de activos financieros y las elevadas necesidades de financiación derivadas de la compra de licencias UMTS contribuyeron al considerable aumento de la ratio de deuda. A lo largo del año 2002 y a comienzos del 2003, la ratio de deuda de las sociedades no financieras en relación con el PIB prácticamente se estabilizó o incluso disminuyó en muchos países. En cambio, continuó aumentando, sobre todo, en España e Italia, lo que posiblemente guarda relación con un ajuste, aún en curso, de los niveles de deuda a los menores tipos de interés ahora existentes en dichos países en comparación con sus patrones históricos, así como —en el caso de España— con un crecimiento económico considerablemente superior a la media de la zona del euro.

9 No se dispone de las cuentas financieras trimestrales de Grecia, Irlanda, Luxemburgo y Finlandia. Debido a las diferencias existentes entre las cuentas financieras y las estadísticas de emisión de valores distintos de acciones con respecto a los métodos de valoración de estos últimos, así como a la carencia de información sobre las reservas de los fondos de pensiones, las ratios de deuda de las sociedades no financieras de los citados países no se presentan en el gráfico 13.

## 5 Conclusiones

Durante la segunda mitad de la década de los noventa tuvo lugar una intensa aceleración del crecimiento del endeudamiento y, al mismo tiempo, un fuerte incremento de las ratios de deuda de los hogares y de las sociedades no financieras en relación con el PIB. Parte de este incremento puede atribuirse a la tendencia a la baja de los tipos de interés observada a lo largo de esa década. Este descenso implicó que, a pesar del aumento del volumen de deuda, los pagos por intereses de ambos sectores —hogares y sociedades no financieras— con respecto a sus rentas se situaron en el 2002 a niveles inferiores o prácticamente similares a los existentes a comienzos de la década de los noventa. A pesar de ello, el mayor grado de endeudamiento ha elevado la vulnerabilidad de estos sectores ante variaciones de los tipos de interés, las rentas y los precios de los activos.

El aumento del endeudamiento de los hogares se encuentra relacionado principalmente con la demanda sostenida de préstamos para adquisición de vivienda. Esta relación debe contemplar-

se en el contexto de la subida de los precios de la vivienda en algunos países de la zona del euro, impulsados en parte por la tendencia a la baja de los tipos de interés y que ha dado lugar a un aumento de la riqueza inmobiliaria.

Por lo que respecta a las sociedades no financieras, las adquisiciones de activos financieros y la compra de licencias UMTS desempeñaron un importante papel en el considerable aumento de la ratio de deuda de este sector en relación con el PIB registrado durante la segunda mitad de la década de los noventa. Tras las caídas de las cotizaciones bursátiles entre comienzos del año 2000 e inicios del 2003, muchos de los activos financieros previamente adquiridos por las sociedades no financieras han perdido parte de su valor, dando lugar a un incremento de la ratio de deuda en relación con los activos financieros. Aunque las empresas de la zona del euro han aplicado medidas de reducción de costes y de reestructuración interna durante los últimos trimestres, podrían ser necesarios ajustes adicionales.



# Resolución de crisis en economías emergentes: retos para la comunidad internacional

Desde mediados de la década de los noventa, algunas economías emergentes han atravesado severas crisis de cuenta de capital. Estas crisis se caracterizaron por presentar rasgos distintos a los de anteriores crisis de balanza de pagos experimentadas en países en vías de desarrollo. Entre sus causas, más amplias que en el pasado, no sólo se encuentran los desequilibrios macroeconómicos, sino también desajustes en los balances del sector financiero y del sector empresarial. Por otra parte, el efecto de contagio entre los países se vio facilitado, en un principio, por la creciente integración de los mercados de capitales nacionales en el sistema financiero internacional, por la titulación de la deuda y por la existencia de una gama mayor de instrumentos de renta fija. Estas crisis se desarrollaron con rapidez, manifestándose a través de cambios repentinos en la cuenta financiera de la balanza de pagos. También implicaron a un grupo más amplio de agentes tanto en cuanto a deudores (prestatarios soberanos y prestatarios privados) como, en mayor medida, a acreedores (tenedores de diversos instrumentos financieros como préstamos bancarios, bonos e inversión exterior directa).

En consecuencia, las crisis recientes han planteado nuevos y difíciles retos en términos de su gestión. Se ha efectuado un llamamiento a los países deudores, a los acreedores del sector privado y a las instituciones financieras internacionales para que adapten su papel a las circunstancias específicas de cada crisis. En este contexto, el FMI ha introducido, desde finales de la década de los noventa, una serie de nuevos instrumentos y procedimientos con los que responder a estos nuevos retos. Además, se han adoptado diversas medidas de política económica, o están siendo actualmente objeto de consideración, respecto de cada uno de los tres elementos principales para la resolución de crisis, a saber, el ajuste interno, la financiación oficial y la participación del sector privado. A este respecto, uno de los retos que se plantean en el trabajo que se está realizando en relación con la resolución de crisis consiste en alcanzar un equilibrio entre la claridad en la formulación de los principios de política económica y la eficiencia en el diseño de instrumentos, por un lado, y la flexibilidad para abordar las circunstancias específicas de cada crisis, por otro.

## I Introducción

Las crisis experimentadas recientemente por algunas economías emergentes, entre las que se incluyen la de México, en 1994-1995, la del sureste asiático, en 1997-1998, la de Rusia, en 1998, las de Brasil y Turquía, en el período 1999-2001, y la de Argentina, que se inició en 2001, tienen importantes rasgos en común. Todas se caracterizaron por un cambio de sentido repentino de las entradas de capital extranjero y una intensa fuga de capitales, por las presiones para devaluar o depreciar la moneda nacional, por fuertes caídas de los precios de los activos nacionales y movimientos adversos en las variables financieras, por crisis bancarias<sup>1</sup> y por una contracción de la producción interna. Dado que las crisis tuvieron su origen, fundamentalmente, en la cuenta financiera (anteriormente denominada cuenta de capital) de la balanza de pagos, suele aludirse a las mismas como crisis de cuenta de capital, en contraposición a anteriores crisis que solían desencadenarse por la evolución negativa de la cuenta corriente.

Como se describe en la sección 3, los elevados costes asociados a estas situaciones, tanto para las economías directamente afectadas como para la economía mundial en general, han concienciado a la comunidad internacional de la necesidad de prevenir y resolver mejor las crisis, y ésta ha respondido revisando los actuales mecanismos de prevención y desarrollando nuevos instrumentos. Así, por ejemplo, un seguimiento más atento por parte del FMI de los sectores financieros de los países deudores, la creación de sistemas de alerta temprana, una mayor transparencia en las actividades del FMI, y la promoción de estándares y códigos han contribuido a una prevención más efectiva de las crisis<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Brasil, donde se evitó una crisis bancaria gracias a la cobertura que se proporcionó a través de los futuros sobre divisas y los valores públicos indicados con el dólar, constituye una notable excepción.

<sup>2</sup> En el artículo «Evolución reciente de la cooperación internacional», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2002, se tratan algunas cuestiones relativas a la resolución de crisis.



De igual modo, las experiencias derivadas de estas crisis han impulsado un debate sobre las formas de mejorar su resolución. Las características específicas de las crisis de cuenta de capital hacen que no sea sencillo determinar la mejor forma de asegurarse de que la estabilidad macroeconómica y financiera y la sostenibilidad interna y externa se restablezcan en los países en crisis de manera oportuna y ordenada, y respetando plenamente los derechos de los acreedores. Para ello ha sido necesario introducir reformas en varios de los mecanismos más importantes de resolución de crisis.

La resolución ordenada de las crisis tiene especial relevancia para el BCE, ya que las crisis que se producen en las economías emergentes pueden tener importantes consecuencias macroeconómicas y financieras en la zona del euro. Por otra parte, el BCE toma parte en los debates para mejorar la resolución de crisis mediante su participación en el proceso de cooperación internacional en materia de política monetaria y financiera. En este contexto, en la sección 2 se analizan los desafíos que han planteado las recientes crisis de cuenta de capital, y en la sección 3, las medidas de política económica ya implantadas o que están siendo consideradas para mejorar la resolución de crisis.

## 2 Retos para la resolución de crisis de cuenta de capital

La resolución de las recientes crisis de cuenta de capital ha constituido un reto de particular entidad, debido a una serie de factores que las distinguen de las crisis de balanza de pagos anteriores. En primer lugar, a diferencia de las crisis de los años ochenta, las de la década de los noventa se caracterizaron por el destacado papel desempeñado por las instituciones financieras privadas y las empresas en los países deudores, que han hecho necesario realizar un atento seguimiento no sólo de los indicadores macroeconómicos, sino también de los de estabilidad financiera. Además, estas crisis de cuenta de capital estuvieron estrechamente relacionadas con los cambios registrados en los mercados financieros internacionales y con los canales de contagio transfronterizo que dichos cambios ocasionaron. Las crisis estuvieron acompañadas, además, de una creciente integración de las economías emergentes en el sistema financiero internacional, que fue posible gracias a la eliminación de las restricciones a los movimientos de capitales en los países afectados. Esta evolución formó parte de lo que se conoce como el «Consenso de Washington»<sup>3</sup>, una serie de medidas para liberalizar las transacciones internacionales desarrolladas en la primera mitad de la década de los noventa, en parte como consecuencia de las lecciones extraídas de las crisis de deuda soberana de la década de los ochenta. Además, la liberalización tuvo lugar en un contexto de una intensificación general de los flujos financieros internacionales y de desarrollo

de nuevos instrumentos financieros. Esta integración, aunque todavía imperfecta, es beneficiosa porque favorece una mejor distribución internacional del ahorro y de la inversión. Al mismo tiempo, la integración de los mercados de capitales y el consiguiente aumento del uso de instrumentos negociables y líquidos incrementó la vulnerabilidad a interrupciones repentinas y a cambios de sentido de los flujos de capital, y reforzó las posibilidades de contagio entre países. Sólo recientemente parece haber disminuido este riesgo, a medida que los mercados han pasado a ser más transparentes y los inversores han podido discriminar mejor entre los prestatarios, y a medida que se han llevado a cabo reformas internas en los países deudores.

Una segunda característica de las crisis recientes es la mayor implicación del sector privado, tanto de los acreedores como de los deudores. En la

<sup>3</sup> El término «Consenso de Washington» fue utilizado por primera vez por John Williamson para describir el criterio imperante a finales de los años ochenta y en la década de los noventa de que las economías deberían descansar más en el funcionamiento de los mercados. Las recomendaciones efectuadas incluían, en términos de política interna, la privatización y la desregulación, y en términos de política exterior, la apertura de los mercados nacionales, altamente regulados, a las transacciones transfronterizas. Esta última idea se basaba en la opinión de que las economías de mercado deben participar en el sistema económico y financiero internacional para beneficiarse de una mayor competencia. Así, tomó fuerza la idea de que primero habría que liberalizar la cuenta corriente, ya que esta medida era la más fácil de aplicar, y después continuar con una liberalización relativamente rápida de la cuenta de capital y de la cuenta financiera.

década de los ochenta, las crisis se limitaban, en la mayoría de los casos, a la deuda soberana, y únicamente afectaban a un número reducido de bancos prestamistas de economías maduras, ya que el instrumento de crédito más comúnmente utilizado era el préstamo sindicado. Tras las reestructuraciones de deuda que tuvieron lugar a finales de los años ochenta, con el uso de los bonos Brady, y la ulterior creación de un mercado internacional de bonos emitidos por economías emergentes, la mayor parte de los prestatarios de estas economías pudieron financiarse a través de bonos y de préstamos bancarios. Por otra parte, la liberalización de los mercados de capitales nacionales e internacionales, de conformidad con el Consenso de Washington, facilitó a los prestatarios del sector privado el acceso a los mercados internacionales de capitales. Esto condujo a un incremento del número de emisores, así como del número de compradores, entre los que se incluían fondos de inversión e inversores minoristas. El aumento de la utilización de otro instrumento, la inversión exterior directa (IED), observado desde finales de la década de los noventa, amplió el papel desempeñado por los prestamistas privados. No obstante, los prestatarios soberanos seguían inmersos en las recientes crisis por dos motivos. En primer lugar, las crisis generalizadas del sector empresarial y del sector bancario condujeron a la participación de las autoridades públicas en la resolución de las crisis, a través de la constitución de mecanismos para mitigar las implicaciones macroeconómicas de la inestabilidad financiera. En segundo lugar, aunque el sector privado desempeñara ahora un papel más importante en los países deudores, el gobierno podía continuar siendo la principal contraparte de los prestamistas extranjeros y la causa fundamental de la crisis, debido a la aplicación de políticas fiscales y/o monetarias insostenibles. Como consecuencia del aumento del número de agentes implicados en la financiación de las economías emergentes, de la liberalización de los flujos de capital transfronterizos desde finales de la década de los ochenta y de la titulización de la deuda internacional, el saldo actual de la deuda de las economías emergentes difiere considerablemente del de finales de la citada década, que era, en conjunto, bastante homogéneo. En la actualidad, el saldo de la deuda no sólo se compone de los préstamos bancarios sindicados y de la fi-

nanciación oficial, sino también de bonos y de inversión exterior directa, y este último componente ha aumentado considerablemente desde finales de la década de los noventa.

Debido a estas características específicas, la resolución de las crisis de cuenta de capital se ha convertido en una tarea que plantea retos especiales. Uno de ellos es la rapidez con la que se desarrollan estas crisis. En contraste con las crisis de cuenta corriente, que suelen tardar un tiempo en desarrollarse, las crisis de cuenta de capital pueden desencadenarse con celeridad porque el capital es extremadamente móvil. Por consiguiente, con frecuencia, estas crisis exigen respuestas de política económica más rápidas por parte de las autoridades nacionales y de la comunidad financiera internacional. Además, el aumento en el volumen de los flujos transfronterizos de capital, consecuencia de la liberalización de finales de la década de los ochenta, ha incrementado considerablemente la volatilidad de las variables macroeconómicas y financieras en épocas de crisis. La pérdida de confianza del mercado en la política o en los fundamentos económicos de un país puede tener un efecto tan poderoso en los precios de la deuda soberana y de la deuda privada, en los tipos de cambio y en los tipos de interés, que provoque que oscilen bruscamente y sobrepasen su nuevo nivel de equilibrio a largo plazo.

Existe otro factor que complica la situación y que está relacionado con el papel desempeñado por las instituciones financieras y la profundización financiera en los países deudores. En los recientes episodios de crisis de cuenta de capital, la valoración de la magnitud y de las causas de la crisis se complicó, entre otras cosas, por el proceso de profundización financiera que, en las economías emergentes, sigue estando basado en el sistema bancario. Más concretamente, es probable que la transformación de la liquidez llevada a cabo por las entidades de crédito dificulte aún más la valoración de la capacidad de pago de los prestatarios. Por otra parte, la combinación de desajustes entre los vencimientos de activos y pasivos y entre diferentes divisas agravó considerablemente la debilidad del sistema bancario, ya que la dolarización parcial expuso a los bancos o a las empresas a las que habían prestado fondos a

repentinas fluctuaciones de los tipos de cambio, que, en su mayor parte, no tenían cobertura. Además, hubo otro factor de complicación añadida en los casos en los que el gobierno de un país actuaba como garante de su estabilidad financiera, pues le llevó a intervenir en el rescate de los bancos nacionales. Por último, en el caso de una crisis bancaria, la inestabilidad del sector financiero puede propagarse a la economía real, que puede ver interrumpida la llegada de flujos de capital. Dado el papel de intermediarios que desempeñan los bancos, las quiebras en este sector tienen un efecto multiplicador que hace que el coste de las crisis sea más elevado y más difícil de evaluar.

Este problema está relacionado con el hecho de que resulta difícil valorar la capacidad y la disposición de un país deudor para pagar a sus acreedores, lo que complica la elección de una respuesta de política económica adecuada. En una crisis de cuenta de capital, la ampliación de los diferenciales de tipos de interés, las presiones sobre el tipo de cambio y el aumento de los tipos de interés nacionales suelen causar problemas al deudor soberano a la hora de hacer frente a sus obligaciones externas de pago. En principio, la respuesta de política económica más apropiada a este tipo de problemas debería determinarse a partir de la situación de sostenibilidad de la deuda. Si el factor desencadenante de la crisis es una falta transitoria de fondos, pero los fundamentos económicos son sólidos y la deuda sigue siendo sostenible (crisis de liquidez), la respuesta más adecuada sería proporcionar financiación adicional o la reprogramación de la deuda, de forma que su valor actual neto se mantenga, pero los pagos se aplacen temporalmente. En este contexto, se puede abogar en favor de la financiación a corto plazo por parte del sector oficial con el fin de proporcionar la liquidez adicional necesaria

durante la crisis, ayudando al país a acomodar sus obligaciones de pago a lo largo de un período de tiempo más prolongado. En cambio, si la crisis está vinculada a una carga de deuda insostenible (crisis de solvencia), resulta más adecuado tratar de reestructurar la deuda, lo que conlleva una reducción del valor actual neto de la misma. No obstante, en épocas de crisis, a menudo resulta extremadamente complicado emitir una opinión firme sobre la sostenibilidad de la deuda, dadas las dificultades para evaluar la naturaleza precisa de una crisis de cuenta de capital y el hecho de que los acontecimientos pueden desarrollarse con especial rapidez.

Como último desafío, la coordinación entre los acreedores ha pasado a ser más compleja con el uso de nuevos instrumentos financieros y una base de acreedores más amplia. En las crisis de deuda de la década de los ochenta, fue relativamente sencillo organizar la coordinación, ya que no había muchos acreedores y sus intereses eran, en gran medida, coincidentes. Los acreedores soberanos coordinaron sus acciones a través del Club de París, y los bancos comerciales establecieron mecanismos de coordinación informales a través del Club de Londres. El aumento del número de acreedores y de instrumentos financieros ha hecho que, actualmente, resulte mucho más difícil lograr la coordinación, preservar los derechos de los acreedores y evitar la discriminación entre ellos. Además, en los casos en que el sector financiero nacional es propietario de parte de la deuda de un país, debe alcanzarse un equilibrio satisfactorio entre la equidad de los acreedores, que implicaría la participación plena de los acreedores nacionales en la reprogramación o en la reestructuración de la deuda, y el mantenimiento de la estabilidad financiera nacional, lo que podría exigir una participación más limitada de dichos acreedores.

### **3 Medidas de política económica para promover una resolución ordenada de la crisis**

La experiencia ganada en las recientes crisis de cuenta de capital ha aumentado la concienciación al respecto y ha puesto de manifiesto la necesidad de reflexionar sobre las acciones y las políticas económicas de los distintos agentes involucrados. Los esfuerzos por resolver la crisis han

cosechado resultados variados, como se desprende de los distintos niveles de éxito en la contención de sus repercusiones macroeconómicas y financieras en el medio plazo. En la mayoría de los casos, el crecimiento económico se recuperó con gran rapidez tras la crisis, pero, en

algunos, la pérdida de producto asociada a la crisis sólo pudo compensarse al cabo de varios años (véase cuadro 1). De igual modo, la elevada volatilidad de las variables financieras, como los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios de la renta variable, se redujo a un ritmo distinto en función del país; en determinados casos, las turbulencias en los mercados persistieron durante un período prolongado. En los casos en que la situación de la deuda externa resultó ser insostenible, el retorno a un escenario de mayor sostenibilidad fue desigual entre los países y, en ocasiones, hubo que recurrir a dilatadas y difíciles negociaciones. Además, para la mayor parte de los países, el saneamiento de los balances del sector financiero y del sector empresarial supuso elevados costes fiscales y la aplicación de amplias reformas estructurales con los consiguientes costes a corto plazo.

Uno de los principales retos de política económica que se ha planteado a partir de estas crisis es la búsqueda de un equilibrio adecuado entre los tres elementos principales para la resolución de crisis. El primer elemento es el ajuste interno, es decir, el conjunto de medidas de política económica adoptado por el país deudor con el fin de afrontar las causas de la crisis y restablecer la sostenibilidad de la deuda. El segundo elemento es la participación del sector privado, o sea, los flujos financieros procedentes de acreedores privados que, en casos muy

concretos, puede incluir una reestructuración de la deuda con una reducción del valor actual neto. El tercer elemento es la financiación oficial, esto es, la facilitada por organismos oficiales, principalmente el FMI, el Banco Mundial, los bancos de desarrollo regional y, en ciertos casos, acreedores oficiales bilaterales. Estos tres elementos están estrechamente relacionados y se refuerzan mutuamente. Es conveniente que se produzca un rápido retorno de los flujos financieros procedentes de acreedores privados para limitar los costes de la crisis. Sin esto, los precios de los activos nacionales y las variables financieras pueden estar sujetos a alteraciones que disminuyan las posibilidades de éxito del proceso de ajuste. El ajuste interno es una condición previa para una participación efectiva del sector privado, dado que la recuperación de la confianza del mercado depende de la corrección sostenible de los desequilibrios internos. Asimismo, la financiación oficial desempeña un papel fundamental, ya que puede contribuir a reducir los costes de una crisis con nuevas aportaciones de fondos en un momento en el que el acceso a los mercados de capitales resulta difícil. Al mismo tiempo, esta financiación sólo se debería proporcionar si existe un nivel adecuado de ajuste interno, dado que sólo la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y de los desajustes en los balances pueden proporcionar garantías de que el conjunto de recursos del FMI permanecerá disponible para que pueda ser utilizado por otros países miembros.

**Cuadro**  
**Crecimiento del PIB real en economías emergentes seleccionadas**  
(tasas de variación interanuales)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 <sup>1)</sup>
Argentina	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8	<b>-4,4</b>	<b>-10,9</b>	5,5
Brasil	5,9	4,2	2,7	3,3	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	4,4	1,4	1,5	1,5
Indonesia	7,5	8,2	8,0	<b>4,5</b>	<b>-13,1</b>	0,8	4,9	3,4	3,7	3,5
Corea del Sur	8,3	8,9	6,8	<b>5,0</b>	<b>-6,7</b>	10,9	9,3	3,1	6,3	2,5
México	<b>4,4</b>	<b>-6,2</b>	5,2	6,8	5,0	3,6	6,6	-0,2	0,7	1,5
Rusia	-12,7	-4,1	-3,6	1,4	<b>-5,3</b>	6,3	10,0	5,0	4,3	6,0
Tailandia	9,0	9,2	5,9	<b>-1,4</b>	<b>-10,5</b>	4,4	4,6	1,9	5,3	5,0
Turquía	-5,0	6,9	6,9	7,6	3,1	<b>-4,7</b>	7,4	<b>-7,5</b>	7,8	5,3

Fuentes: FMI, *World Economic Outlook*, septiembre 2003.

Nota: Las cifras en negrita indican el año o los años en que se produjo una crisis de cuenta de capital.

1) Las cifras correspondientes a 2003 son proyecciones.

En respuesta a estos retos, los organismos oficiales internacionales, principalmente el FMI, han analizado su experiencia en la gestión de crisis, a partir de informes internos y externos. La Oficina de Evaluación Independiente, establecida por el FMI para realizar una evaluación objetiva e independiente de cuestiones relacionadas con el FMI, puede ser llamada a desempeñar un papel de creciente importancia en este proceso de análisis.

El FMI ha introducido una serie de medidas para mejorar la resolución ordenada, y a tiempo, de las crisis de cuenta de capital. A continuación se consideran las medidas concretas que se han adoptado, o cuya adopción está siendo debatida, en relación con los tres elementos necesarios para la resolución de una crisis. No obstante, antes de comenzar es necesario realizar dos observaciones.

En primer lugar, las medidas para facilitar la resolución de crisis deberían alcanzar un equilibrio entre las normas y la discrecionalidad. Por una parte, es necesario disponer de normas claras que faciliten la coordinación de las expectativas y los comportamientos de las distintas partes, ya que es probable que la falta de tales normas desemboque en una estructura inadecuada de los incentivos para la asunción de riesgos. Por otra, se necesita cierta discrecionalidad para afrontar los problemas y los retos específicos de cada crisis, y para evitar un marco excesivamente preceptivo y detallado, que podría impedir la oportuna adopción de las decisiones apropiadas.

En segundo lugar, un importante criterio para determinar la combinación más adecuada de estos elementos es la situación de sostenibilidad de la deuda. Si la deuda es insostenible, será necesario conjugar el ajuste interno y la reestructuración de la deuda. En caso contrario, la combinación de un fuerte ajuste interno y una amplia financiación oficial, aunque transitoria, puede facilitar nuevamente acceso a la financiación privada y contribuir a superar la crisis. Esto implica que una valoración adecuada de la sostenibilidad de la deuda es un requisito previo fundamental para resolver las crisis con éxito. Reconociendo esto, el FMI ha realizado considerables esfuerzos por mejorar las técnicas utilizadas en sus valoraciones sobre la sostenibilidad de la

deuda y ha comenzado a incluir tales valoraciones de manera más sistemática en los documentos que presenta ante el Directorio Ejecutivo. Aunque habría que reconocer que la determinación de la sostenibilidad en el medio plazo es una cuestión intrínsecamente valorativa, y que su base analítica puede estar sujeta a amplios márgenes de error, los continuados esfuerzos del FMI por incrementar la precisión del ejercicio han de ser bien recibidos. A este respecto, los análisis de sostenibilidad deberían proporcionar, asimismo, distintos escenarios que reflejaran hipótesis alternativas para las variables macroeconómicas y los flujos financieros, a fin de dar una indicación del resultado que se podría alcanzar en el peor de los casos. Además, el FMI ha acordado aumentar la transparencia mediante la publicación de valoraciones sobre la sostenibilidad de la deuda, fomentando así la precisión en su preparación.

### **Ajuste interno**

El ajuste interno es la piedra angular de la resolución de crisis y un requisito previo clave para el restablecimiento de la confianza y la reanudación de los flujos financieros de entrada. La principal responsabilidad de tal ajuste recae en los responsables de la política económica del país que padece la crisis, ya que solucionar las debilidades que han provocado la crisis es una tarea en interés del propio país, al igual que garantizar el oportuno retorno a la estabilidad macroeconómica y financiera y la sostenibilidad de la deuda. No obstante, la ocurrencia de crisis de cuenta de capital exige un análisis de la naturaleza del ajuste interno necesario. Concretamente, las novedosas características de las recientes crisis, tal y como se describe en la sección 2, implican que las medidas de ajuste no deberían tener como único objetivo la superación de las dificultades macroeconómicas, como los déficit por cuenta corriente y los desequilibrios presupuestarios, sino que también deberían ocuparse de las vulnerabilidades subyacentes en los balances del sector público y privado, como, por ejemplo, los desajustes entre los vencimientos de activos y pasivos y entre distintas divisas, así como posibles deficiencias en el marco regulador o supervisor. Un reto específico en relación con el ajuste inter-

no es combinar una acción de política económica urgente, que puede ser necesaria para contener los efectos inmediatos de una crisis, con reformas estructurales a largo plazo, imprescindibles para mantener el potencial de crecimiento de la economía en el largo plazo.

Los organismos oficiales internacionales también intervienen en el ajuste interno, a través de la condicionalidad de los programas financieros del FMI. La condicionalidad garantiza que la financiación del FMI se utilice para resolver las dificultades económicas del deudor y que el país podrá reembolsar los fondos al FMI cuando finalice el programa. También desempeña un papel esencial en el restablecimiento de la confianza de los mercados, ya que aporta cierta seguridad a los acreedores privados con respecto a la calidad del ajuste interno. Las experiencias con las crisis de cuenta de capital de los últimos años han llevado al FMI a revisar algunos elementos de su enfoque de la condicionalidad. En primer lugar, tras las crisis asiáticas de finales de los años noventa, el FMI comenzó a adaptar la condicionalidad con el fin de garantizar que se ajustaba a los problemas y necesidades específicos del país en cuestión, ampliándose su enfoque para incluir áreas como las políticas del sector financiero, además de las tradicionales políticas macroeconómicas. Si bien esto permitió que se trataran los factores estructurales causantes de una crisis, posteriormente se reconoció que, en determinados casos, se había producido cierto «exceso» en la ampliación del enfoque. En consecuencia, el FMI decidió racionalizar la condicionalidad para centrarse en cuestiones de relevancia fundamental para la resolución de una crisis. En segundo lugar, ha aumentado el consenso en el sentido de que la condicionalidad sólo puede ser efectiva si las autoridades nacionales tienen la capacidad administrativa y la determinación y el apoyo político necesarios para poner en práctica acciones correctivas. De este modo, el FMI ha fomentado cada vez más la titularidad nacional en el diseño de los programas.

### **Financiación oficial**

El paso de las crisis de cuenta corriente a las crisis de cuenta de capital ha hecho más difícil determinar cuál es el papel que debe desempeñar la fi-

nanciación oficial. Las recientes crisis de cuenta de capital se han caracterizado por unas necesidades de financiación externa muy considerables de los sectores público y privado del país deudor, que no han podido satisfacerse en su totalidad con las reservas oficiales disponibles. Los organismos oficiales internacionales han respondido complementando estas reservas con importantes paquetes de financiación. Este enfoque ha impulsado un debate en torno a la función que ha de representar la financiación oficial, centrándose en la cuestión de si ésta podría actuar como prestamista de última instancia o de forma similar a los bancos centrales en un ámbito nacional. A pesar de su atractivo, esta analogía está sujeta a una serie de limitaciones. En primer lugar, un prestamista de última instancia debe disponer de cuantiosos recursos, y los recursos de las instituciones financieras internacionales son limitados. Esto supone un contraste con el ámbito nacional, donde los bancos centrales, dado que pueden emitir su propia moneda fiduciaria, cuentan con recursos ilimitados para ayudar a las entidades de crédito privadas que se enfrentan a problemas de liquidez. En segundo lugar, la concesión de sustanciales paquetes de financiación puede conducir a una mayor exposición de las instituciones internacionales, principalmente el FMI, a algunos prestatarios importantes, lo que resultaría en una concentración no deseada de préstamos del FMI y en un nivel inaceptable de riesgo de crédito para el FMI e, indirectamente, para la comunidad internacional. En tercer lugar, en el ámbito nacional, la asistencia que prestan los bancos centrales a entidades de crédito con problemas puede ir acompañada de la obligación de introducir cambios en el gobierno corporativo, incluida la sustitución de un equipo gestor incompetente. En el plano internacional, la condicionalidad del FMI puede utilizarse para corregir políticas internas insostenibles, si bien es posible que su eficacia sea más limitada. En cuarto lugar, aunque las dificultades prácticas que entraña distinguir una crisis de liquidez de una crisis de solvencia complican también la actuación de un prestamista de última instancia en el ámbito nacional, tienen necesariamente que ser más significativas en el plano internacional, ya que la información sobre los balances resulta mucho más difícil de compilar y de valorar para todo un país que para una entidad de crédito individual.

A la vista de estas limitaciones, es probable que la función que ha de desempeñar un prestamista internacional de última instancia esté sujeta a errores de política económica. Concretamente, existe el riesgo de que se proporcione una financiación generosa a un país, considerándose que tiene una situación de deuda sostenible, y que, posteriormente, demuestre ser insostenible. Con el tiempo, el desempeño de esta función comporta el riesgo de que, en caso de que se produzca un deterioro gradual, de una situación de sostenibilidad a una situación de insostenibilidad, los organismos oficiales internacionales no tengan, en última instancia, más opción que renovar su financiación. Por último, puede surgir un riesgo moral si la financiación oficial distorsiona el funcionamiento de la disciplina de mercado, es decir, los incentivos que los acreedores privados proporcionan a un país deudor a fin de que se apliquen políticas saneadas para generar la capacidad de reembolso necesaria. Esto puede suceder si los prestatarios y los prestamistas perciben que la financiación oficial ofrece algún tipo de seguro gratuito. En tal caso, a los países deudores les puede parecer menos costoso aplicar políticas insostenibles (riesgo moral del deudor), y es posible que los inversores presten menor atención al riesgo de crédito al tomar decisiones de inversión (riesgo moral del acreedor). Si bien el riesgo moral no es específico de los préstamos internacionales y la evidencia empírica es escasa, los grandes paquetes de financiación concedidos por los organismos internacionales a los países deudores deberían seguir siendo algo excepcional, y sustentarse en argumentos de peso. La posibilidad de que el riesgo moral sea mayor motivo de preocupación en un contexto internacional se deriva del hecho de que, en momentos de resolución de crisis, la transferencia a los acreedores de una parte de los costes resultantes de la aplicación de políticas insostenibles resulta más difícil si los acreedores y el prestatario no se encuentran en la misma jurisdicción. Por otra parte, la estructura de preferencia de la deuda soberana tiende a ser más compleja y a estar definida con menor claridad que la de las entidades privadas.

Como consecuencia, se ha admitido que la función de prestamista internacional de última instancia no es, en gran medida, ni factible ni acon-

sejable. La idea de que la financiación oficial debería estar sujeta a normas claras, incluidos rigurosos límites de acceso, para minimizar posibles distorsiones en el funcionamiento de los mercados, debería considerarse un logro positivo en este debate.

Esta opinión queda reflejada en el marco del FMI para el acceso excepcional. Con arreglo a este marco, en general, la financiación del FMI no debería sobrepasar límites de acceso preestablecidos, determinados como una función de la cuota asignada a cada país miembro del FMI. Por lo general, el importe de la financiación en un año dado no debería superar el 100% de la cuota (el límite de acceso anual), y el importe total del saldo vivo de préstamos del FMI debe permanecer por debajo del 300% de la cuota (el límite de acceso acumulado). No obstante, en ciertos casos, el FMI puede decidir conceder acceso excepcional otorgando fondos por encima de estos límites. Hasta marzo del 2003, esto era posible en «circunstancias excepcionales» que no se explicaban en detalle, o bien a través del uso del Servicio de Complementación de Reservas (SRF en sus siglas inglesas), que no estaba sujeto a límites (este servicio puede utilizarse en casos en los que el riesgo de contagio podría plantear una amenaza para el sistema financiero internacional). Desde 1995, nueve países —Argentina, Brasil, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Tailandia, Turquía y Uruguay— se han beneficiado del acceso concedido por encima de los límites establecidos. Además, la mayor parte del total de préstamos otorgados por el FMI en ese período fueron préstamos que superaban los límites.

En marzo del 2003, el FMI decidió reforzar su política de acceso especificando una serie de procedimientos y de criterios básicos para conseguir el acceso excepcional. En cuanto a los procedimientos, actualmente, la documentación de los programas debe incluir una justificación más detallada del importe de financiación oficial propuesto, el Directorio Ejecutivo del FMI debe ser consultado al principio, y se ha de llevar a cabo una evaluación sistemática posterior de los programas para los que se ha concedido acceso excepcional. Los criterios son la presencia de presiones excepcionales sobre la cuenta financiera de la balanza de pagos, que no pueden cum-

plirse dentro de los límites normales, una elevada probabilidad de que se mantenga la sostenibilidad de la deuda, buenas perspectivas de que el país recuperará acceso a los mercados, y muchas posibilidades de que el programa de ajuste tenga éxito. La política de acceso excepcional se vio reforzada en junio del 2003, mes en que el FMI acordó la publicación obligatoria de los informes elaborados para adoptar las decisiones sobre el acceso excepcional a partir de julio del 2004, una medida cuyo objeto era que causara un efecto disciplinario en el proceso de toma de decisiones.

La inclusión de un criterio sobre la sostenibilidad de la deuda podría considerarse parte de la función de prestamista de última instancia del FMI, dado que significa que a un país que se enfrenta a una crisis exclusivamente de liquidez se le pueden conceder fondos por importes considerablemente más elevados. No obstante, incluso con esta disposición, el papel del FMI no puede ser considerado el de prestamista de última instancia, ya que las cantidades que se entregan como ayuda oficial no son ilimitadas, ni siquiera en casos de acceso excepcional. El importe de la financiación siempre debe justificarse en relación con ciertos indicadores, como, por ejemplo, el PIB y el déficit de financiación.

### **Participación del sector privado**

En este artículo, la participación del sector privado se define en sentido amplio, y no sólo incluye situaciones en las que se lleva a cabo una reestructuración de la deuda (que implica una reducción de su valor actual neto), sino también casos en los que acreedores privados renuevan un crédito existente o conceden uno nuevo sin una reducción del valor actual neto. Desde una perspectiva amplia, la participación del sector privado constituye un elemento clave en todas las crisis, principalmente por dos motivos. En primer lugar, es necesaria porque la mayor parte de la financiación externa de las economías emergentes corresponde a la financiación privada. Los otros dos elementos necesarios para gestionar una crisis, el ajuste interno y la financiación oficial, son insuficientes para hacer frente a las elevadas necesidades de financiación que provocan las crisis de

cuenta de capital. Esto se debe a que los ajustes internos tienden a surtir efecto, en la mayoría de los casos, en el medio plazo y, por consiguiente, es posible que no siempre se produzcan resultados inmediatos, y a que la financiación oficial se ve constreñida por las limitaciones de recursos. En segundo lugar, la participación de los acreedores privados es importante por consideraciones de riesgo moral. Como se ha mencionado en relación con la financiación oficial, los mercados sólo pueden ejercer su función disciplinaria cuando se insta a los acreedores a internalizar los riesgos relacionados con sus decisiones de inversión, lo que sólo puede suceder si, en caso de que estos riesgos se materialicen, se obliga a los inversores a asumir al menos parte de los costes asociados.

Sin embargo, la participación del sector privado se ve dificultada por los retos generales descritos en la sección 2, es decir, la rapidez con la que se desarrollan los acontecimientos en los mercados y, lo que es más importante, los problemas de coordinación e información. Los problemas de coordinación surgen cuando el comportamiento optimizador de cada acreedor individual conduce a una solución subóptima. Así por ejemplo, en caso de que se proponga una reestructuración, cada acreedor puede tener interés en declinar la oferta y solicitar el reembolso de la totalidad de los fondos, con la esperanza de que otros acreedores participen en la reestructuración y asuman la carga [conducta oportunista (*free-rider behaviour*)]. Si todos los acreedores aplican la misma estrategia oportunista, el resultado final puede ser desordenado y peor que una solución coordinada. Los problemas de información guardan relación con las dificultades, anteriormente mencionadas, que se plantean al valorar la capacidad real de pago de los deudores soberanos, así como sus estrategias en el proceso de reestructuración de la deuda. En consecuencia, el proceso de negociación se encuentra rodeado de un grado considerable de incertidumbre, que puede llevar a que los acreedores privados sean reacios a aceptar participar en la resolución de una crisis.

Para superar los problemas de coordinación e información se han propuesto tres amplios grupos de instrumentos. Una propuesta, que fue considerada con posterioridad a la crisis de Méxi-



co e impulsada en un informe del G-10 titulado «The resolution of sovereign liquidity crises» (mayo 1996), consiste en modificar el marco contractual incluyendo cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos de deuda (el enfoque contractual). Recientemente, el FMI ha estudiado la idea de establecer un marco de derecho internacional mediante la instauración de un Mecanismo de Resolución de la Deuda Soberana (SDRM, en sus siglas inglesas) (el enfoque legal), y, en la actualidad se está preparando una tercera propuesta, la elaboración de un Código de Conducta (el enfoque basado en el Código). Estas tres soluciones, que se describen con mayor detalle en los párrafos siguientes, se distinguen por los problemas que pretenden abordar y por su naturaleza contractual, legal o voluntaria. El principal objetivo del enfoque contractual es resolver el problema de coordinación entre los acreedores. El enfoque legal se ocuparía tanto de los problemas relacionados con la coordinación entre los acreedores como de la recopilación de información, y se condensaría en un marco legalmente vinculante. Por último, el enfoque basado en el Código trataría ambos problemas, el de la coordinación y el de la recopilación de la información, pero no tendría carácter vinculante.

El enfoque contractual se basa en las cláusulas de acción colectiva, es decir, cláusulas en los contratos de deuda que facilitan la coordinación entre los acreedores. Cabe destacar que reducen el umbral para la aprobación de las reestructuraciones de deuda, que ya no será la unanimidad, sino la mayoría cualificada, por ejemplo, el 75% del importe del saldo de la deuda pendiente (cláusulas de reestructuración mayoritaria), y, de este modo, contribuyen a evitar situaciones en las que un grupo minoritario de acreedores bloquee un acuerdo de reestructuración. También limitan la posibilidad de que un grupo minoritario de acreedores inicie acciones legales contra el deudor que puedan alterar las negociaciones sobre la reestructuración (cláusulas de actuación mayoritaria). Legalmente es posible introducir estas cláusulas en casi todas las jurisdicciones, pero hasta hace poco no se habían utilizado en algunas jurisdicciones clave, principalmente Nueva York, debido a las prácticas de mercado imperantes. Se considera que, en la actualidad, sólo en torno a un tercio del saldo vivo de los bonos soberanos

internacionales incluye cláusulas de acción colectiva. No obstante, recientemente se han efectuado considerables progresos para incluir estas cláusulas de forma más generalizada, y, a partir de marzo del 2003, se han incorporado a la mayoría de los nuevos bonos soberanos emitidos con arreglo a la legislación de Nueva York. Hasta ahora, su inclusión no ha tenido un impacto perceptible en los costes de financiación, contrariamente a los temores de los prestatarios de que los acreedores pudieran considerar que las cláusulas de acción colectiva facilitaban el recurso indebido a las renegociaciones de la deuda y, en consecuencia, de que se produjera un aumento de las primas de riesgo. El intenso trabajo sobre cláusulas modelo llevado a cabo en foros oficiales y privados, incluido el Grupo de Trabajo sobre Cláusulas Contractuales del G-10, en el que también ha participado el BCE, ha contribuido a que se avance hacia una mayor inclusión de estas cláusulas. Por otra parte, en un esfuerzo por predicar con el ejemplo, los Estados miembros de la UE se comprometieron, en abril del 2003, a incluir cláusulas de acción colectiva en sus emisiones futuras de bonos realizadas en jurisdicciones extranjeras.

En general, esto sugiere que los progresos que se están realizando para generalizar la inclusión de cláusulas de acción colectiva son satisfactorios. No obstante, es posible que el enfoque contractual no ofrezca, por sí solo, una respuesta completa a los retos relacionados con la participación del sector privado. El primer motivo de preocupación es que pueden transcurrir muchos años hasta que se incluyan cláusulas de acción colectiva en la totalidad de la deuda soberana. Además, estas cláusulas suelen aplicarse a una emisión de deuda concreta y, por ello, no prevén la agregación de tenedores de distintas emisiones. Sin embargo, en el enfoque contractual se ha avanzado en la consecución de cierto grado de agregación. Concretamente, los bonos emitidos recientemente en Uruguay incluyen cláusulas de acción colectiva que establecen una forma limitada de agregación. No obstante, la inclusión de cláusulas contractuales que estipulen la agregación no es tan sencilla, y su diseño se encuentra en una fase relativamente experimental. Por último, si bien el enfoque contractual ayuda a abordar problemas de coordinación entre deudores,

es posible que no ofrezca respuesta a otros retos que se plantean en el contexto de la resolución de crisis, como la necesidad de un intercambio de información simétrica entre deudores y acreedores. En general, esto sugiere que puede que sea necesario continuar trabajando y encontrar soluciones innovadoras a fin de mejorar ciertos aspectos de este enfoque.

Como solución alternativa, entre el año 2001 y principios del 2003, el FMI estuvo trabajando en un enfoque legal basado en un procedimiento legalmente vinculante en forma de un SDRM. Este enfoque partía de la idea de que ciertos elementos de los mecanismos de quiebra aplicables en un contexto nacional a entidades del sector público o privado podrían utilizarse en un contexto soberano. Con arreglo a esta propuesta, el SDRM se circunscribiría a casos en los que la situación de la deuda de un país hubiera pasado a ser insostenible, hubiera clasificado toda la deuda relevante de un deudor soberano en un número limitado de categorías de acreedores y hubiera permitido que una mayoría cualificada de acreedores de cada categoría acordaran un plan de reestructuración. Además, estaría dotado de un foro de resolución de conflictos, facultado para desempeñar funciones administrativas (notificaciones a los acreedores, registro de reclamaciones, administración del proceso de votación) y para tomar determinadas decisiones judiciales en la resolución de los conflictos entre deudores y acreedores y entre acreedores.

El enfoque legal proporcionaría un marco sólido para tratar los problemas de información y coordinación. A diferencia de las cláusulas de acción colectiva, este enfoque establece la agregación de los contratos de deuda de las distintas categorías de acreedores. Por otra parte, sería aplicable a toda la deuda pendiente desde el primer día de su implantación. También sería legalmente vinculante, ya que estaría integrado en un marco legislativo internacional, por ejemplo, a través de una modificación del Convenio Constitutivo del FMI.

No obstante, en las Reuniones de Primavera del FMI, celebradas en abril del 2003, quedó patente el hecho de que no se contaba con apoyo político suficiente para crear un SDRM. Los prestatarios

de las economías emergentes no se mostraron dispuestos a apoyarlo por la oposición de los acreedores del sector privado y por la preocupación que causaba la posibilidad de que se incrementaran los costes de financiación. Algunas de las economías avanzadas también se mostraron escépticas. En consecuencia, la idea de crear un SDRM se abandonó por el momento, si bien se acordó seguir estudiando algunos de sus aspectos, que podrían ser de importancia general en la resolución ordenada de las crisis. Por consiguiente, en el futuro será importante valorar en qué medida aspectos como el aumento de la transparencia y la divulgación de información, la agregación de las emisiones de deuda y la creación de un foro de resolución de conflictos pueden replicarse fuera de un marco legal internacional.

Con respecto a la tercera solución, se está trabajando en relación con un Código de Conducta en el que se recogerían las mejores prácticas y directrices para el prestatario, los prestamistas y los organismos oficiales internacionales. Aunque estas mejores prácticas no serían vinculantes, podrían mejorar el proceso de resolución de crisis. En la actualidad, un grupo de representantes del sector privado y cargos públicos de las economías emergentes y de los países acreedores están preparando el terreno para redactar dicho código. El Código se basaría en un conjunto de principios para la resolución de crisis soberanas, como las consultas entre acreedores y deudores en una fase temprana, la información compartida y la transparencia desde un primer momento, y el trato equitativo. Por otra parte, con el fin de ayudar a aplicar estos principios, aludiría a una serie de instrumentos, entre los que se podrían incluir, por ejemplo, mecanismos para compartir la información, cláusulas de acción colectiva y mecanismos para organizar las negociaciones entre un deudor y sus acreedores. Por último, la aplicación del Código de Conducta podría asegurarse a través de procedimientos específicos de seguimiento y revisión.

El Código podría contribuir a mejorar la resolución de crisis, ya que sus principios de política económica guiarían las actuaciones de deudores y acreedores y, en consecuencia, ayudarían a abordar problemas tanto de coordinación como de información. También contribuiría a prevenir

mejor las crisis, ya que favorecería y facilitaría el diálogo que actualmente mantienen las partes interesadas y, con ello, fomentaría un comportamiento adecuado y la pronta adopción de medidas correctivas. En la fase actual queda por resolver la cuestión de si el Código incluiría instrumen-

tos e incentivos lo suficientemente sólidos para ser efectivo, dado su carácter voluntario. Algunos observadores han alegado que tal enfoque sólo podría ser plenamente efectivo si se aplica «a la sombra de la ley», es decir, si existe un verdadero marco institucional como solución de reserva.

## 4 Conclusiones

En este artículo se han analizado las experiencias más recientes con las crisis de cuenta de capital en las economías emergentes. Estas crisis han resultado ser muy difíciles de gestionar, como ponen de manifiesto los inciertos resultados en términos de costes económicos y de rapidez con la que se ha reestablecido la confianza y la estabilidad en los países afectados por las crisis.

Los organismos oficiales internacionales ya han aprendido de la experiencia reciente y han acordado una serie de medidas para maximizar la eficacia de cada uno de los tres elementos principales en la resolución de crisis, es decir, el ajuste interno, la financiación oficial y la participación del sector privado. Además de los desequilibrios macroeconómicos, en la actualidad se admite que los desajustes en los balances de los sectores financiero y empresarial de un país son algunas de las principales fuentes de inestabilidad, con potencial para provocar una crisis de gran magnitud. Con respecto a la financiación oficial, el FMI ha puesto en marcha un conjunto de nuevas iniciativas, incluida la adopción, en marzo del 2003, de un nuevo marco para orientar las decisiones relativas al acceso excepcional a los fondos del FMI durante las crisis de cuenta de capital, que debería contribuir a aumentar la rendición de cuentas y la transparencia. Por último, en el ámbito de la participación del sector privado se han presentado nuevas propuestas para abordar los problemas de coordinación e información que pueden provocar perturbaciones en los mercados. No obstante, es probable que ninguna de las propuestas solucione todos los problemas que

han complicado la resolución de las crisis últimamente. Las cláusulas de acción colectiva tienen la ventaja de ser bastante sencillas de aplicar, como demuestra su inclusión generalizada en las recientes emisiones internacionales de bonos soberanos de las economías emergentes, y de contribuir a mitigar el problema de la coordinación entre acreedores. Sin embargo, no ofrecen más información a los inversores ni facilitan la agregación de las distintas emisiones de bonos del mismo país. Por ahora, la propuesta de crear un SDRM se ha dejado en suspenso, ya que algunas de las partes interesadas lo consideran relativamente inadecuado para hacer frente a las imperfecciones de los mercados. Con todo, puede que parte de sus elementos merezcan una consideración adicional, dada su posible contribución en la resolución de los problemas de coordinación e información en casos en los que la reestructuración de la deuda sea prolongada. La tercera propuesta, la preparación de un Código de Conducta, también podría contribuir a abordar los problemas citados, si bien su diseño específico está por definir y su funcionamiento, basado en la utilización voluntaria de las mejores prácticas, todavía debe someterse a prueba

No obstante, puede que estas propuestas, así como su aplicación, no agoten toda la gama de soluciones que se han de considerar en los próximos años. Aunque recientemente se ha progresado en la resolución de crisis, es probable que la comunidad internacional tenga que realizar mayores esfuerzos, dados los retos de política económica que aún persisten.

# El papel internacional del euro: principales novedades desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria

En este artículo se evalúan brevemente las principales características del papel internacional del euro, es decir, su uso por no residentes en la zona del euro. Desde 1999, el uso del euro por parte de no residentes en la zona se ha ido extendiendo gradualmente. El euro ha consolidado su papel como segunda moneda internacional y presenta tanto rasgos propios como otras características que comparte con la primera moneda internacional, el dólar estadounidense. Entre los principales usuarios del euro no residentes en la zona se incluyen las grandes empresas e instituciones financieras de los países industrializados. El papel del euro se ha desarrollado particularmente en las regiones próximas a la zona, notablemente en Londres, por lo que se refiere a los mercados financieros, y en los países de Europa central y del sudeste, en los que las monedas nacionales que fueron sustituidas por el euro circulaban antes del inicio de la Unión Monetaria. Esta evolución está guiada, principalmente, por el mercado y pone de manifiesto el grado de confianza que el euro inspira a los no residentes en la zona. El BCE publica anualmente un informe más detallado y analítico sobre el papel internacional del euro.

## I Evolución en los cuatro últimos años

En el presente artículo se analizan algunos segmentos de los mercados financieros internacionales en los que consideraciones sobre la elección de las monedas desempeñan un papel decisivo, centrándose en la emisión y colocación de valores de renta fija, las operaciones con divisas realizadas en el mercado al contado y las transacciones internacionales de los bancos, incluidas las interbancarias, efectuadas entre países o denominadas en moneda extranjera. No se examinan en este artículo otros segmentos de mercado en los

que las consideraciones sobre las monedas son menos importantes, tales como los de valores de renta variable o de ciertos tipos de derivados.

En los citados tres segmentos de mercado, el euro se ha consolidado firmemente como segunda moneda internacional. Su cuota de mercado ha crecido de forma constante desde mediados del año 1999 a mediados del 2001 y, posteriormente, de manera más gradual hasta mediados del 2003 (véase cuadro 1).

### Cuadro 1

#### Uso internacional de las monedas en algunos mercados financieros

(en porcentaje)

	Dólar estadounidense	Euro	Yen japonés	Otras monedas
Bonos, obligaciones e instrumentos del mercado monetario emitidos por no residentes en los respectivos mercados financieros nacionales <sup>1), 2)</sup>				
Junio 1999	46,8	21,7	16,6	14,9
Junio 2001	44,1	27,4	14,3	14,2
Junio 2003	43,7	30,4	10,5	15,3
Total de operaciones con divisas realizadas fuera de la zona del euro contra la moneda local <sup>3)</sup>				
Abril 2001	47,5	16,9	12,5	23,1
Pasivos bancarios internacionales <sup>1), 4)</sup>				
Junio 1999	55,2	19,6	8,7	16,5
Junio 2001	54,4	24,1	7,7	13,7
Diciembre 2002	53,2	24,6	6,2	16,0

Fuentes: BPI y cálculos del BCE.

1) A los tipos de cambio constantes del primer trimestre de 1994.

2) Saldos vivos de valores de renta fija emitidos en una moneda distinta de la del país de residencia del prestatario (para el euro, la totalidad de la zona del euro).

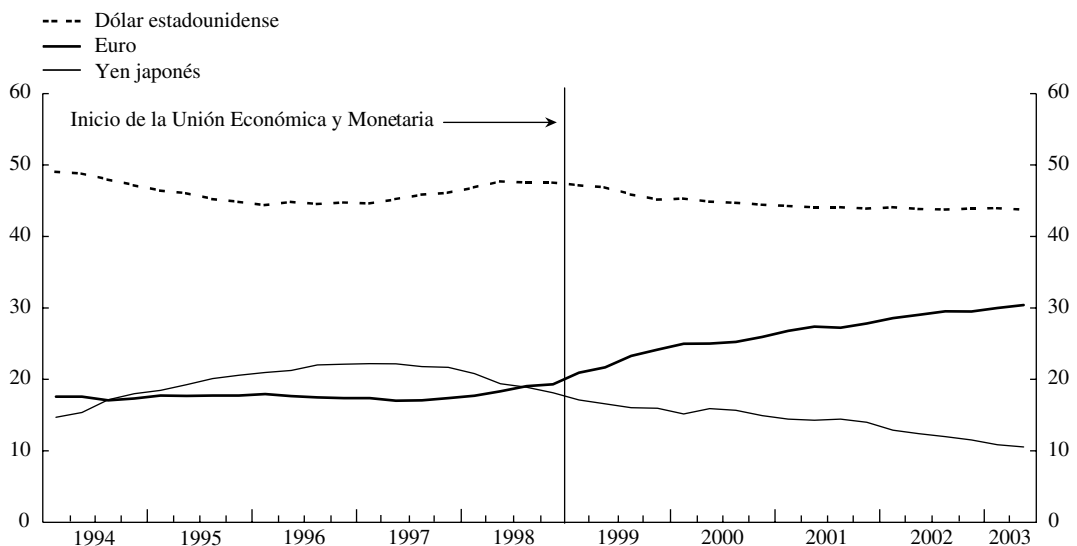
3) Incluidas las operaciones con divisas contra el dólar en Estados Unidos y contra el yen en Japón.

4) Pasivos transfronterizos de las entidades de crédito y sus pasivos nacionales en moneda extranjera.

## Gráfico I

### Saldo de valores internacionales de renta fija: desglose por monedas<sup>1)</sup>

(en porcentaje)



Fuentes: BPI y cálculos del BCE.

1) Bonos, obligaciones e instrumentos del mercado monetario, excluidas las emisiones en moneda nacional, en porcentaje del saldo vivo total, a los tipos de cambio del primer trimestre de 1994.

1) Los datos sobre la denominación de los saldos vivos de valores internacionales de renta fija (bonos, obligaciones e instrumentos del mercado monetario) emitidos en una moneda distinta de la del país en el que reside el prestatario muestran que, a mediados del 2003, el euro alcanzaba el 30% de dichos saldos, con una ganancia de 9 puntos porcentuales con respecto al porcentaje que representaba a mediados del año 1999 (véase también gráfico I).

2) Según los datos de la encuesta trienal del BPI publicada en el 2002, en abril del 2001<sup>1</sup>, el euro se utilizaba en cerca del 17% de las operaciones con divisas (en los mercados al contado, a plazo y de swaps) realizadas en plazas financieras situadas fuera de la zona del euro. En los mercados internacionales de divisas (incluidas las plazas financieras de la zona del euro), el par de monedas dólar/euro ocupaba el primer puesto, siendo utilizado en el 30% de las operaciones<sup>2</sup>.

3) En las operaciones internacionales del sector bancario (que comprenden las relaciones entre IFM de la zona del euro y no residentes en la zona), a finales del 2002, el euro representaba el 24,6% de los pasivos internacionales y el 25,5% de los activos internacionales de los bancos, lo

que suponía un aumento de 5 y 6 puntos porcentuales, respectivamente, en relación con el porcentaje observado a mediados del año 1999.

La evidencia estadística sobre la situación geográfica de las operaciones financieras en euros realizadas por no residentes está fragmentada. Sin embargo, los datos disponibles sobre emisiones de valores de renta fija, operaciones con divisas y gestión de activos sugieren que Londres es una de las principales plazas financieras para el euro. Según fuentes del mercado, entre los años 1999 y 2002, el 30% de los valores de renta fija denominados en euros emitidos por no residentes en la zona correspondió a prestatarios residentes en el Reino Unido. Las entidades radicadas en el Reino Unido representaron el 60% de las instituciones financieras que organizan el aseguramiento de valores de renta fija en el mercado primario (*book runners*). En abril del 2001<sup>3</sup>, en los merca-

1 No es posible realizar una comparación directa con los datos del BPI para el año 1998 debido a la ruptura estructural originada por la desaparición de las operaciones con divisas entre las antiguas monedas nacionales al inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999 (lo que se explica de forma detallada en el artículo titulado «El papel internacional del euro» publicado en el Boletín Mensual de agosto de 1999).

2 Los datos sobre los pares de monedas (por ejemplo, euro/dólar) no pueden compararse directamente con el porcentaje de cada una de las monedas (por ejemplo, el euro) en los mercados de divisas. La próxima encuesta del BPI se realizará en el 2004.

3 También se efectuaron operaciones con euros en Estados Unidos (el 23% de las operaciones realizadas fuera de la zona del euro), Suiza (7%), y Japón y Singapur (6% en cada caso).

## Recuadro I

### Ventajas e inconvenientes de una definición «restringida» del papel internacional del euro

El papel internacional del euro se refiere al uso de la moneda única por no residentes en la zona del euro. Desde una perspectiva de financiación, ello se aplica sólo a los valores emitidos por residentes fuera de la zona. Desde una perspectiva de inversión, se incluyen también los valores de la zona en posesión de no residentes. Sin embargo, no se dispone todavía de un desglose por monedas de los valores de la zona en manos de no residentes. En el presente artículo se emplea una definición «restringida» de la palabra «internacional», que sólo comprende los valores emitidos por residentes fuera de la zona. También existe una definición «amplia», en la que el BPI considera como internacionales los valores de renta fija emitidos por residentes en la zona del euro, si están destinados a inversores internacionales (por ejemplo, a través de un consorcio de bancos que comprende instituciones financieras no pertenecientes a la zona del euro). La definición restringida excluye los activos considerados, habitualmente, como auténticamente internacionales por los participantes en los mercados financieros, aunque procedan de la zona del euro. Con todo, la definición amplia incluye los casos en los que el emisor y el tenedor de los valores son ambos residentes en la zona del euro, aunque se pretendiera, inicialmente, que la emisión fuese verdaderamente «internacional».

La participación del euro en el saldo de valores internacionales de renta fija es mayor con la definición amplia (el 41,5% a mediados del 2003) que con la restringida, y es casi igual a la del dólar estadounidense (el 42,5% a mediados del 2003). Si bien, en el pasado, el BCE hacía mención de ambas definiciones, este artículo sólo se refiere a la definición restringida, en aras de la claridad y la simplicidad. No obstante, las conclusiones serían las mismas si se aplicara la definición amplia.

dos de divisas situados fuera de la zona del euro, el 47% de las operaciones efectuadas con el euro se llevaban a cabo fuera del Reino Unido. Por otro lado, los activos y pasivos denominados en euros de bancos establecidos en el Reino Unido alcanzaban en torno al 60% del total de activos y pasivos denominados en euros de bancos ubicados fuera de la zona.

Por lo que se refiere a su uso como medio de cambio en el comercio internacional, el euro ha

mejorado también recientemente su posición como moneda de liquidación y facturación. La evidencia estadística, de la que se dispone actualmente para algunos países de la zona del euro, sugiere que el precio de cerca del 50% de sus exportaciones a no residentes en la zona y del 45% de las importaciones de no residentes se fija ahora en euros (véase cuadro 2). La diferencia entre el porcentaje que corresponde a las importaciones y el relativo a las exportaciones refleja el impacto de las materias primas (factu-

## Cuadro 2

### Uso del euro en algunos países de la zona del euro como moneda de liquidación y facturación en el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona

(en porcentaje)

	Exportaciones			Importaciones		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Bélgica	...	...	53,4	...	...	53,3
Francia	48,0	49,2	55,3	35,0	39,8	46,8
Alemania	...	...	49,0	...	...	48,0
Grecia	...	23,5	39,3	...	29,3	35,8
Italia	...	52,7	54,1	...	40,8	44,2
Luxemburgo	...	...	51,6	...	...	35,3
Portugal	40,1	43,5	48,5	47,0	53,6	57,6
España	49,0	52,0	57,6	44,0	49,7	55,8

Fuentes: Cálculos de los BCN y del BCE.

Nota: «...» significa «no disponible». Los datos se refieren al uso del euro como moneda de liquidación, salvo en Alemania, donde corresponden al valor medio de los datos recopilados en encuestas muestrales realizadas para el Deutsche Bundesbank en el primer y tercer trimestres del 2002. Todos los datos del cuadro relativos a los años 2000 y 2001 comprenden las operaciones liquidadas en euros y en las antiguas monedas nacionales.

radas, en gran medida, en dólares) sobre las importaciones de la zona del euro. Esta diferencia corrobora, asimismo, la hipótesis (también conocida como «ley de Grassmann») de que los agentes económicos pueden imponer su propia moneda como moneda de liquidación y facturación con mayor facilidad para las exportaciones

que para las importaciones. El uso de la moneda única ya había empezado a crecer antes de la introducción de los billetes y monedas en euros, pero se hizo más evidente en el 2002. Es posible que el cambio de moneda haya animado a los exportadores e importadores a modificar sus prácticas de facturación a favor del euro.

## 2 Los cuatros principales grupos de usuarios

Desde 1999, el papel internacional del euro ha estado configurado por cuatro grupos de usuarios: los agentes privados no residentes, en particular, las instituciones financieras y las grandes empresas internacionales; el sector público no residente, aunque en menor medida; los inversores de la zona del euro, como compradores de valores de renta fija denominados en euros emitidos fuera de la zona; y los países vecinos a la zona del euro.

### Agentes privados no residentes

En el período examinado, la mayor parte de los valores de renta fija denominados en euros, es decir, el 80% del total, fueron emitidos por instituciones financieras y sociedades no financieras no residentes, sobre todo en Estados Unidos y el Reino Unido. El cuadro 3 recoge los diez mayores emisores del sector de sociedades no finan-

### Cuadro 3

Diez mayores emisores no residentes del sector de sociedades no financieras (período comprendido entre 1999 y finales de agosto del 2003)

Empresa	Número de emisiones	Emisión total (mm de euros)	País de residencia
General Electric Capital Corp	71	29,1	Estados Unidos
Ford Motor Credit Co	19	23,3	Estados Unidos
General Motors Acceptance Corp – GMAC	21	19,4	Estados Unidos
Tecnost International Finance NV	4	15,6	Antillas Neerlandesas
DaimlerChrysler North America Holding Corp	19	12,5	Estados Unidos
Spintab AB	42	11,0	Suecia
British Telecommunications plc	7	9,5	Reino Unido
Household Finance Corp	12	8,4	Estados Unidos
BAT International Finance plc	7	4,9	Reino Unido
Vodafone Group plc	7	4,3	Reino Unido

Fuentes: Dealogic (Bondware) y cálculos del BCE.

### Cuadro 4

Diez mayores emisores no residentes del sector público (período comprendido entre 1999 y finales de agosto del 2003)

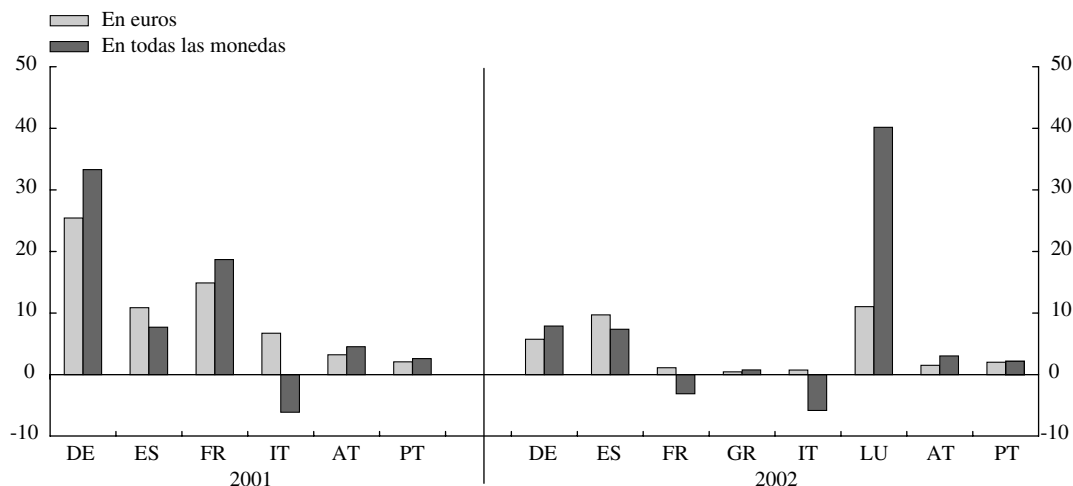
Empresa	Número de emisiones	Emisión total (mm de euros)	País de residencia
Federal Home Loan Mortgage Corp – Freddie Mac	12	44,5	Estados Unidos
República Argentina	35	11,5	Argentina
República de Turquía	19	9,1	Turquía
República Federativa de Brasil	10	6,8	Brasil
Hamburgische LB Finance (Guernsey) Ltd	22	6,8	Guernsey
Swedish National Housing Finance Corp – SBAB	21	4,9	Suecia
República de Polonia	6	4,6	Polonia
Vattenfall Treasury AB	16	4,1	Suecia
República de Hungría	7	4,0	Hungría
Estados Unidos Mexicanos	4	2,9	México

Fuentes: Dealogic (Bondware) y cálculos del BCE.

## Gráfico 2

### Bonos y obligaciones emitidos por no residentes: adquisiciones netas por residentes de algunos países de la zona del euro

(mm de euros)



Fuentes: Cálculos de los BCN y del BCE.

Nota: La moneda indicada es la moneda en la que los valores están denominados, salvo en Luxemburgo, España y Grecia, donde es la moneda de liquidación de operaciones. Las cantidades positivas (negativas) representan las adquisiciones (ventas) netas de bonos y obligaciones efectuadas por residentes en la zona del euro a no residentes. No se dispone de datos relativos al año 2001 para Luxemburgo y Grecia.

cieras. Por el lado de la inversión, la demanda de residentes fuera de la zona del euro procedió, principalmente, de inversores institucionales, en su mayor parte del Reino Unido y de países europeos no pertenecientes a la zona, mientras que los inversores estadounidenses mostraron escaso interés.

#### Sector público no residente

Entre los años 1999 y 2002, las emisiones del sector público de países no pertenecientes a la zona representaron, como promedio, el 14% del total de valores internacionales de renta fija denominados en euros, siendo el mayor emisor Freddie Mac, una agencia federal estadounidense que concede créditos hipotecarios (véase cuadro 4)<sup>4</sup>. La proporción de emisores soberanos de mercados emergentes ha ido reduciéndose con el tiempo, especialmente desde el impago de la deuda argentina.

En cuanto a la inversión, durante la mayor parte del período considerado, el sector público no parece haber sido un importante comprador. Los datos relativos a las IFM muestran que la proporción del euro en las reservas de los bancos centrales ha aumentado ligeramente, del 12,6% en el año 1999 al 14,6% en el 2002, reflejo

también del mayor interés de los países con mercados emergentes, ya que el euro llegó a representar el 16,8% de sus reservas en el 2002, frente al 14,1% en el año 1999. Estos datos concuerdan con la evolución pasada y parecen indicar que la composición de las reservas por monedas sólo cambia de forma gradual.

#### Residentes en la zona del euro

Una elevada proporción de bonos y obligaciones denominados en euros emitidos por no residentes en la zona es adquirida por residentes. Las estadísticas sobre el desglose por monedas de la balanza de pagos, de las que se dispone para algunos países de la zona del euro, sugieren que, a excepción de Luxemburgo, los residentes en la zona muestran una preferencia por los valores de renta fija denominados en euros, que constituyen la parte más significativa de sus adquisiciones netas de valores de renta fija en todas las monedas efectuadas por no residentes (véase gráfico 2).

<sup>4</sup> El Banco de Inglaterra, anteriormente en nombre del Tesoro y en la actualidad por su propia cuenta, es también un importante emisor de valores de renta fija denominados en euros (con unas emisiones de pagarés a tres años por valor de 6,6 mm de euros entre el 2001 y el 2003), y realiza también regularmente emisiones de letras a corto plazo denominadas en euros.



Todo ello viene respaldado por la evidencia obtenida de fuentes del mercado en relación con los mercados internacionales de renta fija, y que muestra que las emisiones internacionales de valores de renta fija denominados en euros han estado dirigidas expresamente a inversores radicados en la zona del euro, el Reino Unido y los países nórdicos.

### Regiones vecinas a la zona del euro

Las regiones vecinas a la zona del euro han utilizado el euro para fines mucho más variados que otras regiones del mundo. Este amplio uso del euro se concreta en las cuatro funciones siguientes: como moneda de financiación, moneda vehículo<sup>5</sup> en los mercados de divisas, moneda de referencia en las políticas cambiarias, y efectivo o anotaciones en cuenta fuera de la zona del euro a efectos de sustitución de moneda y activos.

Para algunos países, especialmente los de Europa central y oriental, la elección del euro como principal moneda de financiación es una cuestión de estrategia política. En los países que van a adherirse a la Unión Europea se emite deuda pública denominada en euros con vistas a la adopción de la moneda única. En otros países, la elección del euro como moneda de financiación viene determinada por el elevado grado de sustitución de activos que presenta el sistema bancario (por ejemplo, Croacia) o por el uso extendido del euro como moneda de facturación en el comercio exterior (Marruecos y Túnez).

Si bien la mayor parte de las operaciones entre dos monedas realizadas en los mercados internacionales de divisas se llevan a cabo a través del dólar, el euro se utiliza como moneda «vehículo» en algunas plazas financieras próximas a la zona. En esos países, el euro interviene en las operaciones con divisas contra la moneda local en la mayoría de esas transacciones ( Hungría y Eslovenia) o en gran parte de ellas (República Checa y República Eslovaca). El porcentaje de operaciones en las que interviene el euro es también comparativamente elevado en los países de Europa occidental no pertenecientes a la zona (Dinamarca, Suecia y Suiza).

Por otro lado, la política cambiaria de varios países vecinos a la UE contempla una referencia al euro, que puede variar de un régimen de tipo de cambio rígido a una flotación controlada. Algunos países aplican un sistema de conversión, *currency board*, basado en el euro (Bosnia-Herzegovina, Bulgaria, Estonia y Lituania) o de tipo de cambio rígido vinculado al euro (los países de África occidental y central que utilizan el franco CFA). Algunos territorios han adoptado el euro como moneda oficial de forma unilateral (Kosovo y Montenegro). Dos países adherentes a la UE han establecido una banda de fluctuación del 15% en torno a la paridad central con referencia al euro (Chipre y Hungría) y, en otros, el tipo de cambio se fija con referencia al euro (Eslovenia, República Eslovaca y Rumanía). Por último, algunos países atribuyen un papel importante al euro en la cesta de monedas frente a la que determinan la orientación de su política cambiaria (Letonia, Malta, Marruecos y Túnez).

Fuera de la zona, el euro circula como moneda paralela sobre todo en los países más cercanos geográficamente, tal y como se señalaba en el artículo titulado «La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro» publicado en el *Boletín Mensual* de enero del 2003. Los datos del Eurosistema relativos a los envíos de billetes fuera de la zona del euro sugieren que, desde la publicación del citado artículo, la circulación de billetes en euros ha seguido aumentando. El importe de los billetes en euros enviados fuera de la zona (neto de flujos de entrada) se ha elevado de 28 mm de euros a finales del 2002 a cerca de 38 mm de euros en julio del 2003. Sin embargo, esta cifra no incluye el efectivo en euros transferido por otros medios (turismo, remesas, economía sumergida, etc.).

El euro circula como moneda paralela especialmente en algunos países de Europa central y de los Balcanes occidentales, en los que se utiliza tanto en efectivo como en depósitos.

<sup>5</sup> En los mercados de divisas, las operaciones entre dos monedas pueden realizarse mediante la compra o venta de una tercera moneda (denominada moneda «vehículo»), si las transacciones contra esta última moneda presentan un mayor grado de liquidez, siendo, por lo tanto, menos onerosas para los operadores.

De una forma más general, en una treintena de economías emergentes de la región próxima a la zona del euro para las que se dispone de datos, los depósitos denominados en euros crecieron de 13,5 mm de euros en los meses anteriores al cambio de moneda a alrededor de 52 mm de euros a finales del 2001, ya que los

ciudadanos guardaron «debajo del colchón» el efectivo en las antiguas monedas nacionales que tenían depositado en los bancos<sup>6</sup>. Desde entonces, los depósitos denominados en euros sólo han aumentado ligeramente en términos absolutos, mientras que se han mantenido bastante estables como porcentaje del total de depósitos.

### 3 Principales factores determinantes del papel internacional del euro

En el período examinado en este artículo, el papel internacional del euro ha estado configurado por elementos de continuidad y factores de cambio.

#### Elementos de continuidad

Los elementos de continuidad comprenden el legado de las antiguas monedas nacionales y las relaciones históricas, institucionales y económicas de la zona del euro con sus vecinos.

- Debido a la posición heredada de algunas de las monedas nacionales sustituidas por la moneda única (principalmente, el marco alemán y el franco francés), desde el primer momento el euro ocupó un puesto importante como moneda internacional, siendo utilizado inmediatamente como moneda de reserva y como ancla en las políticas cambiarias de algunos de los países vecinos a la UE.
- El papel regional del euro se ha sustentado también en las estrechas relaciones económicas e institucionales entre la zona del euro y las regiones vecinas, que existían ya mucho antes de la introducción de la moneda única. Una parte muy importante del comercio exterior de la zona del euro se efectúa con estas regiones vecinas. La futura ampliación de la UE y la adopción de políticas de asociación con los países de los Balcanes occidentales y del área mediterránea han añadido una nueva dimensión a estos vínculos.

#### Factores de cambio

Los factores de cambio proceden de la profundización de los mercados financieros de la zona del euro y de la creciente internacionalización de las estrategias de endeudamiento de las empresas internacionales.

- El mayor tamaño de los mercados financieros de la zona del euro y la creación de sistemas de pago y de liquidación de valores que operen en este ámbito han potenciado el interés de los prestatarios internacionales por el euro. Estos mercados pueden atraer ahora a los inversores hacia un mercado interno cada vez más unificado, que proporciona un nivel de liquidez más abundante que el que podía ofrecer, individualmente, cada uno de los mercados de los doce países de la zona del euro.
- Ante el reto de satisfacer necesidades crecientes de financiación, las empresas internacionales se han esforzado por ampliar su base de inversores fuera de su mercado financiero nacional. Ello ha contribuido a reducir su dependencia de los inversores nacionales y, en ocasiones, a reducir sus costes de financiación, cuando se presentan oportunidades favorables de permutas. Algunas empresas de Estados Unidos y del Reino Unido han conseguido este objetivo mediante emisiones denominadas en euros.

<sup>6</sup> Las cifras proceden de una encuesta realizada por el BCE en colaboración con los bancos centrales de 30 países vecinos.

## Recuadro 2

### Avances en la elaboración de un sistema estadístico para evaluar el papel internacional del euro

Dado que sólo se evalúa el papel internacional de un número reducido de monedas, las estadísticas internacionales no recogen la moneda en la que las operaciones económicas y financieras están denominadas. En consecuencia, los datos estadísticos disponibles para la evaluación del papel internacional del euro (y también de otras monedas) son limitados y, con frecuencia, no se obtienen de fuentes normalizadas. Desde 1999, el BCE ha dedicado una ingente labor a identificar fuentes de información pertinentes y ha contribuido, en algunos casos, a la recopilación de datos adicionales destinados a permitir una mejor evaluación de las distintas dimensiones del papel internacional del euro.

#### Principales dimensiones a tener en cuenta en la evaluación del papel internacional del euro

La medición del papel internacional de una moneda abarca dos dimensiones: las funciones de la moneda y su uso geográfico. Las funciones de las monedas internacionales, descritas en el artículo del *Boletín Mensual* de agosto de 1999 mencionado anteriormente, comprenden el uso privado de una moneda, como moneda de inversión, financiación, pago o cotizaciones, y su uso oficial, para la denominación de las reservas internacionales o como moneda de referencia.

#### Aumento gradual de los datos disponibles para medir el papel internacional del euro

Las fuentes utilizadas en el artículo de agosto de 1999 se basaban, en gran medida, en las estadísticas proporcionadas por organismos multilaterales, en particular los datos del FMI sobre la composición por monedas de los activos internacionales de reserva y los datos del BPI sobre la emisión de valores internacionales de renta fija.

Desde entonces, se han introducido las mejoras siguientes:

- Recopilación de datos sobre el envío de billetes en euros fuera de la zona.
- Desglose por monedas de algunas partidas de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de los países de la zona del euro: varios bancos centrales nacionales del Eurosistema han podido realizar este desglose para operaciones o posiciones frente a no residentes en la zona del euro respecto a transacciones con bienes y servicios, y a tenencias de valores internacionales de renta fija.

Asimismo, se dispone ahora de los datos siguientes:

- Varios países (incluidos Japón, el Reino Unido, Polonia, Bulgaria y Túnez) publican un desglose por monedas de las estadísticas de comercio exterior.
- Algunos países vecinos a la UE recopilan datos que ofrecen un desglose por monedas de los depósitos bancarios.

El Eurosistema se propone ampliar sus fuentes estadísticas sobre operaciones entre residentes y no residentes en la zona del euro. Los responsables europeos de la elaboración de las estadísticas de balanza de pagos están estudiando la obtención sistemática de un desglose por monedas de varias partidas de dicha balanza.

## 4 Conclusiones

En los cuatro primeros años de la Unión Monetaria, el euro se ha consolidado como segunda moneda internacional, lo que pone de relieve el grado de confianza que ha llegado a inspirar a los no residentes en la zona. Su evolución es objeto de un estrecho seguimiento por parte del BCE, que publica anualmente un informe sobre el papel internacional del euro. Sin embargo, para poder realizar un análisis verdaderamente exhaustivo de este tema, será necesario esperar a que estén disponibles los datos que resulten de las mejoras que se están introduciendo en las estadísticas correspondientes.

El papel internacional del euro ha estado determinado, en gran medida, por las empresas e instituciones financieras de países industrializados no pertenecientes a la zona, especialmente, los Estados Unidos y el Reino Unido. Los datos proporcionados por varios países de la zona muestran que el euro ha adquirido también un papel más relevante como moneda de liquidación y facturación en el comercio internacional.

Desde el inicio de la Unión Monetaria, el uso creciente del euro por no residentes ha sido puesto de manifiesto por la emisión de valores internacionales de renta fija denominados en euros. Otros factores han contribuido a afianzar

el papel internacional del euro, entre ellos, las ganancias de eficiencia derivadas de la ampliación de los mercados financieros de la zona del euro y las estrategias de financiación de las grandes empresas de los países industrializados.

El papel internacional del euro no ha crecido en la misma medida en todas las regiones del mundo. Fuera de la zona, la mayor actividad financiera en euros se ha observado en Londres, especialmente en los mercados de renta fija y en las operaciones con divisas. En varios países vecinos a la zona, el euro sirve para distintos fines y se utiliza como principal moneda de financiación, moneda vehículo en los mercados de divisas, ancla para las políticas cambiarias y, en algunos países, también como moneda paralela.

La evolución del euro ha sido un proceso impulsado por el mercado, por lo que refleja las preferencias de los agentes privados. De acuerdo con sus funciones en materia de política monetaria, el BCE no ha intervenido en este proceso, ni para promoverlo ni para impedirlo. El mayor impulso ha venido del sector empresarial (en los mercados financieros, las operaciones con divisas y la facturación de las transacciones) y de los hogares (en los países en los que el euro circula como moneda paralela).



## **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	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 algunas rúbricas del balance de las IFM	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 en la zona del euro y en los países de dicha zona	
7.1 Recursos, empleos y déficit/superávit	65*
7.2 Deuda	66*
7.3 Variaciones de la deuda	67*

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

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

---

#### Signos utilizados en los cuadros

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



# Panorámica general de la zona del euro

## Cuadro resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>		Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores emitidos por sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
				Media móvil de 3 meses (centrada)				
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	3,6	4,2	5,4	-	7,8	27,6	4,26	5,03
2002	7,3	6,5	7,2	-	5,3	21,3	3,32	4,92
2002 IV	8,8	6,7	7,0	-	4,8	15,9	3,11	4,54
2003 I	10,3	7,1	7,6	-	5,0	17,1	2,69	4,16
II	11,4	8,2	8,4	-	4,6	20,9	2,37	3,96
III	11,6	8,4	8,2	-	4,9	.	2,14	4,16
2003 May	11,4	8,5	8,5	8,5	4,6	20,8	2,41	3,92
Jun	11,4	8,3	8,4	8,5	4,6	23,2	2,15	3,72
Jul	11,5	8,5	8,6	8,4	4,9	22,9	2,13	4,06
Ago	11,8	8,5	8,2	8,1	5,0	23,1	2,14	4,20
Sep	11,3	8,0	7,4	.	4,9	.	2,15	4,23
Oct	.	.	.	.	.	.	2,14	4,31

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva 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	-7,8	73,6	-102,4	68,1	392,7	91,0	87,9	0,896
2002	77,9	130,6	-41,5	103,4	366,1	95,6	91,8	0,946
2002 IV	25,6	34,5	-6,0	42,0	366,1	99,4	95,2	0,999
2003 I	4,4	16,6	-0,9	7,0	339,1	104,1	99,3	1,073
II	-5,2	25,1	5,4	42,2	326,1	107,9	103,1	1,137
III	.	.	.	.	332,9	106,9	102,0	1,125
2003 May	0,1	7,6	0,7	1,1	323,1	109,1	104,1	1,158
Jun	4,6	10,5	23,1	16,0	326,1	109,3	104,5	1,166
Jul	2,8	15,3	-3,2	-35,6	328,9	107,8	102,9	1,137
Ago	6,7	10,6	-1,7	-37,9	346,8	106,6	101,6	1,114
Sep	.	.	.	.	332,9	106,4	101,5	1,122
Oct	.	.	.	.	.	108,3	103,3	1,169

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 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
3 Oct	130.822	200.970	15.054	5.001	249.311	204.000	45.000	0
10	130.822	200.836	15.765	4.727	250.032	205.001	45.000	0
17	130.822	198.294	15.793	4.918	240.255	194.999	45.000	0
24	130.822	197.989	16.373	5.087	248.044	203.002	45.000	0
31	130.769	199.673	15.382	5.020	252.050	207.000	44.999	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
2003 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
3 Oct	397.614	129.449	129.445	4	0	0	0	115	2.029
10	397.974	132.750	132.685	63	0	0	2	136	2.029
17	396.826	131.003	130.263	739	0	0	1	187	2.029
24	395.434	127.802	127.788	13	0	0	1	187	2.029
31	398.372	128.223	128.206	14	0	0	3	187	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	99	49	225	43.067	44.261	110.286	777.056	2003 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
0	283	28	358	51.157	43.757	117.182	813.612	3 Oct
0	0	31	287	51.931	43.757	117.770	815.927	10
0	225	31	386	52.407	43.757	117.046	803.678	17
0	11	31	385	52.517	43.757	117.543	812.517	24
0	23	28	442	53.007	43.776	118.487	818.606	31

								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	
58.912	8.966	961	13.725	6.168	64.606	67.910	65.007	777.056	2003 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
49.965	9.450	679	17.186	5.991	64.958	71.174	65.002	813.612	3 Oct
48.196	9.380	661	17.750	5.991	64.882	71.174	65.004	815.927	10
40.409	9.493	643	15.151	5.991	65.767	71.174	65.005	803.678	17
53.524	9.397	651	15.545	5.991	65.776	71.174	65.007	812.517	24
55.000	9.572	828	16.230	5.991	65.991	71.174	65.009	818.606	31

## Cuadro 1.2

### Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

- 1) La fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. Respecto a las operaciones principales de financiación, salvo indicación en contrario, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día.
- 2) El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la adaptación al nuevo sistema.
- 3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.

## Cuadro 1.3

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
2003 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
8	135.884	82.000	-	2,00	2,05	2,06	14
15	153.304	113.000	-	2,00	2,05	2,05	12
22	119.327	90.000	-	2,00	2,04	2,05	14
27	135.867	117.000	-	2,00	2,04	2,05	15
5 Nov	125.765	84.000	-	2,00	2,04	2,05	14

## 2. Operaciones de financiación a plazo más largo

Fecha de liquidación	Importe de las pujas 1	Importe adjudicado 2	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		Vencimiento a [...] días 6
			Tipo fijo 3	Tipo marginal <sup>4)</sup> 4	Tipo medio ponderado 5		
2001 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	
30 Oct	32.384	15.000	-	2,13	2,14	91	

## 3. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas 1	Importe adjudicado 3	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días 8
				Tipo fijo 4	Tipo mínimo de puja 5	Tipo marginal <sup>4)</sup> 6	Tipo medio ponderado 7		
2000 5 Ene <sup>5)</sup>	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<sup>1) 2)</sup>

(mm de euros; fin de período)

Pasivos computables en:	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años <sup>3)</sup>	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2002 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	11.408,0	6.184,3	404,3	1.442,5	787,6	2.589,3
Sep <sup>(p)</sup>	11.394,7	6.172,8	405,2	1.432,7	790,8	2.593,2

Fuente: BCE.

- 1) Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas a las reservas mínimas del SECB, al BCE y a los bancos centrales nacionales participantes se excluyen de la base de pasivos computables. Si una entidad no puede presentar justificación del importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta 2 años que están en las carteras de las entidades mencionadas arriba, esa entidad puede deducir de la base computable determinado porcentaje de dichos pasivos. Este porcentaje fue el 10% para el cálculo de los pasivos computables hasta noviembre de 1999 y el 30% a partir de entonces.
- 2) Los períodos de mantenimiento comienzan el día 24 de cada mes y finalizan el día 23 del mes siguiente; las reservas obligatorias se calculan a partir de los pasivos computables al final del mes precedente.
- 3) Incluye instrumentos del mercado monetario. Para más detalles, véanse las notas generales.

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

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias <sup>2)</sup>	Reservas reales mantenidas <sup>3)</sup>	Exceso de reservas <sup>4)</sup>	Incumplimientos <sup>5)</sup>	Tipos de interés de las reservas mínimas <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5
2002 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	131,2	131,8	0,5	0,0	2,05
Nov <sup>(p)</sup>	131,0	.	.	.	.

Fuente: BCE.

- 1) Este cuadro contiene datos completos para períodos de mantenimiento finalizados, y las reservas obligatorias para el período de mantenimiento en curso.
- 2) El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula, aplicando a cada una de las categorías de pasivos computables el coeficiente de reservas que le corresponde, utilizando los datos de balance a fin de mes; a continuación, cada entidad deduce, del total así obtenido, una franquicia de 100.000 euros. Posteriormente, las reservas obligatorias resultantes se agregan para determinar el total correspondiente a la zona del euro.
- 3) Suma de las tenencias medias diarias de las entidades obligadas a mantener unas reservas mínimas positivas en sus cuentas de reservas, durante el período de mantenimiento.
- 4) Reservas medias efectivamente mantenidas por encima del nivel obligatorio, calculadas para las entidades que han cumplido las reservas mínimas.
- 5) Reservas medias efectivamente mantenidas por debajo del nivel obligatorio, calculadas para las entidades que no han cumplido las reservas mínimas.
- 6) Este tipo es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado por el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase cuadro 1.3).

## Cuadro 1.5

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

(mm de euros; medias de saldos diarios)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito <sup>4)</sup>	Base monetaria <sup>5)</sup>
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) <sup>3)</sup>				
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez <sup>2)</sup>				Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>2)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002 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	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
Oct <sup>6)</sup>	321,3	208,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	395,5	48,3	-1,1	131,9	527,5

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 <sup>1)</sup>	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 <sup>1)</sup>	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	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
Sep <sup>(a)</sup>	462,5	438,1	23,7	0,6	121,6	10,1	110,4	1,1	12,4	341,8	12,3	138,4	1.089,0

#### 2. Pasivo: Saldos

	Eurosistema										Total
	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM <sup>1)</sup>	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 <sup>1)</sup>	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	404,1	335,8	270,3	49,7	15,8	2,6	157,9	32,7	130,6	1.063,7	
Sep <sup>(a)</sup>	406,4	362,1	289,8	55,0	17,4	2,6	151,1	32,4	134,4	1.089,0	

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		
	1	2	3	4	5	6	7						8	
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	11.611,3	4.017,8	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	18.857,4
2003 I	11.732,8	4.074,2	804,8	6.853,8	2.830,2	1.234,3	1.210,0	385,9	66,8	818,3	2.545,0	160,8	1.029,7	19.183,6
2003 Abr	11.796,3	4.106,8	799,2	6.890,2	2.852,5	1.223,0	1.226,2	403,4	69,6	837,2	2.564,8	158,8	1.038,0	19.317,2
May	11.889,6	4.188,7	794,8	6.906,1	2.896,5	1.233,8	1.256,6	406,1	70,7	854,1	2.544,4	159,4	1.073,1	19.487,9
Jun	11.881,0	4.143,2	794,2	6.943,6	2.886,2	1.241,7	1.239,4	405,1	69,0	853,4	2.624,2	157,9	1.058,1	19.529,8
Jul	11.865,1	4.099,0	802,2	6.963,9	2.912,0	1.259,3	1.251,1	401,7	68,4	883,6	2.604,6	158,2	1.010,8	19.502,7
Ago	11.902,3	4.129,9	796,4	6.976,0	2.905,8	1.258,1	1.243,3	404,3	69,6	887,1	2.575,7	158,2	1.009,0	19.507,6
Sep <sup>(p)</sup>	11.956,9	4.161,5	797,0	6.998,4	2.929,4	1.257,7	1.260,5	411,2	68,8	881,5	2.543,4	158,9	1.046,7	19.585,6

#### 4. Pasivo: Saldos

	IFM, excluido el Eurosistema										Total
	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro			Participaciones emitidas por FMM <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>1)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos		
		1	2	3						4	
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	10.197,4	4.136,5	106,9	5.954,1	532,9	2.992,7	1.108,7	2.593,9	1.431,7	18.857,4
2003 I	0,0	10.316,8	4.198,7	125,5	5.992,6	617,6	3.045,6	1.115,8	2.665,4	1.422,4	19.183,6
2003 Abr	0,0	10.348,5	4.200,8	117,8	6.029,9	632,6	3.064,4	1.116,9	2.687,4	1.467,4	19.317,2
May	0,0	10.515,2	4.310,1	124,2	6.080,8	641,9	3.062,5	1.120,5	2.625,4	1.522,5	19.487,9
Jun	0,0	10.540,5	4.300,1	147,6	6.092,7	640,0	3.083,1	1.126,4	2.641,7	1.498,1	19.529,8
Jul	0,0	10.497,1	4.255,7	120,7	6.120,7	653,9	3.116,0	1.132,9	2.649,5	1.453,2	19.502,7
Ago	0,0	10.509,2	4.272,1	112,8	6.124,3	657,3	3.126,9	1.135,4	2.647,1	1.431,8	19.507,6
Sep <sup>(p)</sup>	0,0	10.568,5	4.313,3	128,8	6.126,4	646,3	3.126,7	1.136,9	2.610,5	1.496,7	19.585,6

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

(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 <sup>1)</sup>	Activo fijo	Resto de activos	Total
	1	AAPP 2	Otros sectores residentes 3	4	AAPP 5	Otros sectores residentes 6					
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	7.683,3	828,9	6.854,4	1.691,8	1.305,1	386,7	565,3	2.895,2	172,7	1.115,1	14.123,4
2003 Abr	7.714,1	823,3	6.890,9	1.727,7	1.323,5	404,2	584,2	2.906,3	170,8	1.123,8	14.227,0
May	7.725,7	818,9	6.906,8	1.765,2	1.358,2	407,1	596,2	2.878,4	171,3	1.163,8	14.300,6
Jun	7.762,1	817,9	6.944,2	1.748,7	1.342,5	406,2	592,9	2.959,3	169,9	1.149,2	14.382,1
Jul	7.790,5	825,9	6.964,6	1.758,5	1.355,7	402,8	615,4	2.942,5	170,4	1.102,1	14.379,5
Ago	7.796,7	820,0	6.976,7	1.755,1	1.349,8	405,4	619,4	2.929,8	170,4	1.097,7	14.369,1
Sep <sup>(p)</sup>	7.819,7	820,7	6.999,0	1.783,2	1.370,9	412,3	616,4	2.885,3	171,1	1.143,6	14.419,3

#### 2. Pasivo: Saldos

	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por FMM <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>2)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>	Resto de pasivos	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	5.969,6	470,6	1.818,6	1.006,4	2.626,7	1.550,8	10,7	13.931,0
2003 I	327,2	176,2	6.008,7	550,8	1.804,5	999,8	2.694,1	1.545,7	16,5	14.123,4
2003 Abr	336,3	159,7	6.046,8	563,0	1.834,5	995,8	2.715,1	1.593,5	-17,7	14.227,0
May	343,8	170,1	6.099,2	571,1	1.821,0	992,6	2.653,4	1.650,4	-1,0	14.300,6
Jun	351,0	200,3	6.111,7	571,0	1.833,9	996,5	2.671,6	1.626,4	19,7	14.382,1
Jul	361,5	173,0	6.136,7	585,5	1.849,7	997,5	2.681,2	1.584,3	10,0	14.379,5
Ago	362,7	162,5	6.140,1	587,7	1.861,5	1.013,1	2.679,8	1.562,4	-0,6	14.369,1
Sep <sup>(p)</sup>	364,9	183,8	6.143,8	577,5	1.861,6	1.010,5	2.642,9	1.631,1	3,4	14.419,3

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

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

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

	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 <sup>2)</sup>	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	365,6	-7,6	373,2	71,5	8,5	62,9	29,8	331,1	8,1	100,6	906,6
2002	299,1	-9,8	308,9	75,9	45,7	30,2	5,5	246,5	-1,3	-20,6	605,2
2003 I	87,3	-0,3	87,6	63,0	46,4	16,6	-1,0	90,7	-3,6	-17,0	220,0
2003 Abr	38,6	-5,4	44,0	33,4	21,0	12,4	15,3	40,0	-1,9	4,8	130,2
May	24,3	-4,0	28,4	33,9	30,7	3,2	11,0	41,8	0,5	39,2	150,9
Jun	35,3	0,8	34,5	-15,4	-13,9	-1,5	-5,1	40,3	-1,1	-11,7	42,3
Jul	27,9	7,9	20,0	10,4	12,8	-2,4	-3,1	-33,4	0,4	-49,8	-47,5
Ago	-0,1	-6,1	6,0	-3,2	-5,1	1,8	3,1	-70,7	0,0	-6,4	-77,4
Sep <sup>3)</sup>	33,6	1,0	32,5	31,2	23,2	8,0	-4,1	27,1	0,7	45,9	134,4

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

	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por FMM <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total
2001	-116,4	-26,9	385,4	90,9	107,6	81,2	338,4	79,9	-33,5	906,6
2002	101,4	-5,8	221,7	70,1	105,3	39,2	75,6	-35,0	32,6	605,2
2003 I	7,7	32,8	48,2	35,7	24,9	1,4	59,8	-4,4	13,8	220,0
2003 Abr	9,1	-16,5	41,6	11,8	30,0	0,3	44,1	43,2	-33,5	130,2
May	7,4	10,4	60,8	8,8	2,4	-6,5	1,1	52,2	14,4	150,9
Jun	7,3	30,2	7,6	-0,9	4,3	6,9	-19,1	-16,7	22,5	42,3
Jul	11,1	-24,6	-8,6	10,3	14,4	8,9	6,4	-57,6	-7,8	-47,5
Ago	1,2	-10,5	-2,2	2,1	0,7	7,7	-39,3	-26,9	-10,2	-77,4
Sep <sup>3)</sup>	2,2	21,3	11,3	-8,2	18,5	3,4	16,6	66,1	3,2	134,4

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 monetarios<sup>1)</sup> 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	2.537,9	4.963,5	825,1	5.788,6	3.991,1	2.057,8	7.721,2	6.781,5	213,6
2003 I	2.396,9	2.587,1	4.984,0	874,2	5.858,2	4.009,8	2.134,0	7.806,5	6.854,4	201,1
2003 Abr	2.425,7	2.604,3	5.030,0	917,4	5.947,4	4.005,6	2.146,8	7.879,3	6.890,9	191,3
May	2.458,7	2.626,7	5.085,3	907,5	5.992,8	4.011,1	2.177,0	7.910,1	6.906,8	225,0
Jun	2.501,5	2.604,8	5.106,3	883,5	5.989,8	4.037,3	2.160,4	7.943,3	6.944,2	287,8
Jul	2.481,4	2.618,0	5.099,3	896,8	5.996,2	4.064,6	2.181,6	7.982,9	6.964,6	261,3
Ago	2.468,6	2.632,0	5.100,6	893,7	5.994,3	4.101,6	2.169,8	8.001,5	6.976,7	250,0
Sep <sup>o)</sup>	2.510,4	2.601,2	5.111,6	877,9	5.989,5	4.098,8	2.191,6	8.027,8	6.999,0	242,4

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

	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	178,4	0,9	465,9	373,2	-7,3
2002	215,1	88,1	303,2	66,7	369,9	188,5	35,9	344,6	308,9	171,0
2003 I	-4,6	51,4	46,7	37,8	84,5	37,2	46,1	103,2	87,6	30,9
2003 Abr	30,1	18,9	49,0	38,6	87,5	4,8	15,6	71,7	44,0	-4,1
May	36,0	26,5	62,5	-7,9	54,6	18,0	26,7	42,6	28,4	40,8
Jun	54,3	-24,2	30,1	-24,2	5,8	19,3	-13,0	27,9	34,5	59,4
Jul	-18,4	12,8	-5,6	10,8	5,2	31,4	20,7	14,5	20,0	-39,8
Ago	-14,9	11,7	-3,2	-3,2	-6,4	16,9	-11,2	11,0	6,0	-31,4
Sep <sup>o)</sup>	45,1	-28,5	16,6	-13,4	3,2	23,3	24,2	36,5	32,5	10,5

##### 3. Tasas de crecimiento <sup>3)</sup>

	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 <sup>4)</sup>
	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	4,8	0,0	6,7	6,1	-7,3
2002	9,8	3,6	6,5	8,8	6,8	4,9	1,8	4,7	4,7	171,0
2003 I	11,6	4,5	7,8	8,1	7,8	4,3	1,8	4,8	4,7	228,9
2003 Abr	10,9	5,3	8,0	12,4	8,6	4,6	3,4	5,1	4,7	227,8
May	11,9	5,8	8,7	8,6	8,7	4,4	4,4	5,2	4,7	229,6
Jun	11,3	5,5	8,3	8,5	8,3	5,0	3,7	5,1	4,6	247,8
Jul	11,6	5,7	8,5	9,4	8,6	5,1	4,9	5,6	4,9	206,5
Ago	12,3	5,3	8,6	6,3	8,2	5,2	5,0	5,6	5,0	160,9
Sep <sup>o)</sup>	11,2	5,1	8,0	4,3	7,4	5,2	5,5	5,5	4,9	153,2

Fuente: BCE.

- Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. M1 es la suma 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.
- 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.
- Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.
- Suma de los flujos de los 12 meses que finalizan en el período indicado.

### Cuadro 2.3 (cont.)

#### Agregados monetarios <sup>1)</sup> 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	1.462,4	226,9	470,6	127,7	1.689,7	105,8	1.189,2	1.006,4
2003 I	327,2	2.069,7	1.073,2	1.513,9	224,0	550,8	99,4	1.704,2	100,9	1.205,0	999,8
2003 Abr	336,3	2.089,4	1.081,9	1.522,4	230,5	563,0	124,0	1.709,7	98,3	1.201,7	995,8
May	343,8	2.114,9	1.096,9	1.529,8	231,4	571,1	105,0	1.714,2	96,9	1.207,5	992,6
Jun	351,0	2.150,5	1.060,0	1.544,8	214,9	571,0	97,6	1.734,5	95,4	1.211,0	996,5
Jul	361,5	2.119,9	1.063,4	1.554,6	220,1	585,5	91,2	1.756,7	93,3	1.217,1	997,5
Ago	362,7	2.105,9	1.069,3	1.562,7	217,1	587,7	88,9	1.771,0	91,7	1.225,9	1.013,1
Sep <sup>(p)</sup>	364,9	2.145,5	1.037,3	1.563,9	211,7	577,5	88,7	1.771,3	91,1	1.225,8	1.010,5

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

	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	81,2
2002	101,4	113,6	-2,8	90,9	9,6	70,1	-13,0	118,4	-10,0	41,0	39,2
2003 I	7,7	-12,3	-0,4	51,7	5,8	35,7	-3,7	28,9	-4,9	11,8	1,4
2003 Abr	9,1	21,0	10,2	8,7	6,4	11,8	20,3	9,8	-2,6	-2,8	0,3
May	7,4	28,6	18,8	7,7	1,0	8,8	-17,7	19,0	-1,3	6,9	-6,5
Jun	7,3	47,0	-39,0	14,8	-16,5	-0,9	-6,9	11,2	-1,6	2,8	6,9
Jul	11,1	-29,5	3,1	9,8	5,5	10,3	-5,0	19,4	-2,1	5,2	8,9
Ago	1,2	-16,1	3,7	8,0	-3,0	2,1	-2,3	3,2	-1,6	7,6	7,7
Sep <sup>(p)</sup>	2,2	43,0	-29,9	1,5	-4,3	-8,2	-0,9	19,5	-0,6	0,9	3,4

#### 6. Tasas de crecimiento <sup>3)</sup>

	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	8,9
2002	42,3	5,8	-0,3	6,6	4,4	17,6	-9,3	7,4	-8,7	3,5	4,0
2003 I	37,6	8,2	-0,4	8,4	1,8	16,4	-11,3	6,7	-8,2	3,8	2,4
2003 Abr	37,4	7,4	0,0	9,5	5,4	16,8	9,6	7,2	-8,9	3,6	3,0
May	34,2	8,8	0,7	9,9	2,8	17,5	-12,4	7,1	-9,2	3,8	1,9
Jun	31,4	8,5	-1,0	10,4	-2,0	19,3	-13,7	7,2	-10,5	3,8	4,4
Jul	30,6	8,8	-1,1	10,9	0,8	18,2	-12,4	7,5	-12,5	4,1	4,3
Ago	29,0	9,8	-2,0	11,0	-3,8	15,5	-15,4	7,5	-14,1	4,6	4,1
Sep <sup>(p)</sup>	27,4	8,8	-2,6	10,9	-6,7	14,6	-18,6	7,9	-15,0	4,6	3,5

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.

## Cuadro 2.3 (cont.)

### Agregados monetarios <sup>1)</sup> 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	2.530,5	4.897,7	853,7	5.751,4	3.994,3	2.073,3	7.724,2	6.780,9	176,9
2003 I	2.407,6	2.575,7	4.983,3	856,5	5.839,8	4.002,3	2.120,9	7.786,8	6.846,9	228,3
2003 Abr	2.426,5	2.592,1	5.018,5	899,2	5.917,8	4.006,6	2.137,3	7.845,8	6.871,3	238,4
May	2.445,8	2.608,5	5.054,3	885,9	5.940,2	4.013,7	2.159,2	7.873,5	6.893,3	266,8
Jun	2.450,3	2.618,1	5.068,4	888,3	5.956,7	4.028,3	2.143,2	7.912,1	6.913,5	288,5
Jul	2.473,9	2.628,7	5.102,6	905,6	6.008,2	4.061,5	2.183,4	7.979,5	6.954,9	264,6
Ago	2.504,2	2.631,2	5.135,3	893,0	6.028,4	4.107,6	2.184,6	8.033,9	7.004,6	243,6
Sep <sup>(p)</sup>	2.516,2	2.629,3	5.145,4	887,2	6.032,6	4.100,9	2.202,1	8.051,9	7.009,3	220,8

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

	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	178,2	2,5	467,0	377,4	-9,0
2002	213,0	90,0	303,1	68,6	371,7	188,1	37,7	346,6	312,9	170,3
2003 I	64,6	47,3	112,0	-8,5	103,5	26,5	17,0	80,5	80,7	94,8
2003 Abr	20,1	18,1	38,2	38,1	76,3	13,4	19,2	58,0	32,0	15,8
May	22,4	20,6	43,0	-11,5	31,5	19,5	18,5	39,4	34,4	35,5
Jun	15,7	7,2	22,9	2,2	25,1	7,8	-12,4	33,3	17,3	18,2
Jul	25,3	10,3	35,6	14,8	50,3	37,3	39,8	42,2	41,0	-37,2
Ago	28,1	0,2	28,3	-12,7	15,5	26,0	1,7	46,7	43,6	-41,2
Sep <sup>(p)</sup>	15,3	0,4	15,7	-3,4	12,3	19,4	19,9	28,2	14,9	-4,6

#### 9. Tasas de crecimiento <sup>3)</sup>

	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	-	4,8	0,1	6,7	6,1	-9,0
2002	9,9	3,7	6,6	8,7	6,9	-	4,9	1,8	4,7	4,8	170,3
2003 I	11,8	4,7	8,0	8,0	8,0	-	4,3	1,7	4,8	4,7	229,3
2003 Abr	11,2	5,2	8,0	12,4	8,6	8,4	4,6	3,4	5,1	4,7	228,0
May	11,4	5,8	8,5	8,7	8,5	8,5	4,4	4,3	5,2	4,6	228,9
Jun	11,4	5,6	8,3	8,7	8,4	8,5	5,0	3,7	5,2	4,6	248,5
Jul	11,5	5,7	8,5	9,5	8,6	8,4	5,2	4,9	5,6	4,9	209,0
Ago	11,8	5,5	8,5	6,3	8,2	8,1	5,2	5,1	5,6	5,0	161,1
Sep <sup>(p)</sup>	11,3	5,1	8,0	4,3	7,4	.	5,2	5,5	5,5	4,9	154,1

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 <sup>1)</sup> 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	1.079,6	1.451,0	240,1	485,9	127,7	1.697,3	103,8	1.186,8	1.006,4
2003 I	331,9	2.075,7	1.072,1	1.503,6	209,9	547,2	99,4	1.703,0	100,3	1.200,9	998,0
2003 Abr	338,0	2.088,5	1.076,5	1.515,5	221,4	553,8	124,0	1.708,5	98,9	1.200,9	998,2
May	342,0	2.103,8	1.081,3	1.527,2	219,0	561,8	105,0	1.711,6	97,9	1.205,3	998,8
Jun	347,1	2.103,2	1.073,9	1.544,1	218,7	572,0	97,6	1.731,0	96,4	1.209,0	991,9
Jul	355,2	2.118,7	1.067,2	1.561,5	227,0	587,4	91,2	1.754,8	94,2	1.218,2	994,2
Ago	359,6	2.144,5	1.057,5	1.573,7	221,7	582,4	88,9	1.774,3	92,3	1.226,7	1.014,4
Sep <sup>(p)</sup>	366,9	2.149,3	1.050,2	1.579,1	215,6	582,9	88,7	1.772,8	91,1	1.229,2	1.007,9

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

	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	81,3
2002	99,6	113,4	-0,1	90,1	9,9	71,7	-13,0	118,1	-9,9	40,9	39,0
2003 I	20,9	43,7	-5,5	52,9	-21,6	16,8	-3,7	20,2	-3,5	10,1	-0,3
2003 Abr	6,1	14,1	6,0	12,0	11,7	6,2	20,3	9,8	-1,4	0,5	4,6
May	4,0	18,4	8,6	12,0	-2,4	8,6	-17,7	17,6	-1,0	5,5	-2,7
Jun	5,1	10,6	-9,6	16,8	-0,4	9,5	-6,9	10,3	-1,6	3,0	-3,9
Jul	8,7	16,6	-7,1	17,3	8,6	11,1	-5,0	21,0	-2,2	8,3	10,1
Ago	4,4	23,7	-11,8	12,0	-5,4	-5,0	-2,3	8,4	-1,9	7,3	12,3
Sep <sup>(p)</sup>	7,3	8,1	-5,3	5,7	-5,0	2,5	-0,9	17,6	-1,2	3,5	-0,5

#### 12. Tasas de crecimiento <sup>3)</sup>

	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	8,9
2002	42,7	5,9	0,0	6,6	4,3	17,3	-9,3	7,3	-8,7	3,5	4,0
2003 I	39,7	8,1	0,0	8,3	1,1	16,4	-11,3	6,7	-8,1	3,8	2,4
2003 Abr	37,4	7,7	-0,4	9,6	5,3	16,9	9,6	7,2	-8,9	3,6	3,0
May	34,3	8,3	0,8	9,7	2,5	17,7	-12,4	7,1	-9,2	3,8	2,0
Jun	31,9	8,5	-0,6	10,3	-1,4	19,4	-13,7	7,2	-10,5	3,8	4,4
Jul	30,3	8,8	-1,1	11,0	1,2	18,3	-12,4	7,5	-12,5	4,1	4,3
Ago	28,8	9,4	-2,0	11,2	-3,1	15,5	-15,4	7,6	-14,2	4,6	4,2
Sep <sup>(p)</sup>	27,8	8,8	-2,6	10,9	-6,7	14,6	-18,6	8,0	-15,1	4,6	3,5

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.

## Cuadro 2.4

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

(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 <sup>2)</sup>		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	991,2	512,7	1.487,3	2.991,1
2003 Abr	46,3	33,5	480,7	308,1	992,1	513,4	1.494,5	3.000,0
May	46,2	33,3	484,4	309,7	983,6	509,8	1.502,0	2.995,3
Jun	44,8	31,3	477,9	304,4	998,7	508,3	1.508,3	3.015,3
Jul	48,7	32,8	471,6	292,7	985,9	514,3	1.514,6	3.014,8
Ago	44,1	28,2	468,2	289,4	980,7	519,7	1.523,1	3.023,5
Sep <sup>(p)</sup>	44,5	28,3	476,3	294,4	972,8	523,7	1.524,1	3.020,6

#### 2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras: Flujos <sup>3)</sup>

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>		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	94,7	99,8
2003 I	11,3	10,3	9,0	5,1	13,1	2,3	16,6	32,1
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	-1,4	-2,0	-8,1	-6,3	14,9	-1,6	5,5	18,8
Jul	3,9	1,5	-6,9	-12,3	-12,4	5,8	6,2	-0,4
Ago	-4,8	-4,6	-5,4	-4,5	-6,4	4,8	6,9	5,3
Sep <sup>(p)</sup>	0,6	0,2	12,0	7,5	-6,3	4,6	3,8	2,0

#### 3. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras: Tasas de crecimiento <sup>4)</sup>

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>		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	6,8	3,4
2003 I	7,2	5,3	1,9	-2,2	-1,0	5,8	6,5	3,7
II	4,7	2,9	3,7	0,0	0,3	2,4	6,3	3,6
III <sup>(p)</sup>	10,6	-5,6	5,6	2,1	-0,9	5,4	6,3	3,7

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 <sup>1)</sup>**

(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 <sup>2)</sup>													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	105,1	178,3	237,0	520,4	25,8	66,5	2.085,8	2.178,0	154,0	99,7	369,7	623,4	3.321,8	
2003 I	111,2	176,1	208,1	495,4	16,2	68,4	2.124,0	2.208,5	145,2	94,9	406,1	646,2	3.350,1	
2003 Abr	110,9	177,7	206,9	495,5	15,9	68,7	2.134,1	2.218,7	144,6	95,3	409,1	649,0	3.363,2	
May	110,3	179,3	206,0	495,5	16,1	68,8	2.149,9	2.234,9	142,9	94,8	412,1	649,8	3.380,3	
Jun	114,9	179,2	209,6	503,7	16,6	68,5	2.166,2	2.251,3	145,2	92,7	412,8	650,6	3.405,6	
Jul	112,6	180,3	211,7	504,6	16,3	69,3	2.188,0	2.273,5	141,3	93,2	416,1	650,6	3.428,7	
Ago	108,2	178,1	202,0	488,3	16,5	69,6	2.203,1	2.289,2	141,7	94,1	426,9	662,7	3.440,2	
Sep <sup>3)</sup>	109,3	177,7	189,4	476,5	16,8	70,1	2.214,8	2.301,7	145,6	95,5	437,7	678,8	3.457,0	

**5. Préstamos a hogares: Flujos <sup>3)</sup>**

	Hogares <sup>2)</sup>													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	6,0	4,1	11,7	21,8	3,1	3,9	147,4	154,4	-1,7	2,2	8,1	8,6	184,8	
2003 I	6,1	-3,7	-8,0	-5,6	-9,5	2,0	38,3	30,8	-6,4	-2,2	18,5	9,9	35,2	
2003 Abr	0,6	1,9	-0,2	2,4	-0,3	0,4	10,7	10,8	-1,1	0,3	2,5	1,8	14,9	
May	-0,7	1,6	-0,2	0,7	0,3	0,2	16,7	17,2	-1,4	-0,1	3,0	1,5	19,4	
Jun	1,9	1,4	2,2	5,5	0,4	-1,1	18,6	18,0	5,1	-3,1	-0,2	1,8	25,3	
Jul	-2,4	1,5	3,0	2,1	-0,3	0,8	21,4	21,9	-3,3	0,2	2,5	-0,7	23,3	
Ago	-1,2	-0,9	-1,6	-3,7	0,2	0,3	14,6	15,2	-2,9	-0,4	2,8	-0,5	11,0	
Sep <sup>3)</sup>	2,0	1,0	-2,2	0,9	0,3	0,5	13,1	13,9	3,2	0,1	-0,1	3,1	17,9	

**6. Préstamos a hogares: Tasas de crecimiento <sup>4)</sup>**

	Hogares <sup>2)</sup>													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	5,8	2,4	5,2	4,4	13,7	6,4	7,6	7,6	-1,1	2,2	2,2	1,4	5,9	
2003 I	16,8	-0,4	0,6	3,4	-29,4	10,2	7,5	7,1	-4,2	0,1	7,7	3,5	5,9	
II	15,5	2,0	-0,1	3,7	-29,3	9,4	7,4	7,0	-6,9	-5,5	8,0	2,0	5,5	
III <sup>3)</sup>	11,9	2,8	-2,0	2,4	-30,8	12,0	7,7	7,4	-5,0	-4,3	8,2	3,0	5,8	

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	No bancos				Total
		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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>

	AA PP				Total	Préstamos a no residentes				Total	
	Administración Central	Otras AA PP				Bancos <sup>2)</sup>	No bancos				Total
		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 <sup>(p)</sup>	-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 <sup>4)</sup>

	AA PP				Total	Préstamos a no residentes				Total	
	Administración Central	Otras AA PP				Bancos <sup>2)</sup>	No bancos				Total
		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 <sup>(p)</sup>	-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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>				
	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	18,3	535,6	165,3	250,6	8,2	99,6	523,8
2003 Abr	55,8	457,2	3,3	21,2	537,5	164,4	259,4	8,8	103,8	536,5
May	56,0	458,4	3,2	22,5	540,0	173,9	269,2	9,4	102,6	555,1
Jun	62,2	450,2	3,0	22,3	537,6	176,5	259,1	9,6	98,0	543,2
Jul	53,7	458,0	3,1	20,8	535,7	167,2	256,3	9,6	104,7	537,8
Ago	49,6	463,1	3,2	19,0	534,8	163,7	257,5	9,0	104,9	535,1
Sep <sup>(p)</sup>	55,8	454,9	3,0	18,5	532,2	173,6	252,6	9,4	103,4	538,9

#### 2. Depósitos de los intermediarios financieros: Flujos <sup>3)</sup>

	Empresas de seguros y fondos de pensiones					Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>				
	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	0,5	12,3	13,4	13,5	1,7	11,0	39,6
2003 Abr	-3,8	2,9	-0,3	2,9	1,7	-0,4	9,4	0,6	4,2	13,9
May	0,3	1,6	0,1	1,3	3,3	10,5	11,3	0,6	-1,2	21,4
Jun	6,2	-8,4	-0,2	-0,3	-2,7	2,0	-11,0	0,2	-4,7	-13,5
Jul	-8,5	7,6	0,2	-1,5	-2,3	-9,4	-2,8	0,0	7,0	-5,3
Ago	-4,3	4,1	0,1	-2,0	-2,1	-4,6	0,2	-0,7	0,1	-4,9
Sep <sup>(p)</sup>	6,2	-8,0	-0,2	-0,4	-2,4	11,1	-4,9	0,5	-1,7	5,0

#### 3. Depósitos de los intermediarios financieros: Tasas de crecimiento <sup>4)</sup>

	Empresas de seguros y fondos de pensiones					Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>				
	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	3,3	7,4	5,5	10,1	-0,2	17,7	10,0
II	29,2	3,9	-10,8	17,4	6,7	9,1	13,7	78,3	16,3	13,4
III <sup>(p)</sup>	11,6	3,5	-15,3	27,3	4,8	11,6	9,8	70,5	8,6	10,7

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>				
	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	333,6	34,4	32,3	960,4	1.124,7	1.166,7	1.472,2	70,6	3.834,3
2003 Abr	567,8	334,6	34,8	31,9	969,1	1.138,5	1.161,7	1.477,7	70,1	3.848,1
May	574,2	343,0	35,6	34,1	986,9	1.147,1	1.157,7	1.480,9	68,6	3.854,2
Jun	593,6	341,0	36,7	29,8	1.001,1	1.164,8	1.148,1	1.492,7	61,9	3.867,6
Jul	584,0	347,2	36,8	28,6	996,6	1.200,2	1.147,1	1.499,4	62,5	3.909,3
Ago	580,6	357,3	37,3	29,3	1.004,6	1.199,1	1.146,5	1.504,8	61,1	3.911,6
Sep <sup>(p)</sup>	603,3	347,0	38,2	29,4	1.017,9	1.199,8	1.141,5	1.504,0	56,8	3.902,1

#### 5. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares: Flujos <sup>3)</sup>

	Sociedades no financieras					Hogares <sup>2)</sup>				
	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	5,6	4,0	-2,4	-27,1	8,6	-16,7	36,5	-4,1	24,3
2003 Abr	8,3	2,1	0,4	-0,4	10,4	14,0	-4,5	5,5	-0,4	14,6
May	7,7	10,1	0,5	2,3	20,7	9,0	-2,7	3,3	-1,6	8,0
Jun	18,7	-3,1	1,1	-4,3	12,4	17,5	-10,3	11,7	-6,7	12,3
Jul	-10,5	6,2	0,1	-1,2	-5,4	3,9	-2,0	6,7	0,6	9,2
Ago	-4,0	9,1	0,5	0,9	6,5	-1,5	-1,5	5,3	-1,4	0,9
Sep <sup>(p)</sup>	24,3	-8,8	1,0	1,4	17,9	1,1	-3,8	-0,7	-4,3	-7,7

#### 6. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares: Tasas de crecimiento <sup>4)</sup>

	Sociedades no financieras					Hogares <sup>2)</sup>				
	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	5,7	29,5	-3,5	7,3	7,4	-1,3	6,6	-12,4	3,9
II	8,0	7,2	36,0	-18,0	7,4	7,4	-2,4	8,0	-19,6	4,0
III <sup>(p)</sup>	8,7	8,7	37,2	-15,0	8,6	8,7	-2,8	8,0	-27,5	4,1

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>

	AA PP				Total	No residentes			Total	
	Administración Central	Otras AA PP				Bancos <sup>2)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>4)</sup>

	AA PP				Total	No residentes			Total	
	Administración Central	Otras AA PP				Bancos <sup>2)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	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<sup>1)</sup>**

(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	1.182,2	59,5	1.223,2	16,1	386,8	18,3	2.886,2	614,8	268,5	584,9	853,4	174,8
Jul	1.198,9	60,3	1.234,4	16,7	382,5	19,2	2.912,0	624,9	276,2	607,4	883,6	178,9
Ago	1.198,9	59,2	1.226,3	17,1	384,8	19,5	2.905,8	635,8	275,8	611,4	887,1	183,0
Sep <sup>(p)</sup>	1.199,6	58,1	1.243,8	16,7	391,8	19,3	2.929,4	622,2	273,1	608,4	881,5	179,5

**2. Flujos<sup>2)</sup>**

	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	13,7	4,8	18,4	18,7
2003 I	41,8	4,0	36,1	1,5	16,4	0,2	99,9	31,2	-1,8	-0,5	-2,4	2,3
2003 Abr	-1,1	-3,5	18,6	-0,1	13,0	-0,6	26,3	7,6	-0,8	15,3	14,5	0,5
May	13,6	0,4	28,0	-0,4	1,1	2,2	44,8	8,2	4,3	11,0	15,4	-3,3
Jun	4,0	2,7	-15,7	-0,2	-0,2	-1,4	-10,7	11,4	2,3	-5,4	-3,0	-4,2
Jul	15,3	0,5	9,9	0,4	-3,2	0,8	23,8	7,5	4,2	-3,2	1,1	2,9
Ago	0,3	-2,6	-6,8	-0,3	2,3	-0,4	-7,4	-1,0	-0,3	3,1	2,8	3,6
Sep <sup>(p)</sup>	1,0	0,6	19,2	0,3	7,3	0,7	29,0	2,4	-2,8	-4,1	-6,9	-2,4

**3. Tasas de crecimiento<sup>3)</sup>**

	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	4,7
2003 Abr	3,2	-10,0	4,7	5,9	15,5	9,7	5,1	13,8	-1,7	3,7	2,0	6,6
May	3,9	-10,1	6,1	7,7	14,8	22,1	6,0	13,4	-0,2	5,5	3,7	2,1
Jun	4,2	-9,4	4,9	7,2	15,3	15,8	5,6	16,3	0,4	5,5	3,9	-0,5
Jul	5,8	-8,2	6,0	6,9	14,6	22,5	6,7	15,8	4,0	7,2	6,2	1,1
Ago	6,3	-11,8	5,8	5,5	16,4	19,7	7,0	14,4	4,4	6,0	5,5	4,3
Sep <sup>(p)</sup>	6,1	-7,7	6,4	8,7	15,5	19,7	7,2	13,5	3,5	6,1	5,3	4,1

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 <sup>1)</sup>

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

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

	Hogares <sup>2)</sup>											
	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	-0,4	-1,2	-0,1	0,0	-1,0	-1,1	-1,2	-0,1	-1,5	-2,7
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	-0,5
Ago	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,4
Sep <sup>(p)</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,4

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

	Sociedades no financieras				No residentes		
	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	-2,8	-7,5	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	-0,9	0,0	0,0	0,0
Jun	-0,3	0,0	-0,2	-0,6	-0,3	0,0	-0,3
Jul	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0
Ago	-0,1	-0,1	-0,4	-0,7	0,0	-0,1	0,0
Sep <sup>(p)</sup>	-0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,0	-0,1

#### 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	10,3	0,0	-1,4	0,2	7,3	-0,9	-1,1	-7,2	-8,3	1,5
2003 Abr	-0,4	0,0	-1,7	-0,1	-0,1	-0,2	-2,5	0,4	1,2	3,1	4,3	0,3
May	-0,4	-0,1	3,7	-0,1	0,4	0,0	3,5	-0,2	0,4	1,2	1,5	0,1
Jun	-0,4	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0	-2,1	0,7	0,7	1,8	2,4	0,3
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	-0,3	0,2	-1,4	0,1	0,0	0,0	-1,5	0,4	-0,1	0,9	0,8	0,6
Sep <sup>(p)</sup>	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,7	0,0	1,2	1,2	-1,1

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 algunas rúbricas del balance de las IFM

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

#### 1. Depósitos de residentes en la zona del euro: Saldos

	IFM							No IFM						
	Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	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 <sup>(a)</sup>	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 de no residentes en la zona del euro: Saldos

	Bancos <sup>3)</sup>							No Bancos						
	Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	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 <sup>(a)</sup>	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 <sup>3)</sup>						
	Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	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 <sup>(a)</sup>	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 algunas rúbricas del balance de las IFM

(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 <sup>2)</sup>	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>							No Bancos						
	Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>2)</sup>	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>							No bancos						
	Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>1)</sup>

(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
2001 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	1.335,1	72,0	1.263,1	853,2	203,1	122,4	106,6	2.862,3	
2003 I	217,1	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	118,6	108,2	2.748,9	
II <sup>(p)</sup>	232,5	1.382,2	67,0	1.315,2	878,2	223,7	120,7	118,0	2.955,5	

#### 2. Pasivo

	Depósitos y préstamos recibidos		Participaciones en fondos de inversión		Otros pasivos		Total	
	1	2	3	4	5	6		7
2001 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		2.745,2		76,9		2.862,3
2003 I		41,1		2.629,4		78,5		2.748,9
II <sup>(p)</sup>		41,8		2.821,8		91,8		2.955,5

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

	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor		Total
	Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos inversores especiales	
	1	2	3	4	5	6	7	
2001 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	149,4	349,2	2.089,5	772,9	2.862,3
2003 I	525,9	1.054,1	675,3	155,9	337,7	1.977,5	771,4	2.748,9
II <sup>(p)</sup>	603,3	1.099,5	720,7	161,5	370,5	2.140,2	815,3	2.955,5

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				
2001 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	28,0	3,1	24,9	506,0	18,4	14,9	593,9
2003 I	24,5	30,3	2,8	27,5	438,6	16,5	16,1	525,9
II <sup>(p)</sup>	27,9	31,6	2,9	28,8	506,4	18,5	18,9	603,3

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

	Depósitos y préstamos recibidos			Participaciones emitidas por fondos de inversión	Otros pasivos	Total		
			1				2	3
	1	2	3				4	
2001 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	586,4	3,6	593,9		
2003 I			3,8	517,6	4,5	525,9		
II <sup>(p)</sup>			4,3	592,4	6,5	603,3		

#### 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				
2001 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	36,6	866,2	31,9	12,3	37,2	1.068,2
2003 I	77,5	899,8	35,8	864,0	26,6	18,6	31,5	1.054,1
II <sup>(p)</sup>	82,4	928,2	33,0	895,2	31,1	20,9	36,9	1.099,5

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

	Depósitos y préstamos recibidos			Participaciones emitidas por fondos de inversión	Otros pasivos	Total		
			1				2	3
	1	2	3				4	
2001 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			8,9	1.030,5	14,7	1.054,1		
II <sup>(p)</sup>			8,5	1.069,9	21,1	1.099,5		

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		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					
2001 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	295,0	21,3	273,7	232,9	87,7	3,4	28,6	701,6
2003 I	50,4	300,7	21,8	278,9	209,9	83,7	0,7	29,9	675,3
II <sup>(p)</sup>	49,4	311,8	20,9	290,9	237,0	91,9	0,3	30,3	720,7

**6. Pasivo de los fondos mixtos**

	Depósitos y préstamos recibidos		Participaciones emitidas por fondos de inversión		Otros pasivos		Total
	1	2	3	4	5	6	
2001 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		677,1	21,5	701,6
2003 I			2,9		649,9	22,5	675,3
II <sup>(p)</sup>			2,6		695,9	22,3	720,7

**7. Activo de los fondos inmobiliarios**

	Depósitos		Valores distintos de acciones		Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	2	Hasta un año	Más de un año					
			3	4					
2001 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	114,5	6,9	149,4
2003 I	14,7	8,3	0,5	7,7	0,7	8,6	117,1	6,6	155,9
II <sup>(p)</sup>	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3	161,5

**8. Pasivo de los fondos inmobiliarios**

	Depósitos y préstamos recibidos		Participaciones emitidas por fondos de inversión		Otros pasivos		Total
	1	2	3	4	5	6	
2001 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		677,1	21,5	701,6
2003 I			2,9		649,9	22,5	675,3
II <sup>(p)</sup>			2,6		695,9	22,3	720,7

*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 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	904,8	663,2	153,1	107,7	69,8	2.089,5
2003 I	165,5	882,6	599,9	155,1	103,2	71,2	1.977,5
II <sup>(p)</sup>	181,5	912,6	691,5	168,3	104,3	82,0	2.140,2

#### 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 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	1.994,0	61,7	2.089,5
2003 I	34,6	1.880,0	62,9	1.977,5
II <sup>(p)</sup>	34,7	2.028,7	76,8	2.140,2

#### 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 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	51,6	449,2	167,4	50,7	15,4	37,1	771,4
II <sup>(p)</sup>	51,0	469,6	186,7	55,4	16,5	36,0	815,3

#### 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 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	6,5	749,3	15,5	771,4
II <sup>(p)</sup>	7,2	793,1	15,0	815,3

Fuente: BCE.

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

**Cuadro 3.1**

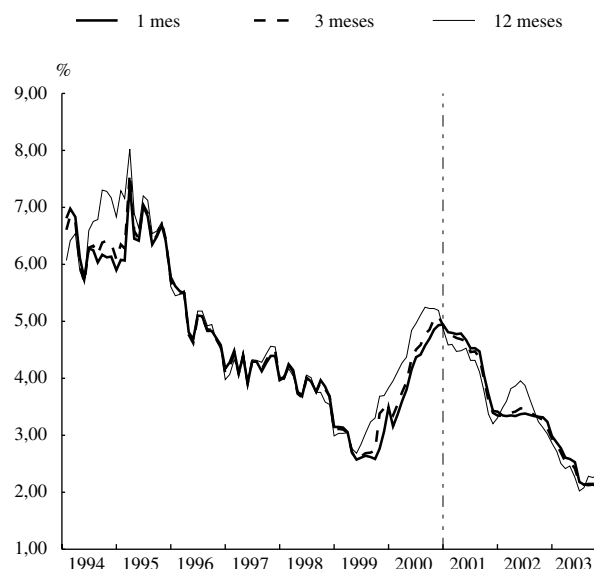
**Tipos de interés del mercado monetario<sup>1)</sup>**

(en porcentaje)

	Zona del euro <sup>4)</sup>					Estados Unidos <sup>6)</sup>	Japón <sup>6)</sup>
	Depósitos a 1 día <sup>3)</sup> 1	Depósitos a 1 mes <sup>5)</sup> 2	Depósitos a 3 meses <sup>5)</sup> 3	Depósitos a 6 meses <sup>5)</sup> 4	Depósitos a 12 meses <sup>5)</sup> 5	Depósitos a 3 meses 6	Depósitos a 3 meses 7
1998	3,09	3,84	3,83	3,78	3,77	5,57	0,66
1999	2,74	2,86	2,96	3,05	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 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
Oct	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	1,16	0,06
2003 3 Oct	2,06	2,10	2,13	2,14	2,21	1,15	0,06
10	2,06	2,10	2,14	2,16	2,28	1,15	0,06
17	2,01	2,10	2,15	2,20	2,37	1,17	0,05
24	2,05	2,10	2,15	2,20	2,35	1,16	0,06
31	2,08	2,10	2,16	2,21	2,39	1,17	0,06

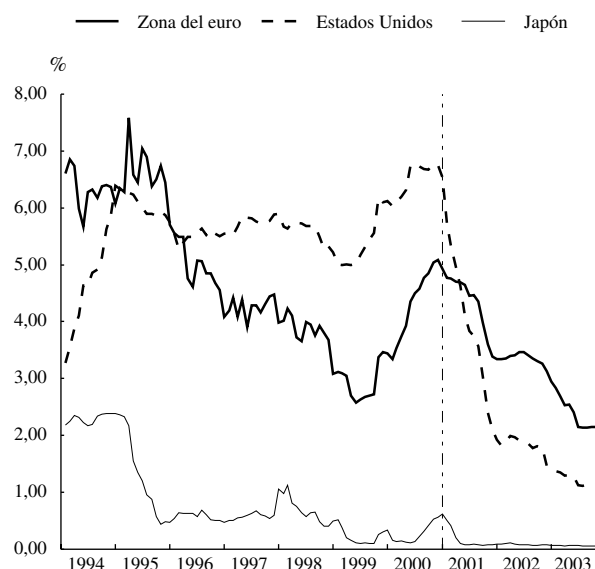
**Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro**

(mensual)



**Tipos a 3 meses del mercado monetario**

(mensual)



Fuentes: Reuters y BCE.

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

### Cuadro 3.2

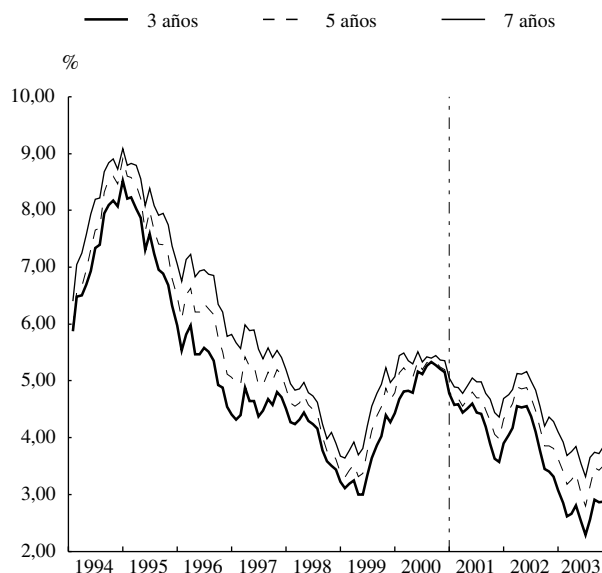
#### Rendimientos de la deuda pública<sup>1)</sup>

(en porcentaje)

	Zona del euro <sup>2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1999	3,38	3,63	4,01	4,38	4,66	5,64	1,75
2000	4,90	5,03	5,19	5,37	5,44	6,03	1,76
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001	4,11	4,23	4,49	4,79	5,03	5,01	1,34
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2002 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
Oct	2,59	2,88	3,50	3,85	4,31	4,27	1,40
2003 3 Oct	2,55	2,84	3,44	3,79	4,27	4,16	1,40
10	2,53	2,81	3,45	3,80	4,27	4,25	1,35
17	2,69	2,98	3,61	3,93	4,38	4,41	1,43
24	2,61	2,91	3,54	3,88	4,32	4,26	1,36
31	2,67	2,96	3,59	3,92	4,37	4,30	1,46

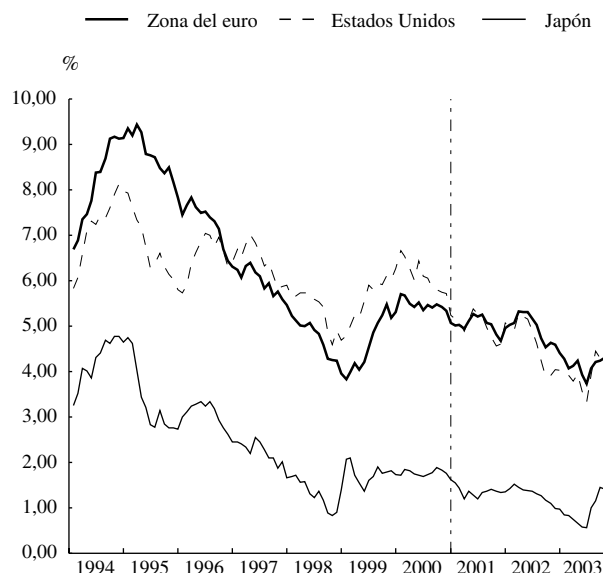
#### Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensual)



#### Rendimientos de la deuda pública a 10 años

(mensual)



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

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

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

### Cuadro 3.3

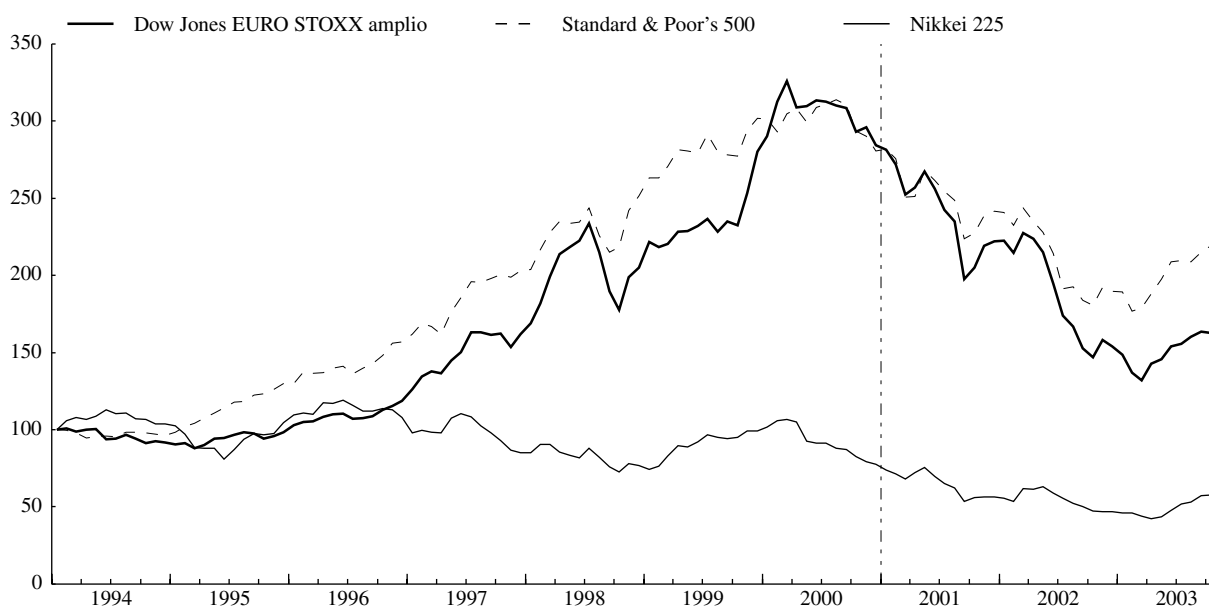
#### Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Industrial	Tecnología	Gas, agua, electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	280,5	3.076,3	257,9	245,0	295,5	249,3	281,3	218,4	333,6	282,4	488,1	348,9	1.085,3	15.338,4
1999	325,8	3.787,3	279,2	262,9	327,7	286,0	295,7	285,1	470,4	306,2	717,7	392,6	1.327,8	16.829,9
2000	423,9	5.075,5	299,1	292,9	324,3	342,3	350,7	378,0	963,1	341,7	1.072,5	476,0	1.426,7	17.162,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	336,3	4.049,4	296,0	228,2	303,3	341,4	321,6	310,0	530,5	309,6	541,2	540,1	1.193,8	12.114,8
2002	259,9	3.023,4	267,5	175,0	266,5	308,9	243,3	252,4	345,1	255,5	349,2	411,8	995,4	10.119,3
2002 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
Oct	225,5	2.523,3	222,0	150,1	218,9	263,0	212,9	231,5	308,0	210,8	348,4	309,7	1.038,7	10.720,1
2003 3 Oct	223,9	2.516,5	220,6	146,9	221,0	263,9	210,2	227,5	304,0	211,5	347,0	313,4	1.029,9	10.709,3
10	225,0	2.518,4	220,3	149,8	218,5	263,9	211,3	230,2	309,6	211,1	348,9	308,5	1.038,1	10.786,0
17	228,0	2.550,8	223,7	152,8	222,7	267,7	215,0	234,5	311,3	209,9	349,1	311,6	1.039,3	11.037,9
24	222,5	2.482,6	219,7	148,1	215,7	257,5	210,1	229,7	303,3	208,7	344,8	306,4	1.028,9	10.335,7
31	230,7	2.575,0	230,1	155,0	218,9	261,0	220,9	239,2	318,2	211,7	354,0	310,5	1.050,7	10.559,6

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

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



Fuente: Reuters.

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



### Cuadro 3.4

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

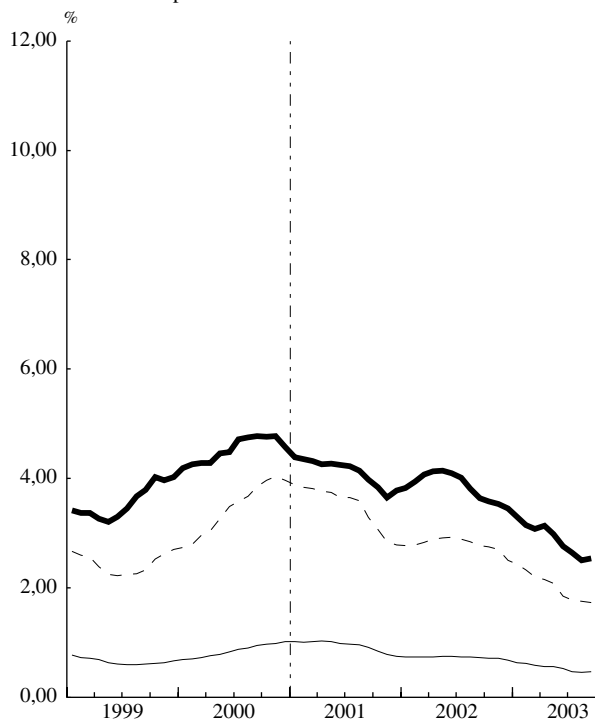
(en porcentaje; medias del período)

	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
	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 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	3,29	2,04	2,34	5,87	5,27	9,48	4,91
Feb	0,62	2,32	2,32	3,15	2,02	2,12	5,81	5,18	9,39	4,77
Mar	0,59	2,20	2,19	3,08	1,97	2,05	5,69	5,17	9,29	4,69
Abr	0,56	2,15	2,14	3,14	1,93	2,05	5,57	5,14	9,24	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	1,75	1,75	2,50	1,61	1,43	5,24	4,82	9,07	4,23
Sep	0,46	1,73	1,72	2,54	1,60	1,41	5,24	4,78	9,06	4,36

#### Tipos de interés de los depósitos

(mensual)

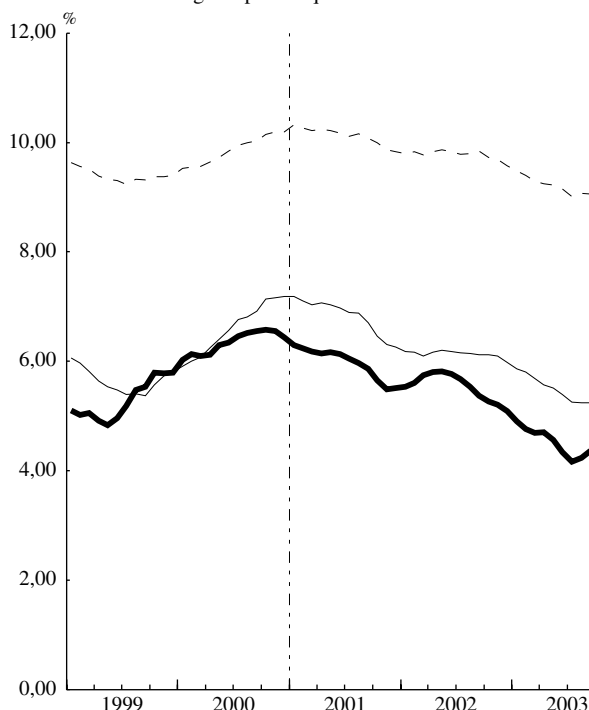
- A la vista
- - - A plazo hasta 1 año
- A plazo a más de 2 años



#### 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 en el mes y saldos a fin de período; valores nominales)

##### 1. A corto plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros <sup>1)</sup>				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Ago	384,6	378,2	6,4	775,5	366,2	356,9	9,4	693,0	18,3	21,3
Sep	414,9	400,7	14,2	792,5	392,1	381,1	11,0	706,5	22,8	19,6
Oct	468,4	456,5	11,9	805,9	441,9	433,4	8,5	715,2	26,5	23,1
Nov	435,6	413,1	22,5	830,4	413,6	388,9	24,7	740,1	22,0	24,2
Dic	406,1	451,6	-45,5	783,4	386,8	429,9	-43,1	695,9	19,3	21,7
2003 Ene	545,1	487,4	57,7	840,7	518,6	462,7	55,9	750,9	26,5	24,7
Feb	456,3	428,4	27,9	865,9	433,5	408,3	25,2	775,6	22,8	20,1
Mar	452,0	440,7	11,3	875,6	433,0	423,1	9,9	785,3	19,0	17,6
Abr	476,7	456,1	20,6	892,3	454,8	431,8	23,1	807,7	21,9	24,3
May	443,1	435,3	7,8	897,9	415,9	410,7	5,2	812,2	27,2	24,6
Jun	434,7	454,7	-20,0	877,8	412,4	429,2	-16,8	795,1	22,3	25,6
Jul	458,8	460,1	-1,3	877,0	436,4	433,1	3,3	798,2	22,3	26,9
Ago	381,2	392,2	-11,0	864,1	362,2	365,7	-3,5	793,8	18,9	26,5

##### 2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros <sup>1)</sup>				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Ago	70,5	64,6	6,0	7.331,8	60,6	55,0	5,6	6.686,0	10,0	9,6
Sep	132,6	97,3	35,3	7.366,7	117,2	84,6	32,6	6.717,8	15,4	12,7
Oct	125,6	94,8	30,8	7.396,8	107,4	84,0	23,4	6.741,5	18,2	10,8
Nov	133,1	96,5	36,6	7.430,7	119,4	90,3	29,1	6.770,6	13,7	6,2
Dic	148,6	179,3	-30,7	7.380,8	136,9	162,8	-25,9	6.743,6	11,7	16,5
2003 Ene	179,9	134,8	45,0	7.413,6	156,6	125,4	31,2	6.775,4	23,3	9,5
Feb	164,9	112,7	52,2	7.468,0	146,0	104,0	42,0	6.818,1	18,8	8,7
Mar	162,5	106,2	56,2	7.520,1	146,6	96,0	50,6	6.869,2	15,9	10,3
Abr	160,8	125,2	35,6	7.546,5	146,0	115,9	30,1	6.899,5	14,7	9,3
May	174,6	101,0	73,5	7.598,8	160,9	91,5	69,4	6.968,8	13,6	9,5
Jun	170,1	108,5	61,6	7.672,7	154,7	100,1	54,6	7.024,1	15,4	8,3
Jul	184,8	140,4	44,4	7.721,4	163,2	133,7	29,5	7.054,5	21,6	6,7
Ago	78,3	71,1	7,3	7.745,9	68,9	64,1	4,8	7.060,7	9,4	7,0

##### 3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros <sup>1)</sup>				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Ago	455,1	442,7	12,4	8.107,4	426,8	411,9	15,0	7.378,9	28,3	30,9
Sep	547,5	497,9	49,6	8.159,2	509,2	465,7	43,6	7.424,4	38,3	32,2
Oct	593,9	551,3	42,7	8.202,7	549,2	517,3	31,9	7.456,7	44,7	33,9
Nov	568,7	509,6	59,1	8.261,1	533,0	479,2	53,8	7.510,7	35,7	30,4
Dic	554,7	630,9	-76,2	8.164,1	523,7	592,6	-69,0	7.439,5	31,0	38,3
2003 Ene	725,0	622,3	102,7	8.254,3	675,2	588,1	87,1	7.526,3	49,8	34,2
Feb	621,2	541,1	80,1	8.333,9	579,5	512,3	67,2	7.593,6	41,6	28,7
Mar	614,5	546,9	67,5	8.395,7	579,6	519,1	60,5	7.654,4	34,8	27,8
Abr	637,5	581,3	56,2	8.438,8	600,9	547,7	53,2	7.707,2	36,6	33,6
May	617,6	536,3	81,3	8.496,7	576,8	502,2	74,6	7.781,1	40,8	34,1
Jun	604,8	563,2	41,6	8.550,6	567,1	529,3	37,8	7.819,2	37,8	33,9
Jul	643,6	600,4	43,1	8.598,4	599,6	566,8	32,8	7.852,7	44,0	33,6
Ago	459,5	463,3	-3,7	8.610,0	431,2	429,8	1,3	7.854,5	28,4	33,4

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.

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>					Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>					
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo			
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20			
-3,0	82,6	12,1	11,5	0,6	44,9	378,3	368,4	9,9	737,9	2002 Ago		
3,3	86,0	31,7	7,7	24,0	68,9	423,8	388,8	35,0	775,5	Sep		
3,4	90,7	17,1	31,3	-14,2	54,7	458,9	464,6	-5,7	769,9	Oct		
-2,2	90,4	14,6	16,9	-2,3	52,4	428,1	405,8	22,3	792,4	Nov		
-2,4	87,5	23,8	10,6	13,2	65,6	410,6	440,5	-29,9	761,5	Dic		
1,8	89,8	16,3	34,5	-18,2	47,4	534,9	497,2	37,7	798,3	2003 Ene		
2,7	90,4	20,1	14,1	6,0	53,4	453,6	422,5	31,2	828,9	Feb		
1,4	90,4	33,3	9,7	23,6	76,9	466,2	432,8	33,4	862,2	Mar		
-2,4	84,6	14,6	35,8	-21,1	55,8	469,5	467,5	2,0	863,5	Abr		
2,6	85,7	20,9	18,4	2,4	58,2	436,7	429,1	7,7	870,5	May		
-3,2	82,8	38,4	10,6	27,9	86,1	450,8	439,7	11,1	881,2	Jun		
-4,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul		
-7,5	70,2	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago		

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>					Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>					
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo			
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20			
0,4	645,9	7,0	8,1	-1,2	962,7	67,5	63,1	4,4	7.648,7	2002 Ago		
2,7	648,9	24,3	11,4	12,9	975,6	141,5	96,0	45,5	7.693,5	Sep		
7,4	655,3	13,2	13,1	0,1	975,8	120,6	97,1	23,5	7.717,3	Oct		
7,5	660,1	13,6	12,1	1,6	977,4	133,1	102,4	30,7	7.748,0	Nov		
-4,9	637,1	18,3	10,9	7,4	984,8	155,2	173,6	-18,4	7.728,4	Dic		
13,8	638,2	23,8	7,2	16,6	1.001,4	180,4	132,6	47,8	7.776,8	2003 Ene		
10,2	649,9	26,5	17,7	8,9	1.010,3	172,5	121,7	50,9	7.828,3	Feb		
5,6	650,9	28,7	9,6	19,2	1.029,3	175,3	105,5	69,8	7.898,5	Mar		
5,4	647,0	19,4	9,4	10,0	1.039,5	165,4	125,3	40,1	7.939,0	Abr		
4,1	630,0	25,7	8,3	17,4	1.056,9	186,6	99,8	86,8	8.025,7	May		
7,1	648,7	30,0	14,9	15,1	1.071,9	184,7	115,1	69,6	8.095,9	Jun		
14,9	667,0	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul		
2,5	685,3	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago		

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>					Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>					
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo			
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20			
-2,6	728,4	19,1	19,7	-0,6	1.007,6	445,9	431,5	14,4	8.386,5	2002 Ago		
6,0	734,9	56,0	19,1	37,0	1.044,6	565,3	484,8	80,5	8.469,0	Sep		
10,8	746,0	30,3	44,3	-14,1	1.030,5	579,5	561,7	17,8	8.487,2	Oct		
5,3	750,5	28,2	29,0	-0,8	1.029,7	561,2	508,1	53,0	8.540,4	Nov		
-7,3	724,6	42,1	21,5	20,6	1.050,4	565,8	614,1	-48,4	8.489,9	Dic		
15,6	728,0	40,1	41,7	-1,6	1.048,8	715,3	629,8	85,5	8.575,1	2003 Ene		
12,9	740,3	46,6	31,8	14,8	1.063,6	626,1	544,1	82,0	8.657,3	Feb		
7,0	741,3	62,0	19,2	42,7	1.106,3	641,6	538,4	103,2	8.760,7	Mar		
3,0	731,6	34,0	45,1	-11,1	1.095,3	634,9	592,8	42,1	8.802,5	Abr		
6,7	715,7	46,5	26,7	19,8	1.115,1	623,3	528,9	94,5	8.896,2	May		
3,9	731,4	68,4	25,5	42,9	1.158,0	635,5	554,8	80,7	8.977,2	Jun		
10,4	745,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul		
-5,1	755,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago		

**Cuadro 3.6****Valores distintos de acciones denominados en euros por plazo a la emisión, residencia y sector emisor<sup>1)</sup>***(mm de euros; saldos a fin de período; valores nominales)***Saldos en circulación****1. A corto plazo**

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Ago	693,0	269,9	4,3	86,6	328,8	3,3	44,9	18,1	23,9	2,6
Sep	706,5	276,6	4,1	87,6	335,7	2,6	68,9	26,8	37,3	4,0
Oct	715,2	284,0	4,2	88,4	335,6	3,0	54,7	20,9	28,1	3,5
Nov	740,1	304,7	4,7	89,8	337,8	3,1	52,4	18,2	28,1	3,7
Dic	695,9	281,4	4,3	85,2	321,8	3,2	65,6	20,5	37,9	4,6
2003 Ene	750,9	313,3	4,5	92,5	337,9	2,6	47,4	18,1	26,4	2,4
Feb	775,6	318,6	5,9	95,9	352,0	3,2	53,4	21,4	28,9	2,5
Mar	785,3	314,6	6,3	98,4	362,8	3,2	76,9	27,6	44,6	3,3
Abr	807,7	323,0	5,9	99,0	376,6	3,3	55,8	21,9	30,8	2,1
May	812,2	317,9	5,9	101,7	383,2	3,5	58,2	22,9	32,1	2,4
Jun	795,1	309,1	6,1	95,8	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	.	.	.	.
Ago	793,8	304,1	6,1	95,6	384,8	3,3	.	.	.	.

**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 Ago	6.686,0	2.404,5	408,9	375,5	3.337,0	160,1	962,7	245,4	384,8	110,8
Sep	6.717,8	2.426,2	402,9	378,2	3.348,7	161,8	975,6	246,2	394,1	109,3
Oct	6.741,5	2.422,3	408,5	377,3	3.367,8	165,5	975,8	247,0	395,7	109,0
Nov	6.770,6	2.419,8	421,9	380,7	3.381,2	167,0	977,4	249,3	398,1	108,4
Dic	6.743,6	2.405,6	458,8	382,3	3.328,2	168,7	984,8	251,9	402,7	109,5
2003 Ene	6.775,4	2.401,0	461,0	388,7	3.351,9	172,7	1.001,4	258,0	411,9	111,0
Feb	6.818,1	2.411,8	470,3	392,9	3.365,0	178,1	1.010,3	264,6	413,9	112,3
Mar	6.869,2	2.421,6	479,4	401,4	3.385,7	181,1	1.029,3	274,6	417,6	112,2
Abr	6.899,5	2.429,2	494,5	409,6	3.381,9	184,3	1.039,5	279,5	424,9	112,3
May	6.968,8	2.445,0	498,8	421,7	3.416,5	186,8	1.056,9	286,5	431,9	110,7
Jun	7.024,1	2.457,7	513,0	429,4	3.432,8	191,1	1.071,9	290,0	437,4	113,0
Jul	7.054,5	2.477,4	527,5	430,9	3.427,0	191,7	.	.	.	.
Ago	7.060,7	2.481,6	528,5	432,3	3.426,5	191,8	.	.	.	.

**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 Ago	7.378,9	2.674,4	413,3	462,0	3.665,8	163,4	1.007,6	263,5	408,7	113,4
Sep	7.424,4	2.702,7	407,0	465,8	3.684,4	164,4	1.044,6	273,0	431,4	113,3
Oct	7.456,7	2.706,3	412,8	465,7	3.703,4	168,5	1.030,5	267,9	423,8	112,5
Nov	7.510,7	2.724,5	426,6	470,6	3.718,9	170,1	1.029,7	267,5	426,2	112,1
Dic	7.439,5	2.687,0	463,1	467,5	3.650,1	171,9	1.050,4	272,5	440,6	114,1
2003 Ene	7.526,3	2.714,4	465,5	481,2	3.689,8	175,3	1.048,8	276,1	438,3	113,4
Feb	7.593,6	2.730,4	476,2	488,7	3.717,0	181,4	1.063,6	286,0	442,8	114,8
Mar	7.654,4	2.736,2	485,6	499,8	3.748,5	184,3	1.106,3	302,3	462,2	115,5
Abr	7.707,2	2.752,1	500,4	508,7	3.758,5	187,5	1.095,3	301,5	455,7	114,4
May	7.781,1	2.762,9	504,7	523,4	3.799,7	190,3	1.115,1	309,4	464,1	113,1
Jun	7.819,2	2.766,8	519,1	525,2	3.813,5	194,6	1.158,0	322,0	486,9	116,4
Jul	7.852,7	2.787,6	533,7	526,8	3.809,2	195,5	.	.	.	.
Ago	7.854,5	2.785,7	534,6	527,8	3.811,3	195,1	.	.	.	.

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

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

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	0,1	737,9	288,0	28,2	89,2	329,0	3,4	0,1	2002 Ago
0,2	0,0	0,6	775,5	303,3	41,4	91,6	335,9	2,7	0,6	Sep
0,1	0,2	1,8	769,9	304,9	32,4	91,9	335,7	3,2	1,8	Oct
0,1	0,2	2,0	792,4	322,9	32,9	93,5	337,8	3,3	2,0	Nov
0,0	0,2	2,4	761,5	302,0	42,2	89,8	321,9	3,4	2,4	Dic
0,0	0,1	0,4	798,3	331,4	30,9	95,0	338,0	2,7	0,4	2003 Ene
0,0	0,1	0,4	828,9	340,0	34,9	98,3	352,0	3,4	0,4	Feb
0,0	0,2	1,2	862,2	342,2	50,9	101,7	362,8	3,4	1,2	Mar
0,0	0,2	0,8	863,5	344,9	36,7	101,1	376,6	3,4	0,8	Abr
0,0	0,2	0,7	870,5	340,8	38,0	104,1	383,2	3,7	0,7	May
0,0	0,2	1,0	881,2	341,1	55,5	99,2	380,7	3,7	1,0	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago

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	
93,4	14,6	113,6	7.648,7	2.649,9	793,8	486,3	3.430,4	174,7	113,6	2002 Ago
94,1	14,7	117,3	7.693,5	2.672,4	797,0	487,5	3.442,8	176,5	117,3	Sep
93,6	14,6	115,9	7.717,3	2.669,3	804,2	486,3	3.461,4	180,1	115,9	Oct
93,1	14,6	113,8	7.748,0	2.669,1	820,0	489,1	3.474,3	181,6	113,8	Nov
92,7	14,3	113,6	7.728,4	2.657,5	861,5	491,9	3.420,9	183,0	113,6	Dic
92,2	14,0	114,4	7.776,8	2.659,1	872,9	499,7	3.444,0	186,7	114,4	2003 Ene
92,7	14,9	111,8	7.828,3	2.676,3	884,2	505,2	3.457,8	193,0	111,8	Feb
92,7	15,4	116,9	7.898,5	2.696,2	896,9	513,7	3.478,4	196,5	116,9	Mar
90,7	15,3	116,8	7.939,0	2.708,7	919,3	522,0	3.472,7	199,6	116,8	Abr
95,3	16,1	116,3	8.025,7	2.731,5	930,7	532,5	3.511,9	202,9	116,3	May
94,5	16,2	120,8	8.095,9	2.747,7	950,5	542,4	3.527,4	207,3	120,8	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
93,5	14,7	113,7	8.386,5	2.937,9	821,9	575,5	3.759,4	178,1	113,7	2002 Ago
94,3	14,7	117,9	8.469,0	2.975,7	838,4	579,2	3.778,7	179,1	117,9	Sep
93,7	14,8	117,7	8.487,2	2.974,2	836,6	578,3	3.797,2	183,2	117,7	Oct
93,2	14,8	115,9	8.540,4	2.992,0	852,8	582,7	3.812,1	184,9	115,9	Nov
92,7	14,5	116,0	8.489,9	2.959,5	903,7	581,6	3.742,8	186,3	116,0	Dic
92,2	14,1	114,8	8.575,1	2.990,4	903,8	594,6	3.782,0	189,4	114,8	2003 Ene
92,8	15,0	112,2	8.657,3	3.016,3	919,0	603,5	3.809,8	196,4	112,2	Feb
92,7	15,5	118,1	8.760,7	3.038,4	947,8	615,3	3.841,2	199,8	118,1	Mar
90,7	15,5	117,5	8.802,5	3.053,6	956,0	623,1	3.849,2	203,0	117,5	Abr
95,4	16,3	117,0	8.896,2	3.072,3	968,7	636,5	3.895,1	206,6	117,0	May
94,5	16,4	121,8	8.977,2	3.088,8	1.006,0	641,6	3.908,0	211,0	121,8	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago

**Cuadro 3.6 (cont.)**

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

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

**Emisiones 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 Ago	366,2	257,8	1,8	51,0	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	441,9	319,4	2,2	64,8	53,1	2,3	17,1	5,0	9,0	1,3
Nov	413,6	302,9	2,4	58,3	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	2,5	.	.	.	.
Ago	362,2	243,3	1,5	57,7	58,1	1,7	.	.	.	.

**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 Ago	60,6	28,2	3,7	2,2	25,2	1,3	7,0	3,1	2,7	0,3
Sep	117,2	47,4	12,2	4,5	50,4	2,6	24,3	5,2	12,6	0,2
Oct	107,4	39,1	11,0	0,9	52,1	4,4	13,2	4,6	6,7	0,3
Nov	119,4	48,1	16,3	3,5	48,0	3,6	13,6	5,6	6,6	0,8
Dic	136,9	45,6	45,2	7,9	34,4	3,7	18,3	6,1	8,8	2,2
2003 Ene	156,6	58,4	6,7	8,9	76,3	6,3	23,8	7,9	12,4	1,7
Feb	146,0	55,4	13,7	8,7	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	51,0	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	154,7	56,3	18,7	12,6	61,4	5,7	30,0	9,3	10,4	2,9
Jul	163,2	61,3	19,9	7,9	71,3	2,8	.	.	.	.
Ago	68,9	36,6	5,4	3,1	22,4	1,5	.	.	.	.

**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 Ago	426,8	285,9	5,5	53,1	79,0	3,2	19,1	7,7	9,5	0,9
Sep	509,2	325,8	14,1	61,3	103,5	4,6	56,0	16,3	30,7	2,1
Oct	549,2	358,5	13,1	65,7	105,2	6,7	30,3	9,6	15,8	1,6
Nov	533,0	351,0	18,7	61,7	95,7	5,8	28,2	10,3	15,0	2,0
Dic	523,7	336,9	47,4	54,3	78,7	6,4	42,1	12,4	24,4	3,5
2003 Ene	675,2	434,0	8,8	74,9	149,2	8,2	40,1	14,2	21,8	2,1
Feb	579,5	363,5	15,9	65,3	126,3	8,4	46,6	18,1	18,4	4,5
Mar	579,6	355,3	17,9	73,4	126,7	6,3	62,0	23,5	28,9	2,0
Abr	600,9	359,5	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	567,1	340,0	21,4	76,7	121,2	7,8	68,4	22,0	33,8	4,5
Jul	599,6	366,2	21,5	72,3	134,4	5,2	.	.	.	.
Ago	431,2	279,9	6,9	60,8	80,4	3,1	.	.	.	.

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

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

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,0	0,0	0,1	378,3	262,3	8,6	51,6	53,9	1,8	0,1	2002 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	458,9	324,5	11,2	66,1	53,1	2,5	1,6	Oct
0,0	0,0	0,2	428,1	307,6	10,8	59,5	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
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago

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	
0,3	0,1	0,5	67,5	31,3	6,4	2,5	25,5	1,4	0,5	2002 Ago
0,7	0,2	5,5	141,5	52,6	24,8	4,7	51,1	2,7	5,5	Sep
0,2	0,0	1,3	120,6	43,7	17,7	1,2	52,2	4,4	1,3	Oct
0,0	0,0	0,5	133,1	53,7	22,9	4,3	48,0	3,6	0,5	Nov
0,4	0,0	0,8	155,2	51,7	54,1	10,1	34,8	3,7	0,8	Dic
0,5	0,0	1,3	180,4	66,3	19,1	10,6	76,8	6,3	1,3	2003 Ene
3,3	1,0	1,1	172,5	66,3	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	184,7	65,6	29,1	15,6	62,9	5,7	5,7	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago

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	
0,3	0,1	0,6	445,9	293,6	15,0	54,0	79,4	3,3	0,6	2002 Ago
0,8	0,2	6,0	565,3	342,1	44,8	63,4	104,2	4,8	6,0	Sep
0,2	0,1	2,9	579,5	368,2	28,9	67,3	105,3	6,9	2,9	Oct
0,0	0,0	0,7	561,2	361,4	33,7	63,8	95,7	5,9	0,7	Nov
0,4	0,0	1,3	565,8	349,2	71,9	57,8	79,1	6,4	1,3	Dic
0,5	0,1	1,4	715,3	448,2	30,6	77,0	149,7	8,3	1,4	2003 Ene
3,3	1,0	1,3	626,1	381,6	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	634,9	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	635,5	362,0	55,2	81,2	122,7	7,9	6,4	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago

**Cuadro 3.6 (cont.)**
**Valores distintos de acciones denominados en euros por plazo a la emisión, residencia y sector emisor<sup>1)</sup>**
*(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores nominales)*
**Emisiones netas**
**1. A corto plazo**

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Ago	9,4	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	1,0	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	24,7	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	3,3	1,4	0,1	0,0	1,5	0,3	.	.	.	.
Ago	-3,5	-5,2	-0,1	-0,3	2,7	-0,5	.	.	.	.

**2. A largo plazo**

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Ago	5,6	-0,7	1,4	-1,9	5,9	0,9	-1,2	-0,6	-0,3	0,1
Sep	32,6	8,5	7,9	2,8	11,7	1,7	12,9	0,8	9,3	-1,5
Oct	23,4	-4,4	5,6	-0,8	19,3	3,7	0,1	0,8	1,5	-0,3
Nov	29,1	0,3	13,3	0,7	13,3	1,5	1,6	2,3	2,4	-0,6
Dic	-25,9	-14,3	37,0	2,6	-52,9	1,7	7,4	2,6	4,7	1,1
2003 Ene	31,2	-5,0	2,2	6,4	23,6	4,0	16,6	6,1	9,2	1,4
Feb	42,0	10,0	9,2	4,2	13,2	5,4	8,9	6,5	2,0	1,4
Mar	50,6	9,4	9,1	8,6	20,5	2,9	19,2	10,1	3,7	-0,1
Abr	30,1	7,3	15,1	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	54,6	12,0	14,3	7,7	16,3	4,3	15,1	3,4	5,6	2,3
Jul	29,5	18,7	14,2	1,8	-5,8	0,6	.	.	.	.
Ago	4,8	2,8	1,0	1,4	-0,5	0,1	.	.	.	.

**3. Total**

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Ago	15,0	0,9	1,6	-1,3	13,0	0,8	-0,6	-0,8	0,8	-0,1
Sep	43,6	12,5	7,7	3,8	18,6	1,0	37,0	9,4	22,7	-0,1
Oct	31,9	3,1	5,7	0,0	19,1	4,0	-14,1	-5,0	-7,6	-0,8
Nov	53,8	20,8	13,8	2,1	15,5	1,6	-0,8	-0,4	2,4	-0,4
Dic	-69,0	-36,5	36,7	-2,0	-68,9	1,8	20,6	4,9	14,4	2,0
2003 Ene	87,1	27,8	2,5	13,8	39,7	3,4	-1,6	3,6	-2,4	-0,7
Feb	67,2	15,8	10,7	7,5	27,2	6,0	14,8	9,9	4,6	1,4
Mar	60,5	5,6	9,4	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	37,8	3,5	14,4	1,8	13,8	4,2	42,9	12,6	22,9	3,3
Jul	32,8	20,1	14,4	1,8	-4,4	0,9	.	.	.	.
Ago	1,3	-2,4	0,9	1,0	2,2	-0,4	.	.	.	.

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



la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,0	0,0	-0,1	9,9	1,3	1,3	0,3	7,1	0,0	-0,1	2002 Ago
0,1	0,0	0,5	35,0	12,7	13,2	2,4	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	1,6	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	31,2	9,1	4,0	3,4	14,0	0,7	0,0	Feb
0,0	0,0	0,8	33,4	2,4	16,0	3,3	10,8	0,0	0,8	Mar
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
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago

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	
0,3	0,0	-0,7	4,4	-1,3	1,1	-1,7	6,2	0,9	-0,7	2002 Ago
0,7	0,0	3,7	45,5	9,3	17,2	1,3	12,4	1,7	3,7	Sep
-0,5	-0,1	-1,4	23,5	-3,6	7,1	-1,1	18,8	3,6	-1,4	Oct
-0,5	0,0	-2,0	30,7	2,6	15,7	0,1	12,9	1,5	-2,0	Nov
-0,4	-0,3	-0,3	-18,4	-11,7	41,7	3,8	-53,4	1,4	-0,3	Dic
-0,5	-0,3	0,7	47,8	1,0	11,4	7,8	23,1	3,7	0,7	2003 Ene
0,6	0,9	-2,6	50,9	16,6	11,2	5,5	13,7	6,3	-2,6	Feb
-0,1	0,5	5,1	69,8	19,5	12,8	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	69,6	15,5	19,8	9,9	15,5	4,4	4,5	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago

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	
0,3	0,0	-0,8	14,4	0,1	2,4	-1,4	13,3	0,8	-0,8	2002 Ago
0,8	0,0	4,2	80,5	22,0	30,4	3,7	19,3	1,0	4,2	Sep
-0,6	0,1	-0,2	17,8	-2,0	-1,9	-0,8	18,5	4,1	-0,2	Oct
-0,5	0,0	-1,8	53,0	20,4	16,1	1,7	15,0	1,6	-1,8	Nov
-0,5	-0,3	0,1	-48,4	-31,6	51,1	0,0	-69,4	1,5	0,1	Dic
-0,5	-0,4	-1,2	85,5	31,4	0,1	13,0	39,2	3,1	-1,2	2003 Ene
0,6	0,9	-2,6	82,0	25,7	15,2	8,9	27,8	7,0	-2,6	Feb
-0,1	0,5	5,9	103,2	21,9	28,8	11,8	31,3	3,4	5,9	Mar
-1,9	-0,1	-0,6	42,1	15,5	8,1	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	80,7	16,1	37,3	5,1	13,0	4,4	4,8	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago

### Cuadro 3.7

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

(tasas de variación)

##### 1. A corto plazo

	En todas las monedas						
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP
	1	Índice dic 01 = 100 2					
2002 Ago	5,4	112,2	4,8	0,6	-18,1	15,2	-1,3
Sep	7,7	114,3	8,9	0,8	-17,1	16,3	-19,4
Oct	8,9	116,0	10,5	14,9	-18,6	17,9	-0,9
Nov	12,3	119,3	18,6	23,3	-14,7	15,6	-5,3
Dic	12,7	112,7	14,7	30,4	-10,5	19,3	-14,3
2003 Ene	15,2	121,0	17,6	28,9	-7,3	21,1	-15,2
Feb	19,3	125,1	22,4	60,3	-1,6	23,0	0,6
Mar	18,0	126,7	19,4	53,1	2,0	21,4	5,7
Abr	21,3	129,7	20,9	36,8	7,4	26,1	18,1
May	18,9	130,8	17,4	65,5	12,5	21,7	22,5
Jun	16,9	127,9	15,5	61,5	17,2	17,7	18,7
Jul	14,7	127,7	11,7	53,7	11,5	18,2	14,8
Ago	12,3	126,1	8,2	43,6	11,0	16,6	-1,5

##### 2. A largo plazo

	En todas las monedas						
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP
	1	Índice dic 01 = 100 2					
2002 Ago	6,8	104,6	6,6	25,7	9,2	3,3	33,6
Sep	7,0	105,1	6,4	26,4	12,0	3,6	30,6
Oct	6,9	105,5	5,7	25,5	12,6	3,9	29,4
Nov	6,7	106,1	5,1	25,7	8,1	4,3	28,8
Dic	5,6	105,6	4,3	24,8	7,1	2,9	29,1
2003 Ene	5,4	106,3	4,1	24,4	7,5	2,7	29,5
Feb	5,7	107,0	3,7	26,0	7,9	3,0	34,2
Mar	5,6	107,8	3,1	27,0	9,6	3,0	32,1
Abr	5,4	108,3	3,2	27,2	10,3	2,4	30,6
May	5,5	109,4	2,9	24,0	11,9	3,1	27,5
Jun	5,8	110,3	3,1	26,6	12,2	3,2	28,4
Jul	6,1	110,9	4,1	27,7	12,1	3,2	21,9
Ago	6,1	111,0	4,3	27,3	12,9	3,0	21,3

##### 3. Total

	En todas las monedas						
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP
	1	Índice dic 01 = 100 2					
2002 Ago	6,7	105,3	6,4	25,4	3,4	4,3	32,6
Sep	7,1	105,9	6,7	26,1	5,7	4,6	29,1
Oct	7,1	106,5	6,2	25,4	5,7	5,0	28,7
Nov	7,2	107,3	6,6	25,7	3,4	5,2	27,8
Dic	6,3	106,3	5,4	24,8	3,7	4,1	27,7
2003 Ene	6,4	107,6	5,6	24,4	4,6	4,1	28,3
Feb	6,9	108,7	5,8	26,3	6,1	4,6	33,3
Mar	6,7	109,5	4,9	27,2	8,2	4,5	31,4
Abr	6,9	110,3	5,1	27,3	9,8	4,3	30,4
May	6,7	111,3	4,5	24,3	12,0	4,7	27,4
Jun	6,8	111,9	4,4	26,8	13,0	4,5	28,2
Jul	6,9	112,4	4,9	27,9	12,0	4,5	21,8
Ago	6,7	112,4	4,8	27,4	12,6	4,2	20,8

Fuente: BCE.

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

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

En euros <sup>2)</sup>								
Total	Índice dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP		
8	9	10	11	12	13	14		
5,7	113,4	6,1	-1,8	-19,5	15,0	-7,0		2002 Ago
7,7	115,2	9,0	-1,8	-18,2	16,7	-28,9		Sep
7,5	116,6	8,1	12,1	-20,4	18,1	-11,8		Oct
12,3	120,6	20,4	20,6	-16,0	15,9	-14,0		Nov
13,6	113,6	16,6	27,3	-11,5	20,3	-23,4		Dic
16,1	122,7	20,5	26,0	-8,2	21,1	-27,0		2003 Ene
20,1	126,9	25,8	57,4	-2,8	22,7	-9,0		Feb
18,5	128,5	21,5	50,3	0,9	21,3	-2,7		Mar
23,2	132,3	26,1	34,1	6,4	26,0	8,9		Abr
20,5	133,1	20,9	62,2	12,6	21,9	17,6		May
18,4	130,4	18,7	62,7	16,6	18,0	14,4		Jun
17,0	130,9	16,1	54,6	11,2	18,7	13,1		Jul
14,9	130,3	13,6	44,3	10,2	17,0	-0,3		Ago

En euros <sup>2)</sup>								
Total	Índice dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP		
8	9	10	11	12	13	14		
6,2	104,3	4,5	31,5	13,2	3,3	34,9		2002 Ago
6,4	104,8	4,6	32,2	14,5	3,4	31,8		Sep
6,2	105,2	3,7	29,5	15,2	3,9	29,4		Oct
6,2	105,6	3,7	30,3	9,7	4,3	28,8		Nov
5,2	105,2	2,9	30,3	8,7	2,8	29,0		Dic
5,0	105,7	2,6	30,1	8,8	2,5	29,1		2003 Ene
5,1	106,3	2,1	31,3	8,9	2,7	33,8		Feb
5,0	107,1	1,5	32,0	11,2	2,8	31,5		Mar
4,8	107,6	1,4	32,8	11,8	2,3	29,5		Abr
5,0	108,7	1,5	29,6	13,3	2,8	26,3		May
5,3	109,5	1,4	33,0	14,1	3,0	27,1		Jun
5,6	110,0	2,4	33,8	13,8	2,9	20,4		Jul
5,6	110,1	2,5	33,6	14,8	2,7	19,8		Ago

En euros <sup>2)</sup>								
Total	Índice dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP		
8	9	10	11	12	13	14		
6,2	105,1	4,7	31,0	5,2	4,2	33,7		2002 Ago
6,5	105,7	5,0	31,8	6,6	4,5	30,0		Sep
6,4	106,2	4,2	29,3	6,2	5,0	28,4		Oct
6,8	106,9	5,3	30,2	3,7	5,3	27,6		Nov
5,9	105,9	4,2	30,3	4,3	4,1	27,4		Dic
6,0	107,2	4,4	30,1	5,0	4,0	27,7		2003 Ene
6,4	108,1	4,4	31,5	6,4	4,3	32,7		Feb
6,3	109,0	3,5	32,2	9,0	4,3	30,7		Mar
6,5	109,8	3,8	32,8	10,7	4,3	29,0		Abr
6,5	110,8	3,4	29,9	13,2	4,5	26,2		May
6,5	111,4	3,1	33,2	14,5	4,3	26,9		Jun
6,6	111,8	3,8	34,0	13,4	4,3	20,2		Jul
6,4	111,8	3,7	33,8	13,9	4,0	19,4		Ago

### 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 Ago	5.953,5	742,1	700,4	4.510,9
Sep	5.640,6	730,3	687,7	4.222,7
Oct	5.669,6	719,0	664,4	4.286,3
Nov	5.468,5	674,5	673,5	4.120,5
Dic	5.431,7	687,0	675,0	4.069,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>				
2001 Ene	5.669,1	762,2	706,3	4.200,5
Feb	5.250,1	710,1	661,6	3.878,4
Mar	5.029,0	686,2	620,4	3.722,4
Abr	5.367,8	718,2	643,4	4.006,1
May	5.237,3	701,0	627,0	3.909,3
Jun	4.994,4	679,5	635,1	3.679,7
Jul	4.960,3	650,1	572,4	3.737,9
Ago	4.648,6	646,1	576,6	3.426,0
Sep	4.057,7	538,7	485,4	3.033,6
Oct	4.277,7	554,4	497,8	3.225,5
Nov	4.520,7	587,7	512,1	3.421,0
Dic	4.656,4	617,3	511,1	3.528,0
2002 Ene	4.575,2	623,9	518,8	3.432,5
Feb	4.545,6	622,5	509,8	3.413,4
Mar	4.753,9	665,3	536,6	3.551,9
Abr	4.570,2	678,1	517,4	3.374,7
May	4.432,4	666,3	484,8	3.281,3
Jun	4.118,3	614,9	463,4	3.040,1
Jul	3.710,7	515,7	395,4	2.799,6
Ago	3.520,2	521,7	371,0	2.627,5
Sep	2.981,8	412,6	276,0	2.293,2
Oct	3.251,6	446,9	321,2	2.483,4
Nov	3.435,5	487,4	346,0	2.602,1
Dic	3.132,4	450,7	283,6	2.398,1
2003 Ene	2.992,0	425,8	261,1	2.305,1
Feb	2.897,6	425,3	270,8	2.201,5
Mar	2.773,9	413,0	236,2	2.124,7
Abr	3.125,4	471,4	291,8	2.362,3
May	3.158,6	476,7	291,4	2.390,5
Jun	3.273,6	506,5	300,6	2.466,4
Jul	3.384,0	530,3	330,9	2.522,8
Ago	3.429,5	506,2	325,2	2.598,1

##### 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 (%) <sup>1)</sup>	100,0	100,0	59,1	59,1	40,9	40,9	100,0	100,0	59,1	40,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	103,8	1,1	102,7	0,9	106,0	1,5	-	-	-	-
2000	106,0	2,1	105,3	2,5	107,5	1,5	-	-	-	-
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	108,5	2,3	107,7	2,3	110,2	2,5	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	109,5	1,7	113,6	3,1	-	-	-	-
2002 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
III	113,3	2,0	111,0	1,7	117,3	2,5	113,4	0,6	111,5	116,9
2002 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	113,6	2,1	111,7	1,8	117,2	2,5	113,8	0,3	111,9	117,2
Oct <sup>2)</sup>	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.

#### 2. Detalle de bienes y servicios

	Bienes						Servicios				
	Alimenticios <sup>3)</sup>			Industriales			Vivienda	Transporte	Comunica- ciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados <sup>3)</sup>	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía					
Ponderación sobre el total (%) <sup>1)</sup>	19,3	11,7	7,6	39,8	31,6	8,2	10,4	6,3	2,9	14,9	6,4
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
1999	0,6	0,9	0,0	1,0	0,7	2,4	1,8	2,1	-4,4	2,0	1,8
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	2,5	-7,1	2,4	2,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	3,2	-0,3	4,2	3,4
2002 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
III	3,2	3,1	3,4	1,0	0,7	2,1	2,4	2,9	-0,4	2,6	3,2
2002 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	3,5	3,1	4,2	1,0	0,8	1,7	2,4	3,3	-0,3	2,6	3,1
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Referido al índice del período 2003.

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

3) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

## Cuadro 4.2

### Otros indicadores de precios

#### 1. Precios industriales y de materias primas

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales										Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>1)</sup>		Precios del petróleo <sup>2)</sup> (euros por barril)	
	Industria, excluida construcción <sup>3)</sup>										Cons-truc-ción <sup>4)</sup>	Industria manufa-cturera	Total, excluida energía	14
	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía					
	Índice, 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	13	
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	2,0	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
IV	102,6	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,3	1,4	2,8	3,0	1,5	12,6	5,6	26,5
2003 I	104,1	2,5	1,2	1,6	0,4	1,4	0,9	1,5	7,5	2,1	2,2	9,1	-3,2	28,4
II	103,6	1,5	1,0	1,2	0,4	1,3	0,7	1,4	2,7	2,4	0,8	-13,7	-7,9	22,7
III	103,6	1,3	0,6	0,2	0,4	1,4	0,9	1,5	3,5	.	0,5	-6,5	-5,8	25,1
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
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
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	1,0	1,4	6,7	-	2,0	15,4	-1,1	28,3
Feb	104,2	2,7	1,2	1,7	0,3	1,5	1,0	1,6	8,4	-	2,5	15,8	-2,1	29,8
Mar	104,3	2,4	1,2	1,7	0,3	1,4	0,8	1,5	7,4	-	2,2	-2,2	-6,4	27,2
Abr	103,8	1,7	1,1	1,6	0,4	1,3	0,7	1,4	3,2	-	1,1	-15,2	-6,2	22,9
May	103,4	1,3	1,0	1,3	0,4	1,3	0,7	1,4	1,7	-	0,6	-16,6	-8,0	21,9
Jun	103,4	1,4	0,9	0,8	0,4	1,3	0,8	1,4	3,1	-	0,7	-8,9	-9,6	23,3
Jul	103,5	1,3	0,6	0,3	0,3	1,3	1,0	1,4	3,7	-	0,6	-4,4	-7,5	25,0
Ago	103,7	1,4	0,5	0,1	0,4	1,3	0,8	1,4	4,4	-	0,6	-2,9	-5,2	26,5
Sep	103,7	1,1	0,7	0,2	0,4	1,5	1,0	1,6	2,3	-	0,3	-11,8	-4,7	23,9
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	-8,2	-3,7	24,7

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

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

	Total		Demanda interna				Exportaciones <sup>6)</sup>	Importaciones <sup>6)</sup>
	Índice, 1995=100		Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
						15		
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	2,5	2,2	2,3	2,5	1,9	1,4	0,7
2002	113,6	2,4	2,1	2,4	1,9	2,0	-0,7	-1,7
2001 IV	112,0	2,8	1,8	1,9	2,3	1,5	-0,7	-3,6
2002 I	112,9	2,7	2,3	2,1	2,1	1,9	-0,9	-2,0
II	113,2	2,3	1,9	2,4	1,8	2,1	-1,2	-2,3
III	114,0	2,6	2,0	2,4	1,9	1,8	-0,4	-2,3
IV	114,5	2,2	2,2	2,5	1,9	2,0	-0,2	-0,3
2003 I	115,1	1,9	1,9	2,2	1,9	1,5	0,4	0,2
II	115,7	2,2	1,6	1,8	1,6	1,1	-0,2	-1,7

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

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

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

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

4) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

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

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

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

**Cuadro 5.1**

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

#### PIB y componentes del gasto

##### 1. Precios corrientes

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

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>3)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1998	5.883,5	5.743,7	3.330,8	1.176,3	1.203,5	33,2	139,8	1.948,9	1.809,1
1999	6.150,0	6.048,9	3.506,7	1.229,4	1.292,2	20,6	101,1	2.051,2	1.950,1
2000	6.452,2	6.385,0	3.680,7	1.287,6	1.388,7	28,0	67,3	2.416,8	2.349,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.843,0	6.728,4	3.921,7	1.370,8	1.442,9	-6,9	114,6	2.563,6	2.448,9
2002	7.069,3	6.885,2	4.029,1	1.436,4	1.432,4	-12,7	184,1	2.590,6	2.406,5
2002 I	1.747,5	1.704,2	994,2	353,5	359,2	-2,6	43,2	631,0	587,7
II	1.760,6	1.715,8	1.003,9	357,8	356,2	-2,1	44,9	646,4	601,5
III	1.776,3	1.726,4	1.011,5	361,4	357,2	-3,7	49,8	656,5	606,7
IV	1.784,9	1.738,8	1.019,5	363,7	359,8	-4,2	46,1	656,7	610,6
2003 I	1.794,5	1.758,5	1.032,5	366,8	356,6	2,7	35,9	647,6	611,7
II	1.802,6	1.765,7	1.036,0	370,0	356,7	3,0	36,9	638,7	601,8

##### 2. Precios constantes

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

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>3)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>
10	11	12	13	14	15	16	17	18	
1998	5.667,2	5.544,6	3.186,0	1.142,2	1.190,9	25,5	122,7	1.939,1	1.816,5
1999	5.826,2	5.738,3	3.299,2	1.164,1	1.260,9	14,1	87,9	2.039,7	1.951,8
2000	6.029,6	5.905,2	3.388,7	1.188,2	1.322,0	6,3	124,4	2.295,8	2.171,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.233,8	6.080,2	3.526,4	1.232,1	1.345,9	-24,2	153,6	2.400,0	2.246,4
2002	6.287,8	6.092,8	3.539,6	1.266,7	1.310,4	-23,9	195,0	2.441,5	2.246,5
2002 I	1.564,6	1.517,2	880,3	314,0	330,9	-8,0	47,4	594,7	547,3
II	1.571,8	1.521,9	883,8	316,3	326,1	-4,2	49,9	609,8	559,9
III	1.575,4	1.524,5	886,3	318,0	326,2	-6,0	50,9	619,2	568,4
IV	1.576,0	1.529,2	889,2	318,5	327,3	-5,7	46,8	617,7	570,9
2003 I	1.575,9	1.536,7	894,5	319,7	323,5	-1,0	39,2	607,9	568,7
II	1.575,0	1.541,4	896,2	321,9	322,9	0,4	33,7	603,6	569,9

(tasas de variación interanuales)

1998	2,9	3,5	3,0	1,4	5,1	-	-	7,4	10,0
1999	2,8	3,5	3,6	1,9	5,9	-	-	5,2	7,5
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	4,8	-	-	12,6	11,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	1,6	1,0	1,8	2,4	-0,1	-	-	3,3	1,7
2002	0,9	0,2	0,4	2,8	-2,6	-	-	1,7	0,0
2002 I	0,5	-0,3	0,5	2,8	-2,7	-	-	-2,1	-4,3
II	0,9	-0,1	0,1	3,2	-3,5	-	-	1,7	-1,1
III	1,0	0,4	0,2	3,1	-2,7	-	-	3,3	2,0
IV	1,1	0,8	0,7	2,1	-1,7	-	-	4,0	3,5
2003 I	0,7	1,3	1,6	1,8	-2,2	-	-	2,2	3,9
II	0,2	1,3	1,4	1,8	-1,0	-	-	-1,0	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 <sup>1)</sup>	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1998	5.471,1	138,7	1.276,8	295,4	1.139,7	1.445,9	1.174,6	202,2	614,6
1999	5.689,0	136,7	1.295,9	311,4	1.185,3	1.534,0	1.225,6	201,6	662,7
2000	5.972,1	137,6	1.352,1	328,9	1.248,9	1.627,2	1.277,4	208,4	688,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.347,8	151,3	1.411,2	351,6	1.349,3	1.723,0	1.361,2	222,0	717,3
2002	6.557,3	149,8	1.428,4	362,8	1.385,7	1.803,7	1.426,9	227,3	739,4
2002 I	1.622,6	38,2	353,7	91,0	343,3	445,0	351,4	56,4	181,3
II	1.633,9	37,0	356,7	89,9	345,3	449,8	355,2	56,6	183,3
III	1.646,6	37,4	359,6	90,5	348,0	452,7	358,5	56,7	186,3
IV	1.654,2	37,1	358,4	91,3	349,2	456,2	361,9	57,7	188,4
2003 I	1.662,9	37,1	360,9	91,6	348,5	459,9	364,9	57,8	189,4
II	1.671,3	37,3	357,5	93,0	351,8	464,7	367,1	58,2	189,5

### 4. Precios constantes

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

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFMI <sup>1)</sup>	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1998	5.319,5	142,4	1.256,5	291,9	1.114,4	1.388,3	1.126,0	222,4	570,1
1999	5.462,6	146,4	1.269,1	298,9	1.163,6	1.440,0	1.144,8	231,7	595,3
2000	5.668,0	146,0	1.319,6	305,9	1.222,0	1.506,2	1.168,4	247,9	609,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	5.870,3	151,8	1.343,2	311,6	1.289,1	1.573,6	1.200,9	264,5	628,0
2002	5.938,6	151,1	1.355,9	307,8	1.306,9	1.587,9	1.229,0	262,7	612,0
2002 I	1.476,6	37,9	336,4	77,9	324,5	395,1	304,8	65,3	153,3
II	1.484,8	37,8	339,6	76,7	326,4	397,5	306,8	65,1	152,1
III	1.488,1	37,8	340,6	76,6	327,7	397,3	308,0	65,8	153,1
IV	1.489,1	37,6	339,3	76,5	328,2	398,1	309,4	66,5	153,4
2003 I	1.489,4	37,5	340,2	75,9	327,8	398,2	309,9	66,7	153,1
II	1.488,4	37,3	336,7	76,2	328,2	399,2	310,8	66,6	153,2
<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	2,8	1,0	2,4	4,4	3,7	1,7	4,2	4,4
2000	3,8	-0,3	4,0	2,3	5,0	4,6	2,1	7,0	2,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	1,8	-1,5	0,6	-0,3	3,0	3,1	1,3	5,2	0,9
2002	1,2	-0,5	0,9	-1,2	1,4	0,9	2,3	-0,7	-2,6
2002 I	0,8	0,6	-0,8	0,1	1,0	1,2	2,1	-0,3	-2,7
II	1,3	0,4	1,1	-1,3	1,3	1,2	2,5	-1,7	-3,8
III	1,2	-0,6	1,4	-1,7	1,5	0,7	2,4	-0,9	-2,2
IV	1,3	-2,2	2,1	-2,0	1,7	0,6	2,3	0,3	-1,5
2003 I	0,9	-0,9	1,1	-2,7	1,0	0,8	1,7	2,1	-0,1
II	0,2	-1,2	-0,9	-0,7	0,6	0,5	1,3	2,4	0,7

Fuente: Eurostat.

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

**Cuadro 5.2**
**Otros indicadores de la economía real<sup>1)</sup>**
**1. Producción industrial**
*(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)*

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

**2. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles**
*(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)*

	Ventas al por menor (d)									Matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes			Precios constantes						Miles <sup>3)</sup> (d)	
	Total		Índice 2000 = 100	Total		Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios	Calzado, vestido y confección	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	1,4	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	101,7	1,7	1,8	1,5	0,7	-0,2	968	-0,8	
2002	106,1	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,3	-1,9	-1,7	926	-4,3	
2002 III	106,7	1,9	102,2	0,5	1,2	0,4	-2,3	-0,5	918	-4,7	
IV	106,6	1,5	101,7	-0,1	1,2	-0,6	-1,2	-2,4	950	0,2	
2003 I	107,9	2,7	102,3	0,8	2,3	0,5	-1,8	0,2	897	-2,6	
II	107,6	1,7	102,1	0,9	1,7	-0,3	-1,6	0,2	888	-2,8	
III	.	.	.	.	.	.	.	.	929	1,4	
2002 Nov	106,2	0,8	101,7	-0,7	1,3	-1,6	-5,4	-2,9	941	-1,2	
Dic	106,2	0,3	100,8	-1,1	0,0	-1,8	-1,9	-2,9	980	6,1	
2003 Ene	108,1	3,5	103,4	2,9	4,2	2,0	2,5	0,6	883	-5,3	
Feb	108,1	2,7	102,4	1,1	2,6	0,4	-3,6	-0,2	899	-3,5	
Mar	107,6	1,8	101,0	-1,6	0,3	-0,9	-4,1	0,3	910	0,6	
Abr	107,7	1,8	102,9	2,2	2,5	0,2	-1,0	1,1	877	-3,8	
May	107,4	1,6	101,8	0,1	1,4	-0,5	-2,4	-0,6	869	-5,3	
Jun	107,7	1,7	101,6	0,4	1,2	-0,6	-1,5	0,2	917	0,8	
Jul	107,6	1,3	101,9	-0,2	1,1	-1,3	-2,2	-1,1	925	2,6	
Ago	107,5	0,3	101,8	-0,9	1,3	-2,5	-7,4	-1,0	922	-0,9	
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	940	1,7	

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

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

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

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

**Cuadro 5.3**

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

1) Los datos corresponden al Euro 12.

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

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

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

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

## Cuadro 5.4

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

#### 1. Ocupados

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario; 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 (%) <sup>2)</sup>	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	133,156	1,4	1,6	0,2	-0,8	0,3	0,4	1,6	3,9	1,3
2002	133,705	0,4	0,5	-0,3	-2,0	-1,3	-1,1	0,5	2,3	1,3
2002 II	133,762	0,5	0,7	-0,5	-2,0	-1,2	-0,9	0,6	2,6	1,3
III	133,709	0,3	0,5	-0,4	-1,9	-1,3	-1,3	0,2	2,1	1,4
IV	133,659	0,1	0,1	0,2	-1,9	-1,7	-1,3	0,0	2,0	1,2
2003 I	133,657	0,0	-0,2	0,8	-2,3	-1,8	-1,0	-0,2	1,6	1,1
II	133,714	0,0	-0,2	1,1	-2,3	-2,0	-0,4	-0,1	1,2	1,1

#### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
			Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1998	13,270	10,2	10,146	8,9	3,124	20,0	6,445	8,6	6,825	12,5
1999	12,247	9,3	9,431	8,2	2,815	18,0	5,901	7,8	6,345	11,4
2000	11,104	8,4	8,555	7,3	2,549	16,2	5,286	7,0	5,818	10,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	11,062	8,0	8,535	7,0	2,527	15,7	5,313	6,7	5,749	9,7
2002	11,689	8,4	9,095	7,4	2,595	16,2	5,762	7,3	5,927	9,9
2002 III	11,786	8,5	9,183	7,4	2,603	16,3	5,829	7,4	5,957	9,9
IV	11,970	8,6	9,345	7,6	2,625	16,4	5,940	7,5	6,030	10,0
2003 I	12,213	8,7	9,530	7,7	2,683	16,8	6,076	7,7	6,137	10,2
II	12,333	8,8	9,649	7,8	2,684	16,8	6,136	7,7	6,197	10,2
III	12,364	8,8	9,689	7,8	2,674	16,8	6,142	7,7	6,221	10,2
2002 Sep	11,829	8,5	9,228	7,5	2,601	16,2	5,854	7,4	5,975	9,9
Oct	11,885	8,5	9,282	7,5	2,603	16,3	5,888	7,4	5,997	9,9
Nov	11,978	8,6	9,350	7,6	2,629	16,5	5,943	7,5	6,035	10,0
Dic	12,046	8,6	9,403	7,6	2,643	16,5	5,990	7,6	6,057	10,0
2003 Ene	12,134	8,7	9,463	7,6	2,671	16,7	6,038	7,6	6,096	10,1
Feb	12,220	8,7	9,534	7,7	2,686	16,8	6,082	7,7	6,138	10,2
Mar	12,286	8,8	9,595	7,7	2,691	16,8	6,108	7,7	6,178	10,2
Abr	12,330	8,8	9,642	7,8	2,688	16,8	6,133	7,7	6,197	10,2
May	12,330	8,8	9,646	7,8	2,685	16,8	6,137	7,7	6,194	10,2
Jun	12,338	8,8	9,658	7,8	2,680	16,8	6,139	7,7	6,199	10,2
Jul	12,344	8,8	9,670	7,8	2,674	16,8	6,135	7,7	6,209	10,2
Ago	12,362	8,8	9,688	7,8	2,673	16,8	6,140	7,7	6,222	10,2
Sep	12,385	8,8	9,710	7,8	2,675	16,8	6,152	7,8	6,233	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
<b>Costes laborales unitarios<sup>1)</sup></b>								
2000	100,0	1,3	1,6	-0,3	1,8	-0,4	4,4	2,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	102,5	2,5	3,2	2,6	3,7	1,4	2,1	3,2
2002	104,7	2,1	1,6	0,5	3,6	1,4	3,4	1,7
2002 II	104,4	2,0	-0,9	0,4	3,6	1,3	2,8	1,7
III	104,8	1,9	-1,4	0,3	3,3	1,0	3,5	1,7
IV	105,4	1,5	4,7	-0,8	3,7	0,8	3,5	0,9
2003 I	106,3	2,0	2,8	0,3	4,8	1,8	3,2	1,7
II	107,0	2,5	6,3	1,8	4,2	3,0	3,6	1,7
<b>Remuneración por asalariado</b>								
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	3,1
2002	105,4	2,6	3,2	2,8	3,4	2,3	2,0	2,7
2002 II	105,0	2,4	1,5	2,8	3,1	2,0	1,4	2,9
III	105,8	2,5	0,0	3,0	3,0	2,3	2,0	2,7
IV	106,4	2,5	4,4	3,1	2,9	2,5	2,2	2,0
2003 I	107,4	2,7	4,3	3,3	3,1	3,0	2,4	2,3
II	107,9	2,8	7,5	2,9	3,8	3,7	2,9	1,8
<b>Productividad del trabajo<sup>2)</sup></b>								
2000	100,0	1,2	1,3	3,4	0,5	1,8	-1,2	0,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	100,2	0,2	-0,7	0,3	-0,7	1,5	-0,7	-0,1
2002	100,7	0,5	1,6	2,3	-0,2	0,9	-1,4	1,0
2002 II	100,6	0,4	2,5	2,4	-0,4	0,7	-1,4	1,1
III	100,9	0,7	1,4	2,7	-0,3	1,2	-1,4	1,1
IV	101,0	1,0	-0,3	3,9	-0,8	1,7	-1,3	1,1
2003 I	101,0	0,7	1,5	3,0	-1,7	1,2	-0,8	0,5
II	100,9	0,2	1,2	1,1	-0,3	0,6	-0,7	0,1

### 4. Indicadores de costes laborales por hora

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Total <sup>3)</sup>		Por componentes		Por algunas ramas de actividad		
	Índice (d) 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.

## 6 Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro

**Cuadro 6.1**

### Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros<sup>1)</sup>

(mm de euros; saldos a fin de período, datos sin desestacionalizar)

#### Saldos vivos

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

	Efectivo y depósitos									Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro <sup>3)</sup>
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Depósitos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM <sup>4)</sup>		
			Total	A la vista	A plazo	Con preaviso			Cesiones temporales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 II	4.704,4	324,8	4.114,2	1.321,8	1.418,3	1.315,7	58,4	125,0	140,4	242,7
III	4.716,7	328,3	4.112,8	1.324,6	1.416,5	1.313,1	58,7	133,3	142,3	238,6
IV	4.859,1	350,8	4.215,1	1.370,9	1.457,7	1.323,5	63,0	142,0	151,2	229,7
2000 I	4.838,4	335,5	4.222,3	1.379,6	1.462,5	1.303,3	76,8	130,2	150,5	260,5
II	4.895,0	342,0	4.256,9	1.409,7	1.485,7	1.282,6	78,9	146,0	150,1	247,1
III	4.915,8	339,8	4.266,5	1.396,9	1.524,0	1.263,7	81,9	159,2	150,2	253,9
IV	5.032,2	348,4	4.361,6	1.464,4	1.542,4	1.269,1	85,6	164,5	157,8	230,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	5.138,1	336,3	4.494,1	1.446,1	1.620,9	1.314,6	112,6	150,3	157,3	259,6
II	5.236,2	333,0	4.579,4	1.526,3	1.616,7	1.321,1	115,3	165,5	158,3	268,8
III	5.225,6	309,6	4.609,0	1.547,9	1.605,2	1.333,7	122,2	147,8	159,1	265,6
IV	5.366,7	239,7	4.816,3	1.690,3	1.613,0	1.396,3	116,7	139,0	171,7	298,1
2002 I	5.363,7	254,3	4.774,3	1.637,4	1.604,8	1.413,0	119,1	157,5	177,6	301,7
II	5.447,0	285,7	4.827,6	1.703,6	1.593,8	1.412,5	117,6	155,0	178,7	278,1
III	5.461,2	306,7	4.827,4	1.699,6	1.585,8	1.423,3	118,8	146,3	180,8	289,0
IV	5.624,4	341,2	4.953,6	1.790,2	1.582,0	1.469,6	111,9	136,4	193,3	293,0
2003 I	5.650,2	327,2	4.950,0	1.759,2	1.573,3	1.511,3	106,2	176,2	196,8	323,0
II	.	351,0	5.030,9	1.840,5	1.562,1	1.533,9	94,4	200,3	.	.
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
	Valores distintos de acciones			Acciones <sup>5)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en FMM	Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1999 II	1.499,9	156,9	1.343,0	4.140,0	2.422,5	1.717,5	211,4	2.758,4	2.471,6	286,8
III	1.504,9	143,3	1.361,6	4.059,2	2.334,3	1.724,9	210,0	2.800,9	2.510,1	290,7
IV	1.563,8	169,6	1.394,1	4.796,8	2.976,6	1.820,3	204,2	2.952,3	2.652,3	300,0
2000 I	1.554,0	178,4	1.375,6	4.872,1	2.952,9	1.919,2	214,9	3.065,6	2.764,8	300,8
II	1.583,0	183,7	1.399,2	4.781,3	2.888,4	1.892,9	204,6	3.113,2	2.808,6	304,6
III	1.667,2	202,6	1.464,6	4.825,4	2.918,3	1.907,1	204,1	3.168,8	2.860,3	308,5
IV	1.752,9	220,5	1.532,4	4.844,6	2.985,8	1.858,7	200,1	3.200,7	2.892,0	308,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	1.861,7	285,4	1.576,3	4.527,1	2.706,6	1.820,6	224,0	3.253,0	2.939,1	313,9
II	1.858,7	245,1	1.613,6	4.492,3	2.644,6	1.847,7	232,3	3.312,1	2.995,4	316,7
III	1.890,7	240,4	1.650,3	4.000,8	2.272,7	1.728,1	253,1	3.289,0	2.968,0	321,0
IV	1.926,2	228,1	1.698,1	4.349,1	2.527,4	1.821,8	260,0	3.378,7	3.053,6	325,0
2002 I	1.979,2	266,5	1.712,7	4.436,5	2.582,5	1.854,0	290,5	3.402,4	3.070,7	331,7
II	2.004,1	229,9	1.774,2	4.048,6	2.293,0	1.755,6	292,8	3.422,8	3.087,4	335,4
III	2.060,8	255,8	1.805,0	3.443,6	1.726,0	1.717,6	309,2	3.448,6	3.110,4	338,2
IV	2.059,6	248,4	1.811,2	3.435,3	1.738,0	1.697,3	304,3	3.518,6	3.174,6	344,0
2003 I	2.055,7	238,2	1.817,6	3.295,4	1.586,2	1.709,1	379,2	3.575,8	3.227,0	348,8
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 pasivos<sup>1)</sup>

	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario <sup>2)</sup>
	Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>3)</sup>			
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo <sup>4)</sup>	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999 II	6.415,1	5.817,5	897,3	38,6	858,7	2.684,7	963,3	1.721,4	2.833,1	254,2	2.578,8	183,3
III	6.482,9	5.886,6	882,4	37,5	844,9	2.699,7	942,8	1.756,9	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	201,5
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	8.064,5	7.131,5	883,2	60,6	822,6	3.594,2	1.172,7	2.421,6	3.587,1	289,3	3.297,8	240,2
2003 I	8.116,5	7.170,3	874,8	68,3	806,5	3.622,5	1.188,0	2.434,5	3.619,2	276,9	3.342,3	239,4
II	.	7.240,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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	3.551,9	174,6	243,8	
II	4.543,2	4.025,5	481,6	3.543,9	517,7	126,9	390,8	3.040,1	175,7	246,2	
III	4.653,0	4.122,3	479,9	3.642,4	530,8	133,8	396,9	2.293,2	177,6	248,6	
IV	4.660,2	4.125,9	480,0	3.646,0	534,3	140,2	394,1	2.398,1	190,1	251,1	
2003 I	4.814,0	4.248,8	521,4	3.727,4	565,2	161,8	403,4	2.124,7	193,7	254,6	
II	.	.	.	.	.	.	.	2.466,4	.	.	

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) Estadísticas bancarias internacionales del BPI. La definición de entidades de crédito del BPI es similar a la de IFM.
- 3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 4) Incluidos todos los préstamos de las IFM de la zona del euro a la Administración Central.

**Cuadro 6.1 (cont.)**
**Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros<sup>1)</sup>**
*(mm de euros; datos sin desestacionalizar)*
**Operaciones**
**1. Principales activos financieros<sup>2)</sup>**

	Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro <sup>3)</sup>	
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro		Depósitos en las no IFM <sup>4)</sup>
			Total	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 II	22,9	6,2	34,2	81,3	-48,9	9,4	-7,6	-8,4	-9,1	-4,4
III	13,9	3,5	0,2	3,5	-1,1	-2,6	0,3	8,3	1,9	-2,7
IV	133,6	22,3	95,1	44,2	36,4	10,3	4,2	8,7	7,6	-14,5
2000 I	-27,6	-15,3	0,4	6,1	0,9	-20,4	13,7	-11,9	-0,7	25,9
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	-2,1
IV	129,7	8,6	108,3	71,4	27,3	5,7	3,8	5,3	7,6	-16,5
<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	13,3
II	94,8	-3,3	82,0	77,3	-4,3	6,3	2,7	15,1	1,0	4,6
III	7,9	-23,4	48,1	25,2	3,0	13,0	7,0	-17,7	0,8	3,9
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	9,1
IV	173,0	34,5	135,9	83,8	12,4	46,6	-6,9	-9,9	12,5	9,8
2003 I	40,6	7,7	-3,5	-29,5	-10,2	41,9	-5,6	32,8	3,6	31,7
II	.	23,8	85,3	82,8	-8,3	22,5	-11,8	24,1	.	.

	Valores distintos de acciones			Acciones <sup>5)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participacio- nes en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para sinistros
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 pasivos<sup>1)</sup>

	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario <sup>2)</sup>
	Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>3)</sup>			
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo <sup>4)</sup>	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999 II	162,3	133,2	-4,1	2,7	-6,8	89,4	41,0	48,4	77,0	3,8	73,2	23,8
III	70,4	71,6	-14,7	-1,1	-13,6	17,4	-16,7	34,1	67,7	-0,3	68,1	8,5
IV	175,8	146,3	19,7	4,2	15,5	87,7	33,6	54,2	68,4	8,4	60,0	-7,1
2000 I	141,9	108,8	-7,9	-0,9	-7,0	91,9	55,0	36,9	58,0	1,5	56,5	15,0
II	162,6	118,2	-5,5	0,9	-6,4	112,3	61,8	50,6	55,8	9,7	46,1	-0,8
III	132,8	91,6	-15,9	-2,1	-13,8	96,9	53,6	43,3	51,8	0,0	51,8	23,0
IV	188,2	140,1	16,1	2,2	13,9	119,5	20,4	99,0	52,7	5,3	47,4	2,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001 I	103,6	89,7	-6,3	0,0	-6,3	63,3	38,5	24,8	46,6	-5,2	51,8	9,1
II	109,8	88,0	-15,3	-0,1	-15,2	68,1	20,1	48,1	57,0	6,0	51,0	16,7
III	88,0	57,8	-6,1	3,1	-9,1	55,3	-16,4	71,7	38,7	-4,2	42,9	-21,3
IV	119,1	92,5	26,1	4,7	21,4	40,6	-19,6	60,2	52,4	1,4	51,0	4,2
2002 I	60,1	61,9	1,0	3,4	-2,4	20,2	-7,1	27,3	39,0	-4,9	43,9	8,4
II	113,3	82,8	-25,2	0,1	-25,3	63,9	-3,8	67,7	74,6	10,7	63,9	-18,7
III	43,2	34,2	-7,9	1,3	-9,1	2,4	-17,7	20,1	48,6	-3,9	52,6	-9,0
IV	122,3	95,6	13,5	5,9	7,6	46,2	-11,1	57,3	62,6	6,1	56,5	8,9
2003 I	81,2	66,3	-0,6	8,0	-8,6	41,9	14,9	27,0	39,9	-10,0	49,8	1,8
II	.	86,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Valores distintos de acciones emitidos por</i>												
	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 <sup>1)</sup>										
	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
	Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999 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 <sup>1)</sup>						Principales pasivos <sup>1)</sup>						
	Acciones <sup>2)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro	Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro				
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en FMM					Total	De IFM de la zona del euro	Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
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 Q1	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 Q1	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 <sup>1)</sup>										
	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
	Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999 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 <sup>1)</sup>						Principales pasivos <sup>1)</sup>						
	Acciones <sup>2)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro	Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro				
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en FMM					Total	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 6.3

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

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

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias <sup>3)</sup>	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósi- tos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y participa- ciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	340,4	1.122,4	-783,9	1,6	0,4	1.730,1	-3,0	395,3	397,7	383,7	313,2	193,6	49,7
1997	353,0	1.139,3	-797,1	10,7	0,0	1.912,7	-0,2	394,4	332,2	449,8	485,7	222,0	28,7
1998	412,4	1.203,5	-823,6	32,3	0,2	2.379,7	11,0	422,7	357,4	522,9	827,2	215,9	22,6
1999	449,4	1.292,2	-863,7	20,8	0,2	3.068,5	1,3	557,7	427,4	880,7	905,1	261,1	35,2
2000	486,7	1.388,7	-913,1	27,8	-16,6	2.800,8	1,3	349,6	267,8	809,3	1.126,4	252,9	-6,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	465,3	1.442,9	-973,6	-5,9	1,9	2.575,3	-0,5	574,1	431,2	729,9	627,3	243,0	-29,7
2002	374,9	1.432,4	-1.048,4	-10,4	1,3	2.219,2	0,9	581,2	332,4	524,1	483,7	227,5	69,4

	Variaciones del patrimonio neto <sup>6)</sup>				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferen- cias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y participa- ciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.659,8	472,4	383,4	334,9	272,9	196,3
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.809,9	511,6	317,7	378,5	372,2	229,9
1998	486,6	1.299,1	-823,6	11,1	2.305,5	648,4	322,5	481,3	631,8	221,5
1999	498,3	1.352,0	-863,7	10,0	3.019,6	929,1	504,0	764,6	557,5	264,5
2000	514,8	1.419,4	-913,1	8,5	2.772,7	532,3	413,8	851,3	722,3	253,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	483,5	1.449,4	-973,6	7,7	2.557,1	660,2	493,1	608,1	545,8	249,9
2002	525,3	1.560,7	-1.048,4	12,9	2.068,8	534,4	452,8	463,9	376,8	240,9

#### 2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>6)</sup>		Pasivos netos contraídos			
	Total	Forma- ción bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y otras participa- ciones	Ahorro bruto	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Préstamos	Acciones y otras participa- ciones		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	132,2	567,3	-437,3	258,5	54,1	-13,9	55,1	87,5	120,1	514,5	270,5	7,0	143,5	112,4
1997	151,8	592,0	-451,9	239,6	25,3	-13,0	46,3	97,0	106,5	521,5	285,0	12,1	153,7	109,7
1998	195,3	635,2	-469,1	406,9	45,7	-10,0	96,3	185,5	149,2	569,2	453,0	22,7	252,8	166,9
1999	213,6	684,2	-489,0	605,8	26,9	89,1	169,1	299,1	109,0	548,0	710,4	48,6	423,3	222,0
2000	309,4	748,6	-521,5	829,5	71,8	88,7	193,0	457,7	86,2	561,3	1.052,6	59,5	559,6	425,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	215,8	771,8	-554,5	623,1	103,7	40,5	143,3	242,5	85,1	581,2	753,7	102,0	325,2	315,1
2002	180,3	758,3	-574,6	364,0	19,2	16,5	46,3	263,6	120,9	631,3	423,4	21,5	202,4	185,6

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

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>6)</sup>		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Forma- ción bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>	Acciones y otras participa- ciones	Reservas técnicas de seguro	Ahorro bruto	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro <sup>8)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	168,2	384,7	-217,5	437,9	146,2	25,1	93,0	189,0	444,7	646,9	161,3	160,1	3.789,8	17,1
1997	165,9	377,9	-213,1	425,6	70,4	-19,0	193,7	215,8	423,0	617,2	168,5	167,1	3.818,0	16,2
1998	175,9	389,8	-218,0	442,3	96,3	-118,8	288,1	210,7	406,7	594,5	211,5	210,1	3.925,3	15,1
1999	187,5	418,7	-233,6	477,5	119,2	-24,1	189,7	247,6	391,6	582,5	273,4	271,9	4.089,3	14,2
2000	195,4	440,2	-242,8	420,3	65,6	42,0	114,1	247,0	393,9	597,3	221,8	220,1	4.278,0	14,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	190,2	455,8	-264,0	402,6	172,8	86,3	58,2	223,5	423,4	653,8	169,4	167,5	4.575,5	14,3
2002	147,0	466,2	-313,5	554,3	227,0	65,3	-7,0	215,5	487,8	769,5	213,4	211,3	4.807,1	16,0

Fuente: BCE.

1) Datos no consolidados.

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

3) Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.

4) Excluidos los derivados financieros.

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

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

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

8) Ahorro bruto en porcentaje de la renta disponible.

# 7 Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona

**Cuadro 7.1**

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

(en porcentaje del PIB)

**1. Zona del euro - recursos**

	Total	Recursos corrientes					Impuestos				Cotiza- ciones sociales	Emplea- dores	Asalaria- dos	Ventas	Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuestos directos	Hogares	Empresas	Indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Indirectos	Recibidos por inst. de la UE					Indirectos	Recibidos por inst. de la UE	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
1993	48,0	47,5	12,1	9,8	2,0	13,2	0,8	17,5	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,1			
1994	47,6	47,1	11,6	9,3	1,9	13,4	0,8	17,5	8,5	5,7	2,5	0,4	0,2	42,8			
1995	47,2	46,6	11,6	9,2	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,6	2,5	0,5	0,3	42,6			
1996	48,0	47,5	12,0	9,4	2,3	13,4	0,8	17,6	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,3			
1997	48,2	47,6	12,2	9,3	2,5	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,5	0,6	0,4	43,7			
1998	47,6	47,2	12,4	9,6	2,5	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,5	0,4	0,3	43,3			
1999	48,2	47,7	12,8	9,8	2,6	14,3	0,6	16,4	8,5	5,0	2,5	0,5	0,3	43,8			
2000	47,8	47,3	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,4	0,5	0,3	43,6			
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																	
2001	47,1	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,3	0,5	0,3	42,7			
2002	46,5	45,9	12,1	9,5	2,4	13,8	0,5	16,0	8,4	4,7	2,3	0,5	0,3	42,2			

**2. Zona del euro - empleos**

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>5)</sup>		
		Remunera- ción de asalaria- dos	Consumo interme- dio	Intereses	Trans- ferencias corrientes	Pagos sociales <sup>3)</sup>	Subvencio- nes	Pagos por inst. de la UE	Inversión	Trans- ferencias de capital	Pagadas por institu- ciones de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1993	53,7	49,2	11,6	5,1	5,9	26,6	23,0	2,5	0,6	4,6	3,1	1,6	0,1	47,9
1994	52,7	48,3	11,3	4,9	5,5	26,6	23,0	2,4	0,6	4,3	2,9	1,5	0,0	47,1
1995	52,2	47,7	11,2	4,8	5,7	26,1	22,9	2,2	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,5
1996	52,3	48,3	11,2	4,8	5,7	26,6	23,3	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,6
1997	50,9	47,2	11,0	4,7	5,1	26,3	23,2	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,7
1998	49,9	46,0	10,7	4,6	4,7	26,0	22,7	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,2
1999	49,4	45,4	10,7	4,7	4,2	25,8	22,6	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,2
2000	48,7	44,7	10,5	4,7	4,0	25,5	22,3	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,0	44,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	48,7	44,6	10,5	4,7	4,0	25,4	22,3	1,9	0,5	4,2	2,5	1,6	0,0	44,8
2002	48,7	44,8	10,6	4,8	3,7	25,7	22,8	1,8	0,5	3,9	2,4	1,5	0,0	45,1

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

	Déficit (-) / superávit (+)					Déficit (-) / superávit (+) primario	Consumo público <sup>5)</sup>							
	Total	Estado	Adminis- tración regional	Adminis- tración local	Seguridad Social		Total	Remu- neración de asalaria- dos	Consumo inter- medio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1993	-5,7	-5,0	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	21,2	11,6	5,1	5,0	2,0	-2,5	9,0	12,2
1994	-5,1	-4,4	-0,5	-0,2	0,0	0,4	20,8	11,3	4,9	5,1	1,9	-2,5	8,7	12,1
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	-2,5	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	0,0	-0,2	1,4	20,6	11,2	4,8	5,2	1,9	-2,5	8,6	12,0
1997	-2,6	-2,3	-0,4	0,1	0,0	2,5	20,4	11,0	4,7	5,1	1,9	-2,5	8,4	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,0	2,4	20,0	10,7	4,6	5,1	1,8	-2,5	8,2	11,8
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,0	10,7	4,7	5,1	1,8	-2,5	8,2	11,8
2000	-0,9	-1,3	-0,1	0,1	0,4	3,1	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,4	8,1	11,9
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-1,7	-1,5	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,3	8,1	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,1	0,2	1,4	20,3	10,6	4,8	5,3	1,8	-2,3	8,2	12,2

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	-0,4	-1,5	-1,8	-1,2	-1,8	2,4	-1,7	3,5	0,7	-2,3	-2,8	2,2
2000	0,2	1,3	-1,9	-0,8	-1,4	4,4	-0,6	6,4	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,6	-2,8	-1,5	-0,3	-1,5	0,9	-2,6	6,1	0,0	0,3	-4,2	5,2
2002	0,1	-3,5	-1,2	0,1	-3,1	-0,2	-2,3	2,5	-1,6	-0,2	-2,7	4,2

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

1) Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por venta de licencias UMTS (Sistema Universal de Telefonía Móvil) en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen dichos ingresos es igual a 0,1). Las transacciones entre países e instituciones de la UE están incluidas y consolidadas. Las transacciones entre distintas administraciones no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye prestaciones sociales, transferencias sociales en especie vía productores de mercado y transferencias a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

5) Se corresponde con el gasto en consumo final (P. 3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

6) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

## Cuadro 7.2

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

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - deuda de las AAPP por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1993	67,3	2,7	17,0	10,0	37,6	52,5	27,6	8,8	16,1	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 <sup>1)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda		Otras monedas
		Estado	Admón. regional	Admón. local	Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euros o monedas participantes <sup>5)</sup>	Moneda no nacional	
1993	67,3	55,2	5,2	6,3	0,6	11,9	55,4	6,6	18,4	24,4	24,4	65,6	2,9	1,7
1994	70,0	57,9	5,4	6,1	0,5	11,2	58,8	7,4	16,5	26,8	26,7	68,1	3,0	1,9
1995	74,2	61,7	5,7	6,0	0,8	10,6	63,6	6,8	17,6	26,4	30,2	72,5	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 deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - variaciones en la deuda de las AAPP por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumento financiero				Sector tenedor			
		Nece- sidades de financia- ción <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efecto agregación <sup>5)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acree- dores residentes <sup>6)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>7)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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

	Variacio- nes de la deuda	Déficit(-) / superávit (+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>											Otros <sup>11)</sup>
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración		Otras variaciones en volumen	
				Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de accio- nes <sup>10)</sup>	Prés- tamos	Acciones y otras participa- ciones	Privatiza- ciones	Inyeccio- nes de capital	Efectos tipo de cambio			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1993	8,0	-5,7	2,3	1,5	1,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,1	0,4	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**

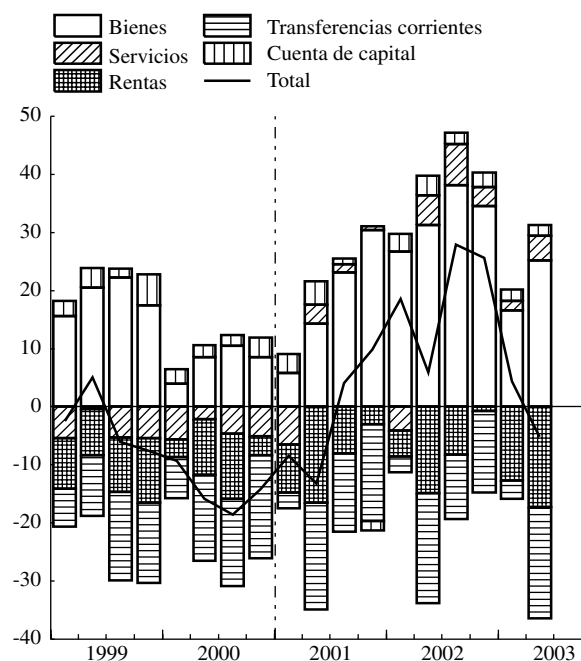
## Resumen de la balanza de pagos<sup>1)2)</sup>

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

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transferencias corrientes		Total	Inversión directa	Inversión de cartera	Derivados financieros	Otra inversión	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	56,7	116,4	-2,3	-15,2	-42,2	13,0	.	-44,4	-24,1	.	.	.	.
1998	26,7	109,0	-6,3	-28,8	-47,2	12,4	-67,0	-81,3	-109,9	-8,2	124,2	8,2	27,9
1999	-23,8	75,7	-16,5	-37,0	-46,1	12,8	13,5	-119,5	-41,4	3,3	161,0	10,1	-2,5
2000	-67,6	31,6	-17,5	-27,1	-54,6	9,8	68,4	-14,9	-111,6	-3,4	180,8	17,6	-10,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	-14,5	73,6	-1,1	-35,7	-51,3	6,7	-24,4	-102,4	68,1	-1,5	-6,4	17,8	32,2
2002	67,0	130,6	11,3	-28,2	-46,7	10,9	-97,2	-41,5	103,4	-10,2	-146,6	-2,3	19,3
2002 II	2,6	31,3	5,1	-14,9	-18,9	3,4	-3,3	-6,8	81,0	-3,1	-81,2	6,7	-2,6
III	25,8	38,1	7,0	-8,2	-11,2	2,0	-53,6	-10,8	19,9	-9,0	-49,1	-4,6	25,8
IV	23,1	34,5	3,4	-0,7	-14,0	2,4	-48,5	-6,0	42,0	-2,9	-80,3	-1,3	22,9
2003 I	2,4	16,6	1,6	-12,7	-3,1	2,0	-25,1	-0,9	7,0	-2,5	-40,7	11,9	20,7
II	-7,0	25,1	4,3	-17,2	-19,2	1,8	-41,3	5,4	42,2	-2,8	-88,1	2,0	46,5
2002 Jun	7,5	13,9	2,8	-2,1	-7,2	1,1	-38,8	-18,3	20,7	-2,3	-35,4	-3,5	30,2
Jul	8,2	16,0	2,9	-7,5	-3,3	0,4	-16,9	-6,0	8,7	-8,3	-8,7	-2,6	8,3
Ago	9,3	11,3	0,5	0,6	-3,1	0,6	-30,4	1,5	-9,6	-1,7	-22,4	1,8	20,5
Sep	8,4	10,8	3,7	-1,3	-4,8	1,0	-6,3	-6,3	20,7	1,0	-18,0	-3,8	-3,0
Oct	4,6	12,5	0,5	-2,1	-6,3	1,4	-13,9	-6,9	27,6	0,5	-37,2	2,1	7,9
Nov	10,6	12,4	1,6	0,4	-3,9	0,3	-18,9	7,3	15,1	-0,8	-38,1	-2,4	8,0
Dic	7,9	9,6	1,2	1,0	-3,8	0,8	-15,7	-6,4	-0,7	-2,5	-5,0	-1,1	7,0
2003 Ene	-5,2	1,5	-0,5	-9,4	3,2	2,1	-12,2	-2,2	-0,6	-1,5	-9,4	1,5	15,3
Feb	3,4	8,7	0,4	-2,6	-3,2	-0,9	-19,6	2,9	-6,6	-0,1	-21,2	5,3	17,2
Mar	4,3	6,5	1,7	-0,8	-3,1	0,8	6,7	-1,5	14,2	-0,9	-10,1	5,0	-11,8
Abr	-10,0	6,9	0,4	-10,9	-6,5	0,1	16,1	-18,4	25,1	-4,7	13,3	0,8	-6,2
May	-0,1	7,6	1,3	-3,6	-5,5	0,2	-33,4	0,7	1,1	1,4	-37,0	0,4	33,3
Jun	3,1	10,5	2,5	-2,8	-7,2	1,5	-24,0	23,1	16,0	0,5	-64,4	0,9	19,4
Jul	2,0	15,3	2,8	-10,1	-6,1	0,8	-6,1	-3,2	-35,6	-2,7	33,8	1,6	3,4
Ago	5,0	10,6	1,0	-1,0	-5,7	1,7	3,3	-1,7	-37,9	-2,3	44,8	0,3	-10,0

### Cuenta corriente y cuenta de capital

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



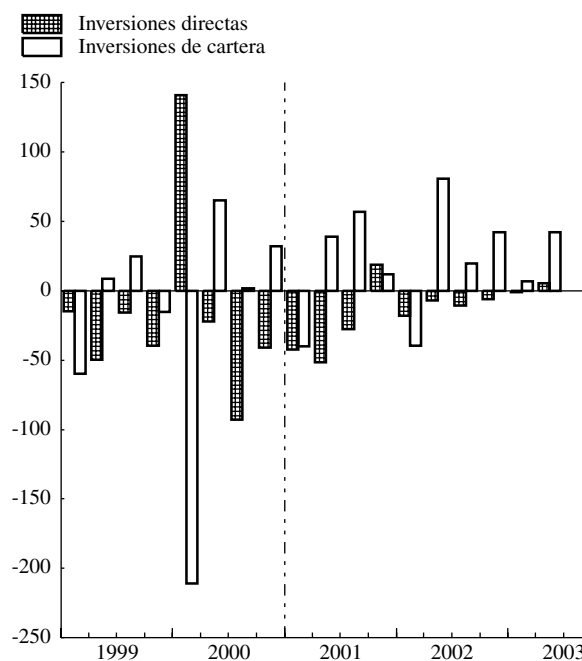
Fuente: BCE.

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

2) Véanse las notas generales para la comparabilidad entre los datos más recientes y algunos datos anteriores.

### Inversiones directas y de cartera

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





## Cuadro 8.2

**Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital**

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

**1. Principales partidas**

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos 12	Pagos 13
	Ingresos 1	Pagos 2	Neto 3	Ingresos 4	Pagos 5	Ingresos 6	Pagos 7	Ingresos 8	Pagos 9	Ingresos 10	Pagos 11		
1997	1.218,5	1.161,8	56,7	754,6	638,3	214,3	216,5	189,5	204,7	60,0	102,3	18,9	5,9
1998	1.277,3	1.250,6	26,7	784,4	675,4	231,6	237,9	198,5	227,3	62,9	110,1	17,7	5,3
1999	1.337,0	1.360,8	-23,8	818,3	742,5	246,7	263,2	207,3	244,2	64,8	110,9	19,1	6,3
2000	1.612,1	1.679,7	-67,6	989,8	958,3	287,5	304,9	268,1	295,2	66,7	121,3	18,3	8,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	1.714,4	1.728,9	-14,5	1.033,8	960,3	324,5	325,6	277,3	313,0	78,8	130,0	17,4	10,7
2002	1.728,8	1.661,8	67,0	1.059,6	929,0	332,2	320,8	251,3	279,6	85,7	132,4	18,9	8,0
2002 II	432,6	430,0	2,6	267,6	236,3	83,9	78,9	65,6	80,4	15,5	34,4	5,0	1,6
III	431,9	406,1	25,8	263,3	225,2	91,3	84,2	58,5	66,7	18,8	29,9	4,1	2,0
IV	443,3	420,1	23,1	273,6	239,2	84,4	81,0	64,9	65,6	20,4	34,4	5,2	2,7
2003 I	414,3	411,8	2,4	252,6	236,0	75,7	74,1	53,4	66,1	32,6	35,7	5,3	3,4
II	408,3	415,3	-7,0	253,5	228,3	78,2	73,9	61,4	78,6	15,2	34,4	4,4	2,6
2002 Jun	145,9	138,4	7,5	89,9	76,0	28,6	25,7	22,6	24,6	4,8	12,0	1,6	0,6
Jul	154,0	145,8	8,2	94,1	78,1	32,5	29,6	21,0	28,4	6,4	9,7	1,1	0,7
Ago	135,6	126,3	9,3	81,1	69,8	29,1	28,6	19,3	18,7	6,1	9,2	1,3	0,7
Sep	142,3	133,9	8,4	88,1	77,3	29,6	25,9	18,3	19,6	6,2	11,0	1,6	0,6
Oct	151,9	147,3	4,6	97,6	85,1	28,8	28,3	20,3	22,4	5,2	11,5	2,0	0,6
Nov	146,2	135,6	10,6	92,1	79,7	26,6	25,0	20,4	20,0	7,1	11,0	1,1	0,8
Dic	145,1	137,2	7,9	83,9	74,3	29,0	27,8	24,1	23,2	8,1	11,9	2,1	1,3
2003 Ene	144,0	149,2	-5,2	82,2	80,7	25,6	26,1	18,4	27,7	17,8	14,6	2,6	0,5
Feb	131,4	128,0	3,4	83,1	74,4	23,6	23,2	16,9	19,5	7,8	10,9	1,5	2,5
Mar	138,9	134,6	4,3	87,3	80,9	26,4	24,7	18,1	18,9	7,0	10,1	1,2	0,4
Abr	136,5	146,5	-10,0	85,3	78,4	25,4	24,9	21,0	31,9	4,8	11,3	0,5	0,4
May	134,4	134,6	-0,1	83,7	76,1	25,6	24,3	19,9	23,5	5,1	10,6	1,4	1,2
Jun	137,4	134,2	3,1	84,4	73,9	27,2	24,7	20,5	23,3	5,2	12,5	2,6	1,0
Jul	147,9	145,9	2,0	91,7	76,4	30,7	27,9	19,6	29,6	5,9	12,0	1,3	0,5
Ago	126,7	121,7	5,0	77,1	66,5	26,8	25,8	17,4	18,4	5,4	11,1	2,1	0,4

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

	Cuenta corriente										
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes	
	Ingresos 1	Pagos 2	Neto 3	Ingresos 4	Pagos 5	Ingresos 6	Pagos 7	Ingresos 8	Pagos 9	Ingresos 10	Pagos 11
2001 II	432,0	443,1	-11,0	261,3	246,0	82,1	81,7	68,7	80,5	20,0	35,0
III	426,9	426,7	0,2	257,6	239,1	81,9	81,8	68,3	75,0	19,1	30,7
IV	424,4	418,4	6,0	254,1	228,6	82,1	81,3	68,7	75,2	19,5	33,2
2002 I	429,6	412,7	16,9	263,5	228,9	81,4	81,3	64,9	70,2	19,8	32,3
II	431,5	421,3	10,1	266,5	233,4	82,7	80,7	62,4	72,6	19,9	34,7
III	435,3	413,0	22,3	266,3	232,3	84,8	79,4	61,4	69,4	22,8	31,9
IV	432,0	414,5	17,5	262,9	233,8	82,9	79,3	62,9	67,3	23,2	34,1
2003 I	418,8	414,5	4,4	258,2	233,3	83,6	77,9	55,7	69,6	21,2	33,7
II	411,8	409,3	2,5	255,1	228,2	78,2	76,1	58,8	70,6	19,8	34,4
2002 Jun	145,5	140,5	5,1	90,1	79,1	27,9	26,8	21,1	23,0	6,5	11,6
Jul	144,1	137,3	6,8	88,0	77,0	27,8	26,7	20,8	23,5	7,5	10,1
Ago	146,4	138,5	7,9	88,9	77,8	27,8	27,0	21,8	23,3	7,8	10,4
Sep	144,8	137,2	7,6	89,5	77,5	29,2	25,6	18,8	22,6	7,4	11,4
Oct	142,9	140,3	2,6	87,7	78,4	27,6	26,7	20,5	23,5	7,1	11,7
Nov	148,4	139,1	9,4	89,1	77,9	28,2	26,2	22,7	23,6	8,4	11,4
Dic	140,7	135,1	5,6	86,1	77,4	27,2	26,4	19,7	20,3	7,6	11,0
2003 Ene	143,0	140,9	2,2	88,1	78,4	28,7	26,4	19,0	24,6	7,3	11,4
Feb	139,6	137,9	1,7	87,0	77,3	27,5	25,9	18,4	23,4	6,8	11,3
Mar	136,2	135,8	0,4	83,2	77,7	27,5	25,6	18,3	21,6	7,2	10,9
Abr	140,8	141,3	-0,6	87,4	77,3	26,4	25,6	20,8	27,2	6,2	11,3
May	137,1	134,5	2,7	85,5	76,5	25,8	25,4	19,4	21,3	6,5	11,3
Jun	133,9	133,5	0,4	82,2	74,4	26,0	25,1	18,6	22,1	7,1	11,8
Jul	138,4	137,1	1,3	86,0	75,4	26,3	25,2	19,3	24,0	6,8	12,5
Ago	139,7	136,9	2,8	86,6	76,4	26,0	24,9	20,2	23,0	6,8	12,6

Fuente: BCE.

### 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	268,1	295,2	13,2	5,3	254,9	289,9	60,4	65,1	76,7	107,4	117,9	117,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001	277,3	313,0	14,7	5,9	262,6	307,1	60,6	59,0	85,0	116,8	117,0	131,2
2002	251,3	279,6	14,7	6,0	236,7	273,6	67,0	57,1	86,4	123,9	83,3	92,6
2002 II	65,6	80,4	3,5	1,5	62,0	78,9	19,4	16,7	23,0	39,7	19,6	22,5
III	58,5	66,7	3,7	1,6	54,9	65,1	13,4	12,5	21,0	30,6	20,4	22,0
IV	64,9	65,6	3,9	1,6	61,0	64,0	19,5	15,2	21,1	26,2	20,4	22,6
2003 I	53,4	66,1	3,6	1,2	49,8	64,9	10,1	13,0	19,0	31,8	20,7	20,1
II	61,4	78,6	3,6	1,4	57,8	77,2	17,1	19,3	22,0	36,8	18,7	21,2

	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	49,5	57,4	10,9	7,7	14,3	30,6	62,4	76,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	50,4	49,8	10,2	9,2	17,9	44,7	67,0	72,1
2002	59,1	51,2	7,9	5,9	20,4	52,7	65,9	71,2
2002 II	17,7	15,4	1,8	1,3	6,6	24,3	16,4	15,4
III	12,0	11,1	1,4	1,4	4,5	10,6	16,5	20,0
IV	17,1	13,3	2,4	1,9	4,5	9,1	16,6	17,1
2003 I	8,4	11,1	1,7	1,9	3,7	8,4	15,4	23,4
II	14,3	17,0	2,8	2,3	6,9	20,7	15,1	16,1

Fuente: BCE.

## Cuadro 8.4

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

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

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital, principalmente, préstamos entre empresas relacionadas			Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital, principalmente, préstamos entre empresas relacionadas		
		Total	IFM <sup>2)</sup>	No IFM	Total	IFM <sup>2)</sup>	No IFM		Total	IFM <sup>2)</sup>	No IFM	Total	IFM <sup>2)</sup>	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1997	-93,2	.	.	.	.	.	48,7	.	.	.	.	.	.	
1998	-172,7	.	.	.	.	.	91,4	.	.	.	.	.	.	
1999	-320,9	-239,5	-25,0	-214,6	-81,3	-0,6	-80,7	201,3	145,7	3,5	142,2	55,6	0,2	55,4
2000	-442,3	-350,7	-35,5	-315,2	-91,5	0,3	-91,8	427,3	301,6	12,4	289,2	125,8	0,1	125,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-305,0	-234,7	-19,9	-214,8	-70,3	-0,1	-70,2	202,6	148,8	4,4	144,4	53,8	0,9	52,9
2002	-183,5	-156,7	-17,3	-139,3	-26,8	0,0	-26,8	142,0	95,7	3,1	92,6	46,3	0,5	45,8
2002 II	-45,3	-35,2	-2,7	-32,5	-10,0	0,0	-10,0	38,5	21,1	1,4	19,6	17,5	0,0	17,4
III	-32,6	-39,8	-5,1	-34,7	7,2	0,0	7,2	21,8	12,3	0,7	11,5	9,5	0,6	9,0
IV	-41,2	-34,2	-5,7	-28,6	-6,9	0,0	-6,9	35,1	34,2	0,7	33,5	0,9	0,0	1,0
2003 I	-36,5	-19,3	-1,9	-17,4	-17,2	-0,1	-17,1	35,6	25,6	0,8	24,8	10,0	-0,1	10,1
II	-30,1	-21,2	5,4	-26,6	-8,9	-0,3	-8,5	35,4	29,4	1,9	27,6	6,0	0,0	6,0
2002 Jun	-21,2	-16,4	-0,9	-15,5	-4,7	0,0	-4,7	2,8	6,0	0,3	5,7	-3,1	0,1	-3,2
Jul	-12,7	-14,8	-3,3	-11,6	2,1	0,0	2,1	6,7	2,9	0,2	2,7	3,8	-0,1	3,9
Ago	-2,1	-9,1	-0,2	-8,8	6,9	0,0	6,9	3,6	3,0	0,3	2,7	0,7	0,7	-0,1
Sep	-17,8	-15,9	-1,5	-14,4	-1,9	0,0	-1,9	11,4	6,4	0,3	6,1	5,0	-0,1	5,1
Oct	-14,5	-8,0	-0,9	-7,1	-6,6	0,0	-6,6	7,6	6,7	0,2	6,5	0,9	-0,1	0,9
Nov	-15,4	-7,9	-1,2	-6,7	-7,4	0,0	-7,4	22,7	15,9	0,0	15,9	6,8	0,0	6,8
Dic	-11,3	-18,4	-3,6	-14,7	7,1	0,0	7,1	4,8	11,6	0,4	11,1	-6,7	0,0	-6,7
2003 Ene	-14,7	-8,5	-0,7	-7,8	-6,2	0,0	-6,2	12,5	10,9	0,2	10,6	1,7	0,0	1,7
Feb	-7,1	-5,3	-0,4	-4,9	-1,8	0,0	-1,8	10,0	6,2	0,8	5,4	3,7	-0,1	3,8
Mar	-14,7	-5,4	-0,7	-4,7	-9,3	-0,1	-9,2	13,1	8,5	-0,2	8,7	4,6	0,0	4,7
Abr	-24,4	-7,9	-1,3	-6,6	-16,5	-0,3	-16,2	6,0	7,5	0,2	7,3	-1,5	0,0	-1,5
May	-15,6	-16,2	-0,7	-15,5	0,6	0,0	0,6	16,3	15,2	0,2	15,0	1,0	-0,1	1,1
Jun	9,9	2,8	7,3	-4,5	7,1	0,0	7,1	13,2	6,7	1,5	5,2	6,5	0,1	6,4
Jul	-7,6	-6,2	-0,9	-5,3	-1,4	0,0	-1,4	4,4	3,9	0,1	3,8	0,5	-0,7	1,2
Ago	-5,8	-9,8	-0,5	-9,4	4,0	0,0	4,0	4,1	0,2	0,1	0,2	3,9	0,1	3,8

Fuente: BCE.

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

2) Excluido el Eurosistema.

## Cuadro 8.5

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

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

#### 1. Por instrumento

	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	-410,7	299,1	-285,9	49,9	-124,7	-114,3	-10,5	249,2	239,2	10,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	-288,2	356,3	-104,8	233,2	-183,5	-155,8	-27,6	123,1	114,0	9,1
2002	-173,9	277,3	-40,2	90,8	-133,7	-88,9	-44,8	186,6	127,7	58,9
2002 II	-48,9	129,9	-12,2	36,0	-36,7	-29,2	-7,5	93,9	66,1	27,7
III	-21,6	41,5	12,7	6,4	-34,3	-19,1	-15,2	35,1	8,1	27,0
IV	-32,8	74,8	-8,4	13,5	-24,4	-20,0	-4,4	61,3	46,7	14,7
2003 I	-47,3	54,3	10,8	3,7	-58,0	-49,9	-8,1	50,6	47,9	2,7
II	-96,3	138,5	-32,3	30,5	-64,0	-53,9	-10,1	108,0	97,5	10,5
2002 Jun	-9,6	30,3	-5,9	2,5	-3,7	-2,1	-1,6	27,8	21,8	6,1
Jul	-16,2	24,9	-6,4	5,2	-9,8	-1,9	-7,8	19,7	10,5	9,2
Ago	-5,9	-3,7	5,4	-0,4	-11,3	-11,4	0,2	-3,3	-10,8	7,5
Sep	0,4	20,3	13,7	1,6	-13,3	-5,7	-7,5	18,7	8,4	10,3
Oct	-3,0	30,6	-0,7	-0,6	-2,3	-5,7	3,4	31,2	19,6	11,6
Nov	-7,6	22,7	0,2	15,3	-7,8	-4,4	-3,4	7,4	5,5	1,9
Dic	-22,3	21,5	-8,0	-1,2	-14,3	-9,9	-4,4	22,7	21,6	1,2
2003 Ene	-18,7	18,1	2,3	13,5	-21,0	-15,1	-6,0	4,6	5,5	-0,9
Feb	-21,5	14,9	0,8	2,1	-22,2	-20,3	-2,0	12,8	4,3	8,5
Mar	-7,1	21,3	7,7	-11,8	-14,8	-14,6	-0,2	33,1	38,1	-4,9
Abr	-17,0	42,1	-7,1	16,0	-9,9	-14,7	4,7	26,1	10,1	15,9
May	-35,7	36,8	-10,4	-7,4	-25,2	-17,6	-7,6	44,2	42,4	1,8
Jun	-43,6	59,6	-14,8	21,8	-28,8	-21,6	-7,2	37,8	44,9	-7,2
Jul	-29,5	-6,1	-8,1	13,1	-21,4	-27,2	5,8	-19,2	-17,4	-1,8
Ago	-12,0	-25,9	-0,3	-6,0	-11,7	-12,4	0,7	-19,8	-7,0	-12,8

#### 2. Activos, por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones										
	Eurosistema	IFM <sup>2)</sup>	No IFM			Eurosistema	Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
			Total	AAPP	Otros sectores		Total	AAPP	Otros sectores	Eurosistema	IFM <sup>2)</sup>	No IFM				
												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	2,9	-1,0	3,9	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>																
2001	-0,4	4,0	-108,4	-2,1	-106,4	0,2	-67,1	-89,0	-1,2	-87,8	-2,4	-40,7	15,4	-0,1	15,5	
2002	-0,4	-7,8	-32,0	-4,4	-27,6	-0,6	-14,6	-73,8	-1,0	-72,7	2,1	-33,0	-13,9	-1,0	-12,9	
2002 II	-0,1	-3,7	-8,4	-1,2	-7,2	-0,3	-3,1	-25,7	0,2	-26,0	0,0	-1,9	-5,5	-0,1	-5,4	
III	-0,1	3,2	9,5	-0,6	10,1	-0,5	-4,1	-14,6	-0,3	-14,2	0,9	-13,3	-2,7	0,2	-2,9	
IV	-0,2	-2,7	-5,6	-1,2	-4,4	0,0	-1,9	-18,1	-0,4	-17,7	0,4	-4,8	0,0	0,1	-0,2	
2003 I	-0,1	-3,7	14,6	-0,6	15,2	-0,4	-22,9	-26,6	0,2	-26,9	-1,4	-7,3	0,6	-1,6	2,2	
II	-0,2	0,7	-32,9	-0,8	-32,2	-0,2	-21,2	-32,4	0,0	-32,4	1,1	-4,4	-6,7	1,0	-7,8	
2003 Mar	0,0	-3,8	11,6	.	.	-0,4	-1,3	-12,9	.	.	-0,2	6,2	-6,2	.	.	
Abr	-0,1	0,7	-7,6	.	.	-0,1	-7,3	-7,3	.	.	0,5	2,9	1,3	.	.	
May	0,0	0,2	-10,6	.	.	-0,2	-2,0	-15,4	.	.	0,9	-6,2	-2,3	.	.	
Jun	0,0	-0,1	-14,6	.	.	0,1	-12,0	-9,7	.	.	-0,4	-1,1	-5,7	.	.	
Jul	0,0	-2,5	-5,6	.	.	-0,1	-2,3	-24,8	.	.	0,1	-2,9	8,6	.	.	
Ago	0,0	-0,5	0,2	.	.	-0,6	-3,8	-8,1	.	.	0,0	3,6	-2,9	.	.	

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 sector<sup>1)</sup>

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido el Eurosistema)						Otros sectores	
	Activos 1	Pasivos 2	Activos 3	Pasivos 4	Activos 5	Pasivos 6	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos 13	Pasivos 14
							Activos 7	Pasivos 8	Activos 9	Pasivos 10	Activos 11	Pasivos 12		
1998	-81,5	205,6	-0,7	3,5	-1,0	-6,1	-22,6	192,4	-37,6	40,4	15,0	152,0	-57,1	15,9
1999	-31,8	192,7	-1,9	6,6	3,3	-13,0	16,3	161,2	-47,2	53,8	63,5	107,4	-49,4	37,9
2000	-179,0	359,8	-1,1	0,9	-2,2	0,7	-130,4	288,8	-50,0	52,5	-80,4	236,3	-45,4	69,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-267,6	261,2	0,6	4,4	3,0	-0,4	-229,1	232,4	-46,1	21,8	-183,0	210,5	-42,1	24,8
2002	-205,4	58,8	-1,2	19,3	0,0	-8,2	-164,8	28,4	-31,4	52,5	-133,4	-24,1	-39,5	19,3
2002 II	-75,5	-5,7	-0,6	3,4	0,9	3,8	-65,2	-12,3	-5,7	19,5	-59,5	-31,8	-10,7	-0,5
III	-59,9	10,8	0,3	3,6	-0,6	-2,8	-33,3	13,9	-5,4	6,2	-28,0	7,6	-26,3	-3,9
IV	-99,2	18,9	-0,4	6,2	0,3	-1,0	-88,1	0,8	-19,2	16,3	-68,8	-15,6	-11,0	12,9
2003 I	-114,7	74,0	-0,6	-4,4	-1,8	-8,4	-65,4	60,2	-15,1	10,1	-50,4	50,0	-46,9	26,6
II	-120,2	32,1	0,2	2,3	-1,5	3,9	-103,2	27,0	-11,5	12,1	-91,7	14,9	-15,6	-1,0
2002 Jun	30,9	-66,3	-0,1	3,9	-0,7	-1,8	22,6	-70,6	3,3	4,4	19,3	-74,9	9,1	2,2
Jul	-1,9	-6,8	0,4	5,4	-0,5	-1,2	13,6	-9,8	2,2	1,5	11,5	-11,3	-15,4	-1,1
Ago	8,3	-30,7	0,1	-5,0	-0,3	-2,2	12,6	-17,7	0,0	2,1	12,6	-19,8	-4,2	-5,8
Sep	-66,3	48,3	-0,2	3,3	0,2	0,6	-59,6	41,4	-7,6	2,7	-52,0	38,7	-6,7	3,1
Oct	-69,5	32,3	-0,1	0,9	-0,4	1,3	-54,8	22,6	-5,6	8,2	-49,2	14,4	-14,2	7,6
Nov	-77,2	39,1	0,9	2,0	-1,6	-0,3	-66,5	35,1	-8,3	-6,1	-58,2	41,2	-10,0	2,3
Dic	47,6	-52,6	-1,3	3,3	2,3	-2,0	33,2	-57,0	-5,4	14,2	38,6	-71,2	13,3	3,1
2003 Ene	-9,8	0,4	0,5	-2,4	-2,4	-6,2	3,1	1,6	-3,7	1,3	6,8	0,3	-11,0	7,4
Feb	-83,3	62,1	-0,5	-2,0	-3,8	-2,2	-54,9	54,1	-6,3	4,5	-48,6	49,6	-24,1	12,2
Mar	-21,6	11,5	-0,5	0,0	4,4	0,1	-13,7	4,4	-5,1	4,2	-8,6	0,2	-11,8	7,0
Abr	-42,8	56,1	0,0	-0,3	0,9	2,7	-32,7	52,1	-3,7	2,0	-29,1	50,1	-11,0	1,6
May	-46,8	9,9	0,7	0,9	-3,5	1,3	-35,2	3,8	-1,7	2,8	-33,5	1,0	-8,8	3,9
Jun	-30,5	-33,9	-0,5	1,6	1,1	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,3	-29,1	-36,2	4,2	-6,5
Jul	34,8	-0,9	0,1	1,5	-2,7	1,8	43,7	2,7	-5,1	7,5	48,8	-4,8	-6,3	-7,0
Ago	75,7	-30,9	0,3	0,4	0,4	0,5	72,0	-32,2	-2,8	1,8	74,8	-34,0	3,0	0,3

#### 2. Otras inversiones, por sector e instrumento<sup>1)</sup>

##### 2.1. Eurosistema

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos 1	Pasivos 2	Saldo 3	Activos 4	Pasivos 5	Saldo 6
1999	-1,1	6,7	5,6	-0,8	-0,1	-0,9
2000	-1,1	0,9	-0,2	0,0	0,0	0,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>						
2001	0,6	4,5	5,0	0,0	0,0	0,0
2002	-1,2	19,3	18,2	0,0	0,0	0,0
2002 II	-0,6	3,4	2,8	0,0	0,0	0,0
III	0,3	3,6	3,9	0,0	0,0	0,0
IV	-0,4	6,3	5,8	0,0	0,0	0,0
2003 I	-0,6	-4,4	-4,9	0,0	0,0	0,0
II	0,2	2,3	2,4	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	-0,5	3,9	-1,3	0,1	-1,3
2002	1,5	0,0	1,4	-0,6	-8,0	-8,6	-0,9	-0,2	-1,1
2002 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	-0,5	-0,1	-0,6
II	0,0	0,0	0,0	-1,2	3,6	2,4	-0,3	0,3	0,0

**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	-215,1	222,2	7,1	-14,0	10,2	-3,9
2002	-161,0	31,2	-129,8	-3,8	-2,8	-6,6
2002 II	-64,1	-11,1	-75,2	-1,0	-1,3	-2,3
III	-31,0	11,8	-19,2	-2,3	2,1	-0,3
IV	-93,1	10,4	-82,7	5,1	-9,6	-4,6
2003 I	-63,5	59,7	-3,8	-1,9	0,5	-1,5
II	-103,9	28,7	-75,2	0,7	-1,6	-1,0

**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	-3,5	1,3	-2,2	-29,6	18,3	-11,3	-8,9	5,2	-3,8
2002	-3,5	-3,0	-6,4	-34,1	16,0	-18,1	-1,9	6,3	4,3
2002 II	-2,5	-1,3	-3,8	-8,5	-0,2	-8,8	0,3	1,0	1,4
III	-1,8	1,9	0,1	-24,6	-8,0	-32,6	0,1	2,2	2,3
IV	0,2	-3,0	-2,8	-10,6	14,2	3,6	-0,5	1,7	1,2
2003 I	-1,3	5,1	3,8	-39,8	18,2	-21,6	-5,8	3,2	-2,6
II	-1,4	-0,9	-2,2	-6,7	-6,4	-13,2	-7,5	6,3	-1,2

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

	Total 1	Oro monetario 2	Derechos especiales de giro 3	Posición de reserva en el FMI 4	Divisas convertibles							Otros activos 12
					Total 5	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros 11	
						En las autoridades monetarias y el BPI 6	En bancos 7	Acciones y 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	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2002 II	6,7	0,5	0,5	-2,0	7,8	-0,6	1,2	0,0	4,2	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
II	2,0	0,0	0,0	-2,6	4,5	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0

Fuente: BCE.

1) Aumento (-); disminución (+).

## Cuadro 8.7

### Presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro<sup>1)</sup>

(mm de euros)

	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total <sup>5)</sup>	Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3 <sup>6)</sup>
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>4)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	-57,7	-407,0	427,2	-344,7	37,2	211,5	-47,6	70,2	-3,4	-10,7	-125,1	141,7
2000 I	-9,3	-68,2	217,8	-129,9	-103,3	38,9	-40,3	10,6	1,3	-35,8	-118,0	117,9
II	-15,8	-88,6	71,8	-67,3	66,9	71,4	-5,5	4,1	4,4	3,7	45,1	-35,3
III	-18,5	-121,1	40,5	-75,3	28,9	55,9	-12,3	38,3	0,1	23,2	-40,4	51,5
IV	-14,2	-129,1	97,2	-72,3	44,7	45,3	10,5	17,1	-9,3	-1,9	-11,8	7,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001	-7,8	-285,0	201,7	-182,0	172,9	84,3	-39,1	24,4	-1,5	32,2	0,2	7,3
2002	77,9	-166,2	141,6	-119,7	54,0	176,1	-39,5	11,0	-10,2	19,3	144,4	-171,0
2001 I	-8,5	-67,0	29,4	-44,4	4,0	19,9	-7,3	-7,6	0,7	-29,9	-110,6	105,6
II	-13,2	-83,6	37,8	-66,5	88,1	8,4	-0,4	13,1	12,1	-6,7	-11,0	17,8
III	4,0	-58,9	32,5	-19,6	40,1	27,7	-6,8	14,7	-8,5	48,2	73,5	-74,4
IV	9,8	-75,5	102,1	-51,5	40,7	28,2	-24,7	4,2	-5,7	20,6	48,3	-41,7
2002 I	18,5	-60,6	46,6	-48,5	15,5	-4,6	7,8	2,5	4,8	-26,8	-44,6	27,0
II	5,9	-42,5	38,5	-39,7	38,5	86,9	-9,8	3,3	-3,1	-2,6	75,4	-77,1
III	27,9	-27,6	21,2	-7,7	-4,2	42,2	-26,9	-6,7	-9,0	25,8	35,1	-33,9
IV	25,6	-35,5	35,2	-23,8	4,1	51,5	-10,7	11,9	-2,9	22,9	78,5	-87,0
2003 I	4,4	-34,5	35,7	-11,4	6,6	45,7	-48,7	18,2	-2,5	20,7	34,3	-30,9
II	-5,2	-35,1	35,4	-72,1	34,1	110,2	-17,1	2,8	-2,8	46,5	96,8	-96,1

Fuente: BCE.

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

2) Incluidas todas las operaciones del sector no IFM, así como las operaciones del sector IFM en acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos.

3) Excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario.

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

5) Suma de las columnas 1 a 10; los errores y omisiones (columna 10) son los que figuran en el cuadro 8.1 (columna 13) del Boletín Mensual; el resto de las diferencias (en valores absolutos) con la columna 12 se explican en una nota metodológica que puede consultarse en la sección de estadísticas del sitio web del BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

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

## Cuadro 8.8

### Posición de inversión internacional<sup>1)</sup> y activos de reserva

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

#### 1. Posición de inversión internacional: Resumen

	Total		Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	En porcentaje del PIB 2					
<b>Posición de inversión internacional neta<sup>2),3)</sup></b>							
1997	16,3	0,3	181,5	-750,5	-5,9	223,8	367,3
1998	-170,1	-2,8	152,0	-748,5	2,3	86,5	337,6
1999	-297,3	-4,7	369,6	-881,2	16,0	-183,9	382,2
2000	-414,7	-6,3	428,4	-804,9	8,5	-437,2	390,4
2001	-152,2	-2,2	530,7	-682,7	-5,9	-387,0	392,7
<b>Activos</b>							
1999	5.796,7	92,5	1.174,5	2.058,1	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.740,0	102,5	1.609,7	2.344,1	117,9	2.277,9	390,4
2001	7.459,4	109,0	1.859,9	2.499,8	123,7	2.583,4	392,7
<b>Pasivos</b>							
1999	6.094,0	97,2	804,9	2.939,3	95,1	2.254,7	-
2000	7.154,7	108,8	1.181,2	3.149,1	109,3	2.715,1	-
2001	7.611,6	111,2	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 <sup>4)</sup>	No IFM	Total	IFM <sup>4)</sup>	No IFM	Total	IFM <sup>4)</sup>	No IFM	Total	IFM <sup>4)</sup>	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	938,7	85,7	853,0	235,8	1,8	234,0	606,3	24,3	582,0	198,6	1,7	196,9
2000	1.256,0	115,9	1.140,1	353,7	2,3	351,3	880,6	31,8	848,8	300,7	1,8	298,9
2001	1.478,4	132,0	1.346,4	381,5	2,6	378,9	985,6	42,4	943,2	343,6	2,6	341,0

#### 3.1. Inversiones de cartera, por instrumento

	Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Activos	Pasivos	Activos			Pasivos		
			Total	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 <sup>4)</sup>	No IFM			Eurosis-tema	IFM <sup>4)</sup>	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores	Total	AAPP	Otros sectores		
														11	12
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 Europeo<sup>1)</sup>

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

	Activos de reserva													Pro memoria: otros activos	
	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos		
					Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros			
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Eurosistema<sup>3)</sup></b>															
1998 Dic <sup>4)</sup>	329,4	99,6	404,131	5,2	23,4	201,2	12,6	19,6	169,0	0,0	116,6	52,4	0,0	0,0	7,6
1999 Dic	372,1	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 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
Sep	332,9	131,7	395,444	4,6	26,1	170,5	9,5	30,3	130,4	-	-	-	0,3	0,0	17,1
<b>Banco Central Europeo<sup>5)</sup></b>															
1999 Dic	49,3	7,0	24.030	0,0	0,0	42,3	0,3	7,8	34,3	0,0	27,8	6,5	0,0	0,0	2,6
2000 Dic	45,3	7,0	24.030	0,0	0,0	38,2	0,6	6,8	30,6	0,0	20,4	10,2	0,3	0,0	3,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 Dic	49,3	7,8	24.656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6
2002 Dic	45,5	8,1	24.656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	-	-	-	0,0	0,0	3,0
2003 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
Sep	40,7	8,2	24.656	0,2	0,0	32,3	0,9	4,5	26,9	-	-	-	0,0	0,0	2,4

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) Saldos a 1 de enero de 1999.
- 5) Parte de las reservas del Eurosistema.

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

**Cuadro 9**

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

(saldos sin desestacionalizar, salvo indicación en contrario)

	Exportaciones de bienes (f.o.b.)					Importaciones de bienes (c.i.f.)					Total (d) (2000=100)		
	Total				Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:		Exportaciones	Importaciones	
	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; 2000=100 para las columnas 12 y 13)													
1999	832,8	386,5	183,2	224,2	725,0	781,2	423,2	143,6	192,1	590,6	61,5	82,5	78,1
2000	1.013,7	482,6	221,7	265,4	883,2	1.008,4	579,8	179,4	218,1	730,2	118,9	100,0	100,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	1.060,8	491,6	235,8	287,0	930,8	1.011,1	575,1	178,2	226,1	738,1	107,5	106,2	98,9
2002	1.080,2	496,5	227,6	304,7	941,1	983,2	554,1	162,3	231,3	712,4	105,2	108,2	96,2
2002 II	273,9	128,6	57,5	75,2	238,9	251,3	143,8	40,8	57,7	182,4	26,6	108,8	97,0
III	267,4	121,9	55,5	76,6	232,8	236,8	133,0	38,5	57,6	172,1	26,8	108,6	96,1
IV	278,7	125,5	60,9	79,2	242,0	252,9	140,3	43,3	59,4	180,9	28,2	107,3	96,4
2003 I	257,7	119,7	52,0	72,8	223,5	250,5	142,8	40,2	57,6	178,6	29,5	106,4	97,8
II	258,2	120,3	53,0	69,9	224,1	242,9	134,1	39,3	58,2	176,3	24,9	103,6	95,0
2003 Mar	89,6	41,2	18,8	25,1	77,9	86,1	48,9	14,2	19,6	61,8	10,0	103,8	97,5
Abr	86,7	40,2	17,4	24,0	74,8	83,5	46,6	13,7	19,7	60,1	9,5	105,2	96,7
May	85,4	40,5	16,8	23,1	73,9	80,6	44,9	12,8	19,0	58,0	7,7	102,8	94,4
Jun	86,0	39,6	18,8	22,8	75,4	78,8	42,6	12,8	19,4	58,1	7,7	102,9	93,9
Jul	92,7	41,4	20,5	25,9	81,8	79,3	43,1	12,5	20,0	57,5	8,8	103,9	92,9
Ago	76,5	35,6	15,8	21,3	66,6	70,0	38,4	10,2	18,1	49,5	8,6	106,9	96,4
En términos reales (tasas de variación interanuales; 2000=100 para las columnas 12 y 13)													
1999	2,2	2,8	-0,8	3,3	1,4	6,1	3,5	12,9	7,7	7,1	6,0	88,2	93,8
2000	12,4	12,5	12,7	12,7	13,6	5,9	6,8	11,7	4,5	8,9	4,7	100,0	100,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	5,1	1,8	8,6	7,9	5,8	-1,2	-1,0	-3,9	-0,1	-1,7	-1,6	105,3	98,8
2002	1,8	1,0	-3,5	4,3	1,2	-1,5	-2,5	-8,2	1,6	-2,7	-1,5	107,9	98,4
2002 II	3,1	3,7	-2,4	5,5	2,6	-0,2	-0,1	-8,9	3,7	-1,9	0,6	108,1	98,6
III	5,5	5,1	0,1	7,6	4,7	2,4	1,4	1,6	4,3	2,2	0,6	109,0	99,0
IV	3,3	3,6	-2,0	6,1	2,5	1,5	-0,1	-0,7	5,1	1,0	2,1	107,8	98,7
2003 I	1,7	1,4	-0,1	1,9	1,2	3,4	1,0	8,2	5,3	4,7	-3,4	108,0	100,0
II	-2,1	-3,4	-3,1	-3,7	-2,6	1,7	-1,6	4,3	4,4	1,5	3,9	106,8	101,5
2003 Mar	-1,2	-1,9	-2,1	-0,4	-1,3	5,0	2,5	8,2	7,0	5,7	2,4	105,7	100,4
Abr	-1,5	-1,8	-5,4	-2,7	-2,4	-0,4	-2,4	-0,3	2,9	-0,2	8,1	107,7	100,9
May	-3,3	-5,0	-5,8	-3,1	-4,0	2,7	-0,2	3,4	5,1	1,1	2,8	106,1	102,3
Jun	-1,6	-3,2	1,7	-5,3	-1,4	2,9	-2,2	10,8	5,1	3,9	0,1	106,7	101,4
Jul	-0,4	-2,4	7,6	-3,4	0,7	0,8	-1,9	5,1	-0,1	0,2	4,0	107,4	100,6
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (tasas de variación interanuales; 2000=100 para las columnas 12 y 13)													
1999	2,3	1,7	2,7	1,4	2,4	3,5	3,9	3,4	1,4	2,0	39,4	92,4	82,1
2000	8,3	11,0	7,4	5,1	7,2	21,9	28,3	11,8	8,7	13,5	84,8	100,0	100,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	1,0	0,7	0,3	1,9	1,0	0,2	-1,3	1,6	2,8	1,7	-11,0	101,0	100,2
2002	-0,7	-1,4	-0,5	0,5	-0,7	-2,4	-2,8	-2,1	-1,0	-1,6	-3,8	100,3	97,8
2002 II	-0,7	-1,4	-0,3	0,4	-0,6	-3,2	-4,2	-1,8	-1,1	-1,6	-8,4	100,7	98,3
III	-1,9	-2,7	-1,8	-0,6	-1,9	-3,4	-3,6	-3,4	-2,8	-2,8	-4,6	99,6	97,6
IV	-1,1	-1,1	-1,5	-0,6	-1,2	0,6	2,5	-2,7	-1,4	-1,5	19,3	99,7	98,1
2003 I	-2,6	-2,0	-3,1	-3,1	-2,9	0,1	3,2	-6,4	-3,4	-3,7	29,2	98,4	97,3
II	-3,6	-3,2	-4,8	-3,4	-3,7	-5,0	-5,2	-7,7	-3,5	-4,8	-9,8	97,1	93,4
2003 Mar	-3,0	-2,2	-4,1	-3,6	-3,3	-1,3	1,6	-7,5	-4,1	-4,4	22,1	98,0	96,6
Abr	-3,1	-2,8	-3,5	-3,0	-3,2	-3,5	-3,2	-7,2	-2,7	-4,0	-3,2	97,7	95,1
May	-4,0	-3,0	-6,5	-3,7	-4,0	-6,1	-6,7	-8,1	-4,3	-5,3	-16,5	97,2	92,4
Jun	-3,9	-3,7	-4,5	-3,6	-4,0	-5,2	-5,7	-7,7	-3,3	-5,1	-9,5	96,5	92,8
Jul	-2,7	-2,9	-1,7	-2,6	-2,7	-4,4	-5,2	-6,1	-2,3	-4,4	-7,1	96,8	93,2
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadro 8.2).

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

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

(mm de euros; saldos sin desestacionalizar, salvo indicación en contrario)

	Total	Total (d)	Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Países adherentes	Suiza	Estados Unidos	Japón	Asia, excl Japón	África	América Latina	Otros países
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Exportaciones (f.o.b.)													
1999	832,8	-	161,4	33,1	21,1	77,3	56,1	135,1	26,8	119,2	48,4	39,1	113,6
2000	1.013,7	-	189,7	38,8	23,2	94,6	63,4	171,4	34,2	151,6	56,1	46,7	141,6
Ampliación de la zona del euro													
2001	1.060,8	-	201,9	36,9	24,3	105,9	66,3	180,0	34,5	165,3	60,3	49,8	135,6
2002	1.080,2	-	205,7	37,0	24,8	112,0	63,9	182,4	32,7	170,1	59,9	43,2	148,4
2002 II	273,9	272,4	52,0	9,3	6,3	28,7	16,2	46,0	7,8	42,7	15,7	11,3	37,7
III	267,4	271,9	50,7	8,4	6,0	27,7	15,7	44,7	8,3	42,7	14,9	10,6	37,7
IV	278,7	268,7	50,5	10,1	6,5	29,2	16,1	46,7	8,6	45,2	15,2	11,0	39,6
2003 I	257,7	266,2	49,1	9,7	6,4	27,6	16,5	42,0	7,8	40,3	13,7	9,6	35,1
II	258,2	259,4	46,2	9,5	6,0	29,3	15,5	41,0	7,2	40,7	14,9	9,5	.
2003 Mar	89,6	86,6	17,7	3,5	2,5	9,5	5,6	13,9	2,7	13,9	4,7	3,4	12,3
Abr	86,7	87,8	15,8	3,3	2,0	9,7	5,1	13,8	2,6	13,7	5,1	3,1	12,5
May	85,4	85,7	15,1	3,2	2,1	9,8	5,2	14,0	2,3	13,5	4,9	3,0	12,4
Jun	86,0	85,9	15,3	3,0	1,9	9,8	5,2	13,2	2,3	13,5	4,9	3,4	.
Jul	92,7	86,7	16,6	2,6	1,9	10,4	5,4	14,6	2,8	15,1	5,5	3,4	.
Ago	76,5	89,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
% variación sobre año anterior													
2003 Ago	-6,1	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Importaciones (c.i.f.)													
1999	781,2	-	131,0	33,2	18,6	60,3	43,2	113,2	53,9	151,8	49,0	30,4	95,4
2000	1.008,4	-	156,6	38,0	21,8	76,8	49,8	140,7	65,5	211,6	72,2	39,7	134,0
Ampliación de la zona del euro													
2001	1.011,1	-	154,0	34,3	21,3	88,8	52,9	138,1	58,6	207,9	74,0	40,9	140,3
2002	983,2	-	149,0	35,6	22,7	93,5	52,0	125,7	52,7	204,7	68,4	39,4	139,7
2002 II	251,3	248,5	39,1	9,2	5,5	23,9	13,6	33,2	13,6	49,0	17,1	10,7	36,5
III	236,8	246,0	34,9	8,3	5,5	22,7	12,3	28,8	12,6	51,7	16,3	10,0	33,8
IV	252,9	246,8	37,4	9,5	6,3	24,7	13,3	30,7	13,7	54,6	17,2	9,4	36,1
2003 I	250,5	250,3	35,3	9,1	5,9	24,6	13,4	28,6	13,5	54,3	19,0	9,1	37,9
II	242,9	243,2	33,5	9,3	5,6	25,2	12,4	28,7	13,4	51,3	16,5	10,3	.
2003 Mar	86,1	83,2	12,7	3,3	1,9	8,7	4,7	9,8	4,7	18,1	6,4	3,2	12,7
Abr	83,5	82,6	11,3	3,2	1,9	8,5	4,1	10,1	4,8	17,7	6,1	3,6	12,2
May	80,6	80,5	10,9	3,0	1,8	8,2	4,3	9,7	4,4	16,8	5,3	3,5	12,5
Jun	78,8	80,1	11,3	3,0	1,9	8,4	4,0	8,9	4,2	16,7	5,0	3,2	.
Jul	79,3	79,3	10,6	2,5	1,6	8,9	4,3	8,8	4,1	17,3	5,8	3,4	.
Ago	70,0	82,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
% variación sobre año anterior													
2003 Ago	-3,8	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Saldo													
1999	51,6	-	30,4	-0,1	2,6	17,0	12,9	21,9	-27,1	-32,6	-0,6	8,7	18,2
2000	5,3	-	33,1	0,8	1,4	17,8	13,6	30,7	-31,3	-60,0	-16,1	7,0	7,6
Ampliación de la zona del euro													
2001	49,7	-	47,8	2,7	3,0	17,1	13,4	42,0	-24,1	-42,5	-13,7	8,9	-4,7
2002	97,0	-	56,7	1,4	2,2	18,5	12,0	56,7	-20,0	-34,5	-8,5	3,8	8,7
2002 II	22,5	23,9	13,0	0,1	0,8	4,8	2,7	12,8	-5,8	-6,3	-1,5	0,6	1,2
III	30,5	25,9	15,9	0,1	0,5	5,0	3,3	15,8	-4,3	-9,0	-1,4	0,5	3,8
IV	25,9	21,9	13,1	0,5	0,3	4,5	2,8	16,0	-5,1	-9,5	-1,9	1,6	3,5
2003 I	7,2	15,9	13,8	0,6	0,5	3,0	3,1	13,4	-5,7	-14,0	-5,3	0,5	-2,8
II	15,3	16,1	12,7	0,3	0,5	4,2	3,0	12,3	-6,2	-10,5	-1,6	-0,9	.
2003 Mar	3,5	3,4	5,0	0,2	0,6	0,8	0,9	4,1	-2,0	-4,2	-1,7	0,2	-0,4
Abr	3,2	5,2	4,5	0,1	0,2	1,2	1,0	3,8	-2,2	-4,0	-1,1	-0,5	0,3
May	4,8	5,2	4,2	0,1	0,3	1,6	0,9	4,3	-2,1	-3,3	-0,4	-0,5	-0,1
Jun	7,3	5,7	4,0	0,1	0,0	1,4	1,2	4,3	-1,9	-3,2	-0,1	0,2	.
Jul	13,3	7,5	6,0	0,1	0,3	1,5	1,2	5,8	-1,3	-2,2	-0,3	0,0	.
Ago	6,5	6,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadros 8.1 y 8.2).

# 10 Tipos de cambio

**Cuadro 10**

## Tipos de cambio

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

	Tipo de cambio efectivo del euro <sup>1)</sup>								Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>2)</sup>	
	Grupo reducido						Grupo amplio		Dólar estado-unidense	Yen japónés
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	99,1	99,4	99,2	98,3	101,0	101,6	90,4	96,7	1,1340	137,09
1998	101,5	101,3	101,6	100,9	99,8	101,5	96,6	99,2	1,1211	146,41
1999	95,7	95,7	95,9	95,6	96,2	95,8	96,6	95,9	1,0658	121,32
2000	85,7	86,3	87,6	85,4	87,2	85,1	88,2	86,2	0,9236	99,47
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	87,3	88,6	89,9	88,1	88,5	86,4	91,0	87,9	0,8956	108,68
2002	90,0	92,5	93,5	92,3	90,9	90,3	95,6	91,8	0,9456	118,06
2001 I	88,6	89,5	91,2	88,9	90,2	87,3	91,4	88,4	0,9232	109,06
II	86,0	87,3	88,6	86,5	87,6	85,1	89,5	86,6	0,8725	106,93
III	87,0	88,3	89,6	87,7	87,6	85,7	91,2	87,8	0,8903	108,27
IV	87,5	89,3	90,4	89,2	88,6	87,5	92,0	88,6	0,8959	110,45
2002 I	87,1	89,4	90,4	88,8	87,8	87,5	91,3	87,8	0,8766	116,07
II	88,8	91,4	92,2	90,9	89,7	89,2	93,9	90,3	0,9188	116,46
III	91,3	93,9	95,1	93,8	92,6	91,5	97,9	93,9	0,9838	117,25
IV	92,5	95,4	96,3	95,6	93,6	92,8	99,4	95,2	0,9994	122,42
2003 I	96,9	100,1	100,8	100,2	97,7	97,7	104,1	99,3	1,0731	127,59
II	101,3	104,9	104,9	105,0	102,4	102,4	107,9	103,1	1,1372	134,74
III	100,5	104,2	104,0	-	-	-	106,9	102,0	1,1248	132,14
2001 Ene	89,2	89,9	91,6	-	-	-	91,7	88,7	0,9383	109,57
Feb	88,3	89,1	90,9	-	-	-	91,0	88,0	0,9217	107,08
Mar	88,4	89,4	91,1	-	-	-	91,4	88,5	0,9095	110,33
Abr	87,6	88,8	90,2	-	-	-	91,0	88,1	0,8920	110,36
May	85,9	87,2	88,4	-	-	-	89,3	86,4	0,8742	106,50
Jun	84,7	86,0	87,2	-	-	-	88,1	85,2	0,8532	104,30
Jul	85,4	86,8	87,9	-	-	-	89,1	86,0	0,8607	107,21
Ago	87,7	89,0	90,3	-	-	-	91,8	88,4	0,9005	109,34
Sep	88,0	89,3	90,6	-	-	-	92,6	89,1	0,9111	108,20
Oct	88,0	89,6	90,8	-	-	-	92,8	89,3	0,9059	109,86
Nov	86,8	88,4	89,7	-	-	-	91,3	87,8	0,8883	108,68
Dic	87,7	89,8	90,8	-	-	-	91,9	88,7	0,8924	113,38
2002 Ene	87,6	89,9	91,0	-	-	-	91,6	88,1	0,8833	117,12
Feb	86,8	89,0	90,1	-	-	-	91,1	87,4	0,8700	116,23
Mar	86,8	89,3	90,2	-	-	-	91,2	87,9	0,8758	114,75
Abr	87,2	89,7	90,6	-	-	-	91,7	88,2	0,8858	115,81
May	88,6	91,1	92,0	-	-	-	93,7	90,0	0,9170	115,86
Jun	90,6	93,2	94,0	-	-	-	96,4	92,6	0,9554	117,80
Jul	91,7	94,4	95,4	-	-	-	98,2	94,3	0,9922	117,11
Ago	91,1	93,6	94,9	-	-	-	97,7	93,6	0,9778	116,31
Sep	91,2	93,7	95,1	-	-	-	98,0	93,8	0,9808	118,38
Oct	91,7	94,3	95,3	-	-	-	98,5	94,4	0,9811	121,57
Nov	92,5	95,1	96,0	-	-	-	99,3	94,9	1,0014	121,65
Dic	93,6	96,7	97,5	-	-	-	100,4	96,2	1,0183	124,20
2003 Ene	95,8	98,8	99,9	-	-	-	103,0	98,1	1,0622	126,12
Feb	97,1	100,2	101,1	-	-	-	104,4	99,4	1,0773	128,60
Mar	97,9	101,2	101,4	-	-	-	105,1	100,3	1,0807	128,16
Abr	98,6	102,1	102,2	-	-	-	105,2	100,6	1,0848	130,12
May	102,5	106,1	106,2	-	-	-	109,1	104,1	1,1582	135,83
Jun	102,7	106,6	106,4	-	-	-	109,3	104,5	1,1663	138,05
Jul	101,4	105,2	105,0	-	-	-	107,8	102,9	1,1372	134,99
Ago	100,3	103,9	103,8	-	-	-	106,6	101,6	1,1139	132,38
Sep	99,9	103,6	103,2	-	-	-	106,4	101,5	1,1222	128,94
Oct	101,3	105,1	104,6	-	-	-	108,3	103,3	1,1692	128,12
% var. sobre mes anterior <sup>4)</sup>										
2003 Oct	1,4	1,5	1,4	-	-	-	1,8	1,8	4,2	-0,6
% var. sobre año anterior <sup>4)</sup>										
2003 Oct	10,5	11,4	9,8	-	-	-	9,9	9,4	19,2	5,4

Fuente: BCE.

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

2) Hasta diciembre de 1998, tipos de cambio del ECU (fuente BPI); a partir de enero de 1999, tipos de cambio del euro.

Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>3)</sup>											
Franco suizo	Libra esterlina	Corona sueca	Corona danesa	Corona noruega	Dólar canadiense	Dólar australiano	Dólar de Hong Kong <sup>3)</sup>	Won surcoreano <sup>3)</sup>	Dólar de Singapur <sup>3)</sup>		
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20		
1,6440	0,69230	8,6512	7,4836	8,0186	1,5692	1,5281	8,7498	1,069,75	1,6777	1997	
1,6220	0,67643	8,9159	7,4993	8,4659	1,6651	1,7867	8,6946	1,568,89	1,8764	1998	
1,6003	0,65874	8,8075	7,4355	8,3104	1,5840	1,6524	8,2694	1,267,26	1,8064	1999	
1,5579	0,60948	8,4452	7,4538	8,1129	1,3706	1,5889	7,1972	1,043,50	1,5923	2000	
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
1,5105	0,62187	9,2551	7,4521	8,0484	1,3864	1,7319	6,9855	1,154,83	1,6039	2001	
1,4670	0,62883	9,1611	7,4305	7,5086	1,4838	1,7376	7,3750	1,175,50	1,6912	2002	
1,5334	0,63260	9,0038	7,4639	8,2024	1,4099	1,7405	7,2007	1,174,68	1,6164	2001 I	
1,5283	0,61437	9,1261	7,4593	8,0109	1,3450	1,7013	6,8051	1,138,94	1,5829	II	
1,5070	0,61940	9,4067	7,4438	8,0094	1,3743	1,7341	6,9439	1,150,05	1,5823	III	
1,4735	0,62090	9,4810	7,4415	7,9693	1,4157	1,7508	6,9873	1,155,22	1,6344	IV	
1,4733	0,61471	9,1589	7,4318	7,8117	1,3978	1,6923	6,8368	1,155,27	1,6072	2002 I	
1,4648	0,62853	9,1584	7,4343	7,5175	1,4275	1,6662	7,1664	1,157,79	1,6567	II	
1,4636	0,63533	9,2301	7,4281	7,3991	1,5361	1,7965	7,6731	1,172,73	1,7295	III	
1,4667	0,63611	9,0946	7,4281	7,3192	1,5687	1,7913	7,7941	1,215,37	1,7671	IV	
1,4662	0,66961	9,1822	7,4305	7,5706	1,6203	1,8095	8,3695	1,288,92	1,8724	2003 I	
1,5180	0,70169	9,1425	7,4250	7,9570	1,5889	1,7742	8,8692	1,373,83	1,9872	II	
1,5451	0,69888	9,1631	7,4309	8,2472	1,5533	1,7089	8,7674	1,321,05	1,9699	III	
1,5291	0,63480	8,9055	7,4642	8,2355	1,4098	1,6891	7,3182	1,194,92	1,6302	2001 Ene	
1,5358	0,63400	8,9770	7,4630	8,2125	1,4027	1,7236	7,1889	1,153,81	1,6067	Feb	
1,5355	0,62915	9,1264	7,4643	8,1600	1,4167	1,8072	7,0939	1,173,40	1,6114	Mar	
1,5287	0,62168	9,1120	7,4633	8,1146	1,3903	1,7847	6,9568	1,183,45	1,6165	Abr	
1,5334	0,61328	9,0576	7,4612	7,9927	1,3473	1,6813	6,8182	1,133,74	1,5855	May	
1,5225	0,60890	9,2106	7,4539	7,9360	1,3016	1,6469	6,6542	1,104,12	1,5497	Jun	
1,5135	0,60857	9,2637	7,4447	7,9714	1,3153	1,6890	6,7130	1,120,28	1,5691	Jul	
1,5144	0,62672	9,3107	7,4450	8,0552	1,3857	1,7169	7,0236	1,153,99	1,5855	Ago	
1,4913	0,62291	9,6744	7,4413	7,9985	1,4260	1,8036	7,1063	1,178,27	1,5929	Sep	
1,4793	0,62393	9,5780	7,4367	7,9970	1,4224	1,7955	7,0655	1,178,62	1,6397	Oct	
1,4663	0,61838	9,4166	7,4452	7,9224	1,4153	1,7172	6,9284	1,137,48	1,6254	Nov	
1,4749	0,62012	9,4359	7,4431	7,9911	1,4075	1,7348	6,9595	1,146,99	1,6389	Dic	
1,4745	0,61659	9,2275	7,4329	7,9208	1,4135	1,7094	6,8886	1,160,78	1,6247	2002 Ene	
1,4775	0,61160	9,1828	7,4299	7,7853	1,3880	1,6963	6,7857	1,147,18	1,5935	Feb	
1,4678	0,61574	9,0594	7,4324	7,7183	1,3903	1,6695	6,8308	1,157,30	1,6016	Mar	
1,4658	0,61407	9,1358	7,4341	7,6221	1,4008	1,6537	6,9091	1,163,18	1,6191	Abr	
1,4572	0,62823	9,2208	7,4356	7,5207	1,4210	1,6662	7,1521	1,150,08	1,6506	May	
1,4721	0,64405	9,1137	7,4330	7,4043	1,4627	1,6793	7,4523	1,160,62	1,7029	Jun	
1,4624	0,63870	9,2689	7,4301	7,4050	1,5321	1,7922	7,7389	1,169,16	1,7395	Jul	
1,4636	0,63633	9,2489	7,4270	7,4284	1,5333	1,8045	7,6265	1,167,08	1,7164	Ago	
1,4649	0,63059	9,1679	7,4271	7,3619	1,5434	1,7927	7,6500	1,182,57	1,7320	Sep	
1,4650	0,62994	9,1051	7,4297	7,3405	1,5481	1,7831	7,6521	1,211,92	1,7511	Oct	
1,4673	0,63709	9,0818	7,4280	7,3190	1,5735	1,7847	7,8098	1,208,19	1,7666	Nov	
1,4679	0,64218	9,0961	7,4264	7,2948	1,5872	1,8076	7,9409	1,226,88	1,7858	Dic	
1,4621	0,65711	9,1733	7,4324	7,3328	1,6364	1,8218	8,2841	1,250,06	1,8433	2003 Ene	
1,4674	0,66977	9,1455	7,4317	7,5439	1,6299	1,8112	8,4022	1,282,82	1,8803	Feb	
1,4695	0,68255	9,2265	7,4274	7,8450	1,5943	1,7950	8,4279	1,335,44	1,8954	Mar	
1,4964	0,68902	9,1541	7,4255	7,8317	1,5851	1,7813	8,4605	1,337,38	1,9282	Abr	
1,5155	0,71322	9,1559	7,4246	7,8715	1,6016	1,7866	9,0321	1,390,03	2,0074	May	
1,5411	0,70224	9,1182	7,4250	8,1619	1,5798	1,7552	9,0955	1,392,33	2,0233	Jun	
1,5476	0,70045	9,1856	7,4332	8,2893	1,5694	1,7184	8,8689	1,342,27	1,9956	Jul	
1,5400	0,69919	9,2378	7,4322	8,2558	1,5570	1,7114	8,6873	1,312,67	1,9531	Ago	
1,5474	0,69693	9,0682	7,4273	8,1952	1,5330	1,6967	8,7377	1,306,88	1,9591	Sep	
1,5485	0,69763	9,0105	7,4301	8,2274	1,5489	1,6867	9,0530	1,364,70	2,0282	Oct	
	0,1	0,1	-0,6	0,0	0,4	1,0	-0,6	3,6	4,4	3,5	% var. sobre <sup>4)</sup> mes anterior 2003 Oct
	5,7	10,7	-1,0	0,0	12,1	0,0	-5,4	18,3	12,6	15,8	% var. sobre <sup>4)</sup> año anterior 2003 Oct

3) Hasta septiembre del 2000 se muestran tipos indicativos para estas monedas, dado que hasta entonces el BCE no ofrecía tipos de referencia oficiales para ellas.

4) Para la última observación mensual se ofrece la variación porcentual respecto al mes anterior y al mismo mes del año anterior. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Debido al cambio en el sistema de ponderaciones, los datos sobre los tipos de cambio efectivos reales a partir de enero del 2001 no son totalmente comparables con las observaciones anteriores.

# II Evolución económica y financiera de los otros Estados miembros de la UE

**Cuadro 11**  
**Evolución económica y financiera**

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	IAPC	Déficit (-) / superávit (+) de AAPP en % del PIB	Deuda bruta de AAPP en % del PIB	Rdto. de la deuda pública a largo plazo <sup>1)</sup> en %	Tipo de cambio <sup>2)</sup> en moneda nacional por euro	Cta. corriente y cta. nueva de capital en % del PIB	Costes laborales unitarios <sup>3)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial <sup>4)</sup>	Tasa de desempleo normaliza- da en % de la población activa (d)	Agregado monetario amplio <sup>5)</sup>	Tipo de interés a 3 meses <sup>1)</sup> en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Dinamarca</b>												
1999	2,1	3,3	53,0	4,91	7,44	1,8	2,4	2,6	0,1	4,8	-0,2	3,44
2000	2,7	2,6	47,3	5,64	7,45	1,5	1,4	2,9	5,7	4,4	1,1	5,00
2001	2,3	3,1	45,4	5,08	7,45	3,1	3,7	1,4	1,3	4,3	5,7	4,70
2002	2,4	2,1	45,5	5,06	7,43	2,6	1,2	2,1	1,4	4,5	3,5	3,54
2002 II	2,1	-	-	5,36	7,43	3,3	0,0	3,4	4,6	4,4	2,8	3,71
III	2,4	-	-	4,92	7,43	3,2	1,0	1,6	0,9	4,6	2,6	3,57
IV	2,7	-	-	4,74	7,43	1,6	0,4	1,5	1,0	4,7	6,1	3,27
2003 I	2,8	-	-	4,30	7,43	2,6	0,9	1,4	1,6	5,0	19,1	2,83
II	2,2	-	-	4,12	7,43	3,8	2,9	-1,0	-1,2	5,2	22,2	2,48
III	1,6	-	-	4,31	7,43	.	.	.	.	5,4	19,3	2,18
2003 May	2,1	-	-	4,09	7,42	-	-	-	-1,4	5,2	24,2	2,54
Jun	2,0	-	-	3,85	7,42	-	-	-	-1,8	5,3	21,8	2,22
Jul	1,8	-	-	4,17	7,43	-	-	-	1,6	5,3	21,6	2,18
Ago	1,5	-	-	4,35	7,43	-	-	-	0,8	5,4	20,2	2,19
Sep	1,7	-	-	4,40	7,43	-	-	-	.	5,5	16,2	2,19
Oct	.	-	-	4,44	7,43	-	-	-	.	.	.	2,20
<b>Suecia</b>												
1999	0,6	1,5	62,7	4,98	8,81	2,6	-1,2	4,6	2,2	6,7	6,8	3,32
2000	1,3	3,4	52,8	5,37	8,45	3,8	5,0	4,4	6,3	5,6	6,2	4,07
2001	2,7	4,5	54,4	5,11	9,26	3,8	5,8	1,1	-0,3	4,9	3,4	4,11
2002	2,0	1,3	52,7	5,31	9,16	4,3	2,1	1,9	-1,2	4,9	5,4	4,24
2002 II	1,9	-	-	5,64	9,16	5,3	0,8	3,1	0,1	4,9	5,3	4,43
III	1,5	-	-	5,16	9,23	4,1	1,4	2,4	-1,1	4,9	6,0	4,41
IV	1,6	-	-	5,00	9,09	2,5	1,7	1,3	-2,5	5,1	3,4	4,09
2003 I	2,9	-	-	4,59	9,18	5,4	-0,5	1,9	-2,0	5,3	5,6	3,72
II	2,1	-	-	4,43	9,14	4,1	0,5	0,7	0,4	5,4	5,5	3,28
III	2,3	-	-	4,65	9,16	.	.	.	.	5,4	5,2	2,86
2003 May	2,0	-	-	4,37	9,16	-	-	-	-2,1	5,4	7,0	3,35
Jun	2,0	-	-	4,20	9,12	-	-	-	1,6	5,4	5,0	2,93
Jul	2,4	-	-	4,51	9,19	-	-	-	1,7	5,4	5,1	2,83
Ago	2,2	-	-	4,70	9,24	-	-	-	2,0	5,4	5,5	2,87
Sep	2,3	-	-	4,73	9,07	-	-	-	.	5,5	4,9	2,88
Oct	.	-	-	4,85	9,01	-	-	-	.	.	.	2,86
<b>Reino Unido</b>												
1999	1,3	1,0	45,1	5,01	0,659	-2,2	2,6	2,8	1,2	5,9	5,5	5,54
2000	0,8	3,8	42,1	5,33	0,609	-1,9	2,5	3,8	2,0	5,4	6,6	6,19
2001	1,2	0,7	38,9	5,01	0,622	-1,7	3,9	2,1	-1,6	5,0	8,1	5,04
2002	1,3	-1,5	38,5	4,91	0,629	-1,7	2,2	1,7	-2,7	5,1	6,0	4,06
2002 II	0,9	-4,1	38,1	5,28	0,629	-3,3	2,9	1,5	-2,4	5,1	5,7	4,17
III	1,1	-0,9	37,7	4,71	0,635	-0,7	1,8	1,9	-2,7	5,2	5,7	4,01
IV	1,6	-3,3	38,2	4,52	0,636	-1,7	1,5	2,0	-1,1	5,0	6,3	3,98
2003 I	1,5	0,1	37,6	4,34	0,670	0,1	1,9	1,8	-0,4	5,0	6,8	3,80
II	1,3	-5,6	38,4	4,35	0,702	-4,0	1,2	2,0	-1,1	5,0	8,2	3,64
III	1,4	-2,5	38,9	4,63	0,699	.	.	.	.	.	7,4	3,57
2003 May	1,2	-7,6	37,9	4,31	0,713	-	-	-	-2,6	4,9	8,3	3,63
Jun	1,1	-6,7	38,4	4,19	0,702	-	-	-	2,3	5,0	8,2	3,64
Jul	1,3	0,5	38,5	4,47	0,700	-	-	-	0,4	5,0	7,9	3,49
Ago	1,4	-5,5	38,4	4,65	0,699	-	-	-	-1,7	.	7,0	3,52
Sep	1,4	-2,4	38,9	4,76	0,697	-	-	-	.	.	7,3	3,70
Oct	.	.	.	4,96	0,698	-	-	-	.	.	.	3,80

Fuentes: Eurostat (columnas 1, 8, 9 y 10); Comisión Europea (DG de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat) [columnas 2 (anual) y 3 (anual)]; Reuters (columna 12); datos nacionales [columnas 2 (trimestral y mensual), 3 (trimestral y mensual), 4, 5, 7 (excepto Suecia), y 11]; cálculos del BCE [columnas 6 y 7 (Suecia)].

1) Medias de los periodos.

2) Para más información, véase cuadro 10.

3) Total de la economía; los datos del Reino Unido excluyen las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores.

4) Total, excluida construcción; ajustado por días laborales.

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

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

**Cuadro 12.1**

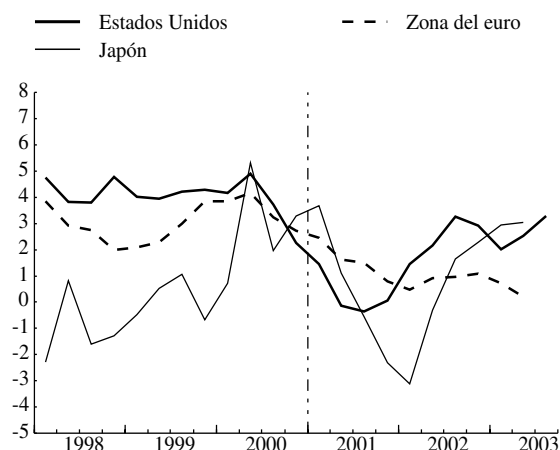
## Evolución económica y financiera

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial <sup>1)</sup>	Tasa de desempleo en % la población activa (d)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en %	Tipo de cambio <sup>4)</sup> en moneda nacional por euro	Déficit (-) / superávit (+) presupuestario <sup>5)</sup> en % del PIB	Deuda pública bruta <sup>6)</sup> en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Estados Unidos</b>											
1999	2,2	-1,1	4,1	5,0	4,2	8,7	5,42	5,64	1,066	0,7	49,6
2000	3,4	3,2	3,8	5,2	4,0	9,4	6,53	6,03	0,924	1,4	44,2
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	2,2	.	3,3	-1,2	6,1	7,6	1,13	4,22	1,125	.	.
2003 May	2,1	-	-	-1,3	6,1	6,8	1,28	3,56	1,158	-	-
Jun	2,1	-	-	-1,6	6,4	7,3	1,12	3,32	1,166	-	-
Jul	2,1	-	-	-1,3	6,2	8,3	1,11	3,93	1,137	-	-
Ago	2,2	-	-	-1,7	6,1	7,7	1,14	4,44	1,114	-	-
Sep	2,3	-	-	-0,5	6,1	6,9	1,14	4,29	1,122	-	-
Oct	.	-	-	.	.	.	1,16	4,27	1,169	-	-
<b>Japón</b>											
1999	-0,3	-1,8	0,1	0,2	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-7,2	118,2
2000	-0,7	-6,0	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,5	-7,4	126,1
2001	-0,7	5,1	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,7	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,0	0,1	-1,2	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	-0,2	.	.	0,7	.	1,8	0,05	1,20	132,1	.	.
2003 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	.	-	-1,3	.	2,0	0,05	1,15	132,4	-	-
Sep	-0,2	.	-	3,4	.	1,8	0,05	1,45	128,9	-	-
Oct	.	.	-	.	.	.	0,06	1,40	128,1	-	-

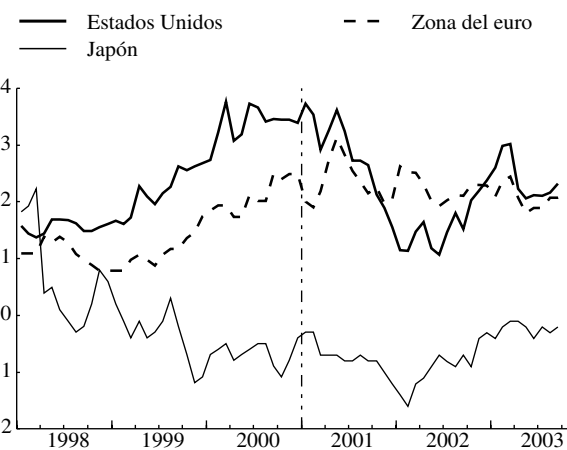
### Producto interior bruto a precios constantes

(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

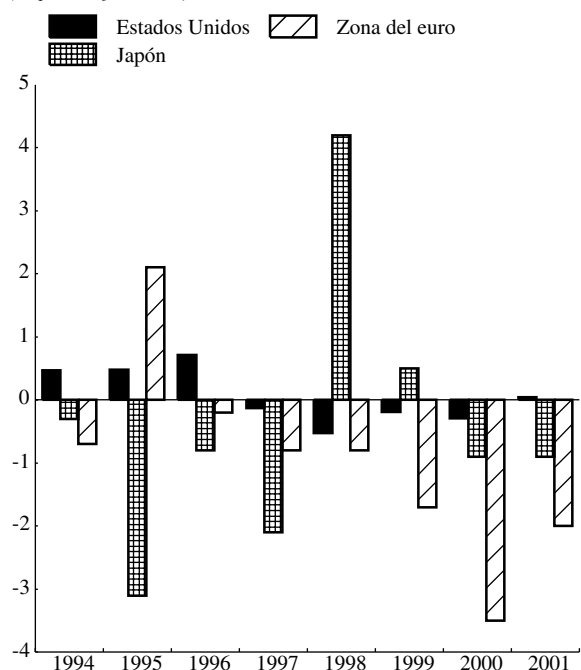
### Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>			
	Ahorro bruto	Forma- ción bruta de capital	Capaci- dad de financia- ción	Forma- ción bruta de capital	Forma- ción bruta de capital fijo	Adquisi- ones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Gasto de capital	Adquisi- ones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
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

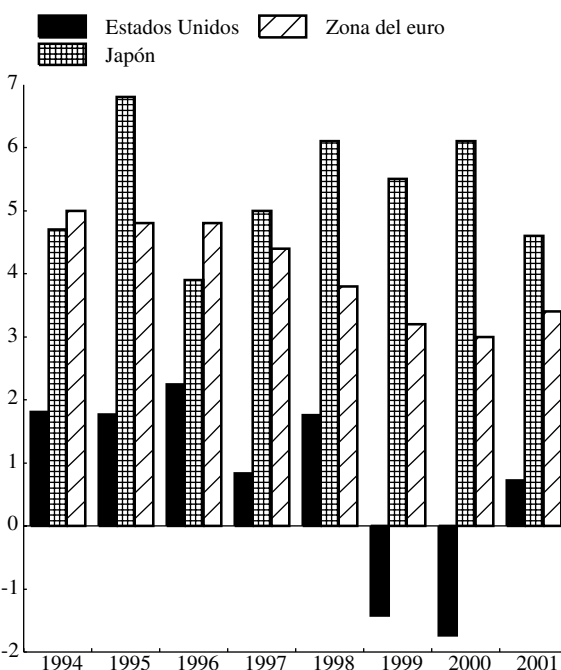
### Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



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

(en porcentaje del PIB)



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

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



# Notas técnicas

## Relativas 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](http://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 euro<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, 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 ajustados<sup>3</sup>. 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:

<sup>1</sup> 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](http://www.ecb.int)), sección «Statistics», apartado «Monetary statistics».

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

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

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

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

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 IAPC<sup>4</sup>

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 los datos originales de las balanzas de bienes y servicios se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de «días laborables» y «Semana Santa». Los datos sobre los ingresos de la balanza de rentas están sujetos a ajustes previos por «días laborables». La desestacionalización de estas rúbricas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. Los pagos de la balanza de rentas y las transferencias corrientes no están ajustados previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

<sup>4</sup> 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 2000<sup>1</sup>.

Estas estadísticas comprenden la zona del euro en su conjunto. Los nuevos datos aparecerán en el *Boletín Mensual del BCE* a medida que estén disponibles. En la sección «Statistics» que figura en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) pueden consultarse series de datos más largas, 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 5 de noviembre 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 periodo 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](http://www.ecb.int)).

El grupo de «Estados adherentes» está compuesto por la República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

### Panorámica general

La evolución de las variables más relevantes de la zona del euro se resume en un cuadro general.

<sup>1</sup> Las estadísticas monetarias, bancarias y de los mercados financieros son responsabilidad del BCE en lo que se refiere a Europa; la responsabilidad de las estadísticas de balanza de pagos, de la posición de inversión internacional y de las cuentas financieras es compartida por el BCE y la Comisión Europea (Eurostat); las estadísticas de precios y costes y otras estadísticas económicas son responsabilidad de la Comisión Europea (Eurostat).

## Estadísticas de política monetaria

En los cuadros 1.1 a 1.5 se recogen el estado financiero consolidado del Eurosistema, los datos de las operaciones del Eurosistema, las estadísticas relativas a las reservas mínimas y la posición de liquidez del sistema bancario. Los cuadros 1.2 y 1.3 reflejan el cambio a subastas a tipo variable ocurrido en junio del 2000.

## Evolución monetaria y fondos de inversión 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)<sup>2</sup>. En el caso de los no residentes, el término «bancos (incluidos los bancos centrales)» se emplea para designar a las entidades similares a las IFM (incluido el Eurosistema) residentes fuera de la zona del euro. El término «organismos internacionales» incluye 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

<sup>2</sup> 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. En este *Boletín* se recogen las revisiones de las estadísticas de balanza de pagos desde el año 2002 hasta julio del 2003, que incluyen una estimación del aumento de los billetes en euros en poder de no residentes en la zona del euro, con respecto a las anteriores tenencias de billetes en las denominaciones nacionales del euro. Esta estimación se ha registrado en la rúbrica otras inversiones/pasivos del Eurosistema.

Algunos de los datos anteriores se han estimado en parte y pueden no ser totalmente comparables con las observaciones más recientes. El cuadro 8.5.2 ofrece un desglose por sectores de los compradores pertenecientes a la zona del euro de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un desglose por sectores de los emisores pertenecientes a la zona del euro de los valores adquiridos por no residentes.

En la sección estadística de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) puede consultarse una nota metodológica específica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 que figura en la página 14 del *Boletín Mensual* de junio del 2003.

La 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, Taiwan, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo (IPC), el índice de precios industriales (IPRI), el producto interior bruto (defactor 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 defactor 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 Eurosistema<sup>1</sup>

## 2 de enero de 2001

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

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

## 4 de enero de 2001

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

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

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 y 2000 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE 1999 y en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE 2000, respectivamente.

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 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, 2 de octubre y 6 de noviembre 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.

«Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro», noviembre 2003.

«Resolución de crisis en economías emergentes: retos para la comunidad internacional», noviembre 2003.

«El papel internacional del euro: principales novedades desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria», noviembre 2003.

### **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. Klaeßling 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. Klaeßling 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.
- 279 «Designing targeting rules for international monetary policy cooperation», por G. Benigno y P. Benigno, octubre 2003.
- 280 «Inflation, factor substitution and growth», por R. Klump, octubre 2003.
- 281 «Identifying fiscal shocks and policy regimes in OECD countries», por G. de Arcangelis y S. Lamartina, octubre 2003.

- 282 «Optimal dynamic risk sharing when enforcement is a decision variable», por T. V. Koepl, octubre 2003.
- 283 «The United States, Japan and the euro area: comparing businesscycle features», por P. McAdam, noviembre 2003.
- 284 «The credibility of the monetary policy 'free lunch'», por J. Yetman, noviembre 2003.
- 285 «Government deficits, wealth effects and the price level in a optimising model», por B. Annicchiarico, noviembre 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.

«List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2003.

«Review of the foreign exchange market structure», marzo 2003.

«Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.

«List of monetary financial institutions in the accession countries», marzo 2003.

«Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions», marzo 2003.

«Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).

Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics», marzo 2003.

«TARGET Annual Report 2002», abril 2003.

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

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

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

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

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

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

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

«Developments in national supervisory structures», junio 2003.

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

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

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

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

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

«The new basel Capital Accord», agosto 2003.

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

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

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

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

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

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 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.



