



BANCO CENTRAL EUROPEO

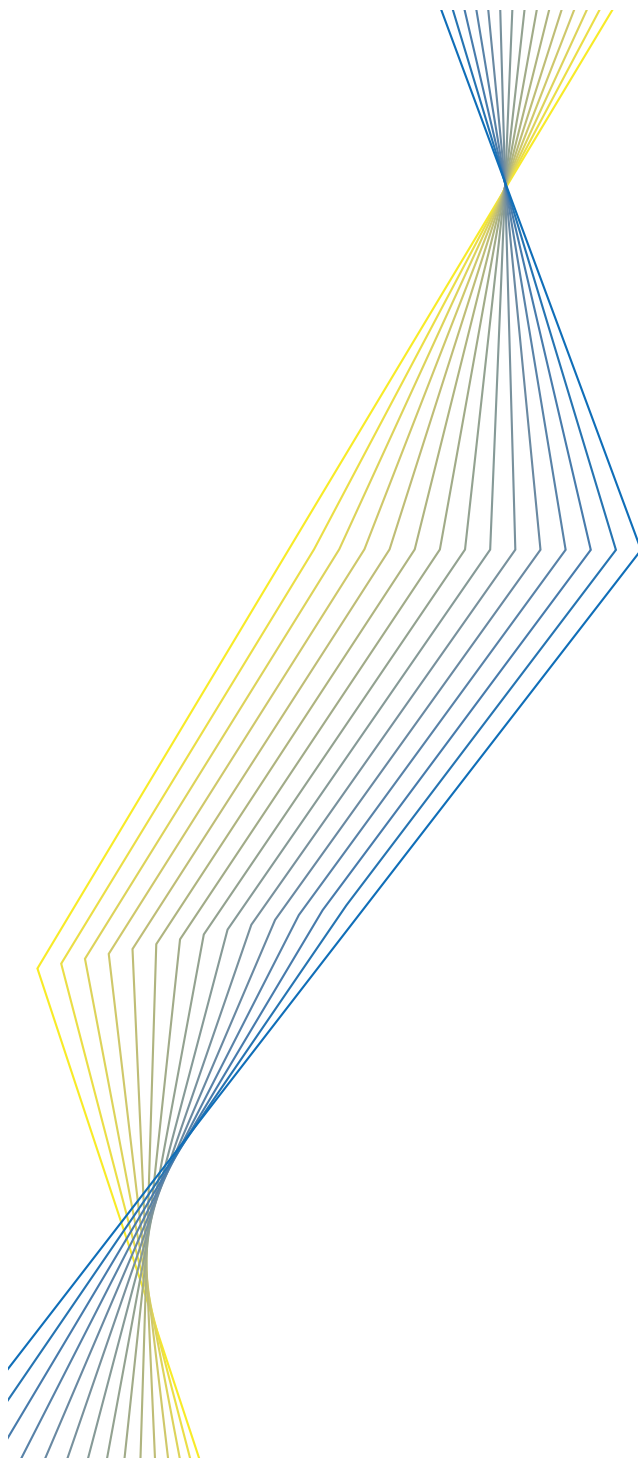
ECB EZB EKT BCE EKP

B O L E T Í N
M E N S U A L

Mayo 2003



BANCO CENTRAL EUROPEO



**B O L E T Í N
M E N S U A L**

Mayo 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 2002

Dirección	Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Alemania
Apartado de correos	Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main Alemania
Teléfono	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
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 7 de mayo de 2003.

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Índice

Editorial	5
Evolución económica de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	9
Evolución de los precios	28
Producto, demanda y mercado de trabajo	35
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	40
Recuadros:	
1 Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero	11
2 Primeros resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro	16
3 Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que finalizó el 23 de abril de 2003	22
4 Factores explicativos del bajo nivel del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro	26
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 segundo trimestre del 2003 y otros indicadores disponibles	31
6 La utilización de indicadores basados en opciones sobre divisas para evaluar las expectativas en los mercados de cambios	42
Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro	51
Electronificación de los pagos en Europa	63
La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno	75
Estadísticas de la zona del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	95*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	99*

Abreviaturas

Países

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

Otras

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CD	Certificados de Depósito
c.i.f.	Coste, seguro y fletes (<i>Cost, insurance and freight</i>)
CLUM	Costes Laborales Unitarios en el Sector Manufacturero
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
ECU	Unidad de Cuenta Europea
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo (<i>Free on board</i>)
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	miles de millones
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

Editorial

Transcurridos cuatro años y medio desde que se hiciera pública la estrategia de política monetaria del BCE, el Consejo de Gobierno ha llevado a cabo una evaluación exhaustiva de la misma. En su reunión celebrada el 8 de mayo de 2003, el Consejo de Gobierno concluyó sus deliberaciones sobre la estrategia de la política monetaria del BCE y adoptó las siguientes decisiones (que se explican con más detalle en la nota de prensa que se reproduce al final del texto):

- En primer lugar, por lo que se refiere al objetivo primordial de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno confirmó la definición de estabilidad de precios que hizo pública en 1998, a saber, un incremento interanual del IAPC inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; asimismo especificó que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirige sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación en niveles cercanos al 2% a medio plazo. Esta aclaración destaca el compromiso del BCE de contar con un margen de seguridad suficiente que sirva de protección contra los riesgos de deflación, al tiempo que contempla la posible existencia de un sesgo de medición en el IAPC y las implicaciones de los diferenciales de inflación entre los distintos países de la zona del euro.
- En segundo lugar, a fin de poner de relieve la naturaleza a plazo más largo del valor de referencia del agregado monetario amplio, el Consejo de Gobierno decidió que la revisión del valor de referencia de M3 dejará de realizarse con periodicidad anual.
- En tercer lugar, respecto a la comunicación de sus decisiones de política monetaria, el Consejo de Gobierno describirá la forma en la que contrasta la información y el análisis de los dos pilares de su estrategia a la hora de realizar una valoración conjunta de los riesgos para la estabilidad de precios. En consecuencia, se ha modificado la estructura del Editorial que, a partir de ahora, comienza presentando el análisis económico, que identifica los riesgos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios; a continuación, el análisis monetario, que señala la tendencia de la inflación de medio a más largo plazo y concluye con el contraste de la información procedente del análisis realizado en el contexto de los dos pilares.

Por lo que respecta a la deliberación sobre la orientación de la política monetaria, en su reunión del 8 mayo, 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 2,50%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3,50% y el 1,50%, respectivamente.

Tomando en consideración la reciente información económica y monetaria, así como los últimos acontecimientos de carácter geopolítico, el Consejo de Gobierno concluyó que la orientación de la política monetaria sigue siendo coherente con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, al tiempo que contribuye a crear unas condiciones monetarias favorables para el crecimiento económico. A raíz del final de las operaciones militares en Iraq, se ha observado una disminución de importantes riesgos a la baja con que se enfrentaba la recuperación de la economía. El Consejo de Gobierno puso de manifiesto que realizará un atento seguimiento de la evolución futura y valorará si las condiciones para la estabilidad de precios continúan siendo favorables.

Por lo que se refiere a una valoración más precisa de los argumentos en que se ha basado la decisión concerniente a los tipos de interés oficiales del BCE, en el contexto del análisis económico, los resultados de las encuestas publicados recientemente y la última información procedente de los indicadores conjunturales sugieren que, en lo que va de año, la actividad económica de la zona del euro se ha mantenido en niveles moderados. De cara al futuro, se espera que se produzca una recuperación gradual del crecimiento del PIB real durante los meses restantes del 2003 y que adquiera mayor dinamismo en el curso del año próximo. Los factores en los que se fundamenta esta perspectiva son la recuperación esperada de la demanda mundial, la expectativa de que el descenso de la inflación de los precios de consumo influya favorablemente sobre el crecimiento de la renta real disponible y el reducido nivel de los tipos de interés. Por otra parte, la disminución de la incertidumbre relacionada con las tensiones de carácter geopolítico observada recientemente debería contribuir a la recuperación de la economía. Esta valoración parece, asimismo, verse reflejada

en la reacción de las últimas semanas de los mercados financieros. Tras la finalización de la guerra de Iraq, la volatilidad de estos mercados se ha reducido de forma significativa, y los precios bursátiles han registrado un incremento notable.

Pese a ello, siguen existiendo riesgos a la baja. En primer lugar, los originados por la anterior acumulación de desequilibrios macroeconómicos fuera de la zona del euro, además de la preocupación surgida recientemente en relación con el virus del síndrome respiratorio agudo severo. Por otra parte, existe cierta incertidumbre respecto al alcance del ajuste que el sector empresarial de la zona del euro necesita aún para aumentar la productividad y la rentabilidad, lo que podría incidir en el crecimiento del empleo y, por tanto, del consumo privado.

En lo concerniente a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IACP ha fluctuado, por lo general, entre el 2,3 y el 2,4% entre el otoño pasado y marzo de este año. En términos generales, la tendencia descendente de las tasas de inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos se ha visto compensada por el ascenso de los precios de la energía y de los alimentos elaborados. Por el contrario, se espera que en abril los precios energéticos reflejen la bajada de los precios del petróleo registrada tras la evolución de la situación en Iraq. Esta expectativa resulta coherente con la estimación preliminar de Eurostat para la tasa de inflación de abril, que fue del 2,1%, es decir, 0,3 puntos porcentuales inferior a la de marzo.

De cara al futuro, los indicios de que se dispone actualmente no apuntan a un descenso acusado adicional de la tasa de inflación en el futuro inmediato, aunque la bajada de los precios del petróleo, un entorno de crecimiento económico moderado y los efectos del significativo aumento del tipo de cambio del euro deberían contribuir a reducir las presiones inflacionistas más allá del corto plazo. Desde la conclusión del conflicto militar de Iraq, el tipo de cambio del euro ha retomado la tendencia al alza que comenzó en los primeros meses del 2002. Como consecuencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro está actualmente próximo al nivel medio de los primeros meses de 1999.

La evolución de la inflación dependerá asimismo en gran medida del comportamiento de los salarios. La información disponible sugiere que el crecimiento de los costes laborales ha mostrado signos de estabilización durante el 2002. La tendencia de moderación de los salarios resulta, sin duda, de crucial importancia para el mantenimiento de la estabilidad de precios y para el fomento del crecimiento del empleo.

En el contexto del análisis monetario, el agregado monetario amplio M3 ha registrado un fuerte crecimiento durante un período prolongado. Por otra parte, los datos de los últimos meses no indican que esta tendencia haya comenzado a corregirse. Por tanto, la economía de la zona del euro ha continuado acumulando un grado de liquidez significativamente superior al necesario para mantener un crecimiento no inflacionista. La acusada expansión monetaria contrasta con el crecimiento más moderado de los préstamos concedidos al sector privado. Esto resulta coherente con la valoración de que la expansión monetaria sigue estimulada por los desplazamientos de cartera, por cuanto que los inversores continúan mostrando una preferencia por activos líquidos y valores seguros, en un entorno de elevada incertidumbre. Por otra parte, el reducido nivel de los tipos de interés ha contribuido también a la intensidad del crecimiento monetario.

A la hora de interpretar las tendencias monetarias, ha de considerarse con especial atención los desplazamientos de cartera derivados de una mayor demanda de activos monetarios por razones de precaución. La relajación de las tensiones geopolíticas debería contribuir a la corrección gradual de estos desplazamientos de cartera. En cualquier caso, la reversión de las tendencias monetarias reduciría la preocupación sobre las consecuencias de medio a largo plazo de la reciente evolución monetaria. En consecuencia, esta evolución seguirá examinándose atentamente.

En conjunto, en el presente contexto y, en particular, considerando las perspectivas para la actividad económica y la significativa apreciación del euro, parece que la tasa de inflación debería descender hasta situarse por debajo del 2% a medio plazo. Igualmente, parece que la fuerte expansión de M3 y la acumulación de liquidez no deberían

traducirse en presiones inflacionistas, al menos en la medida en que el crecimiento económico permanezca en niveles moderados. Por tanto, el análisis conjunto de la información procedente de los dos pilares indica que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen siendo limitados.

Por lo que se refiere a la política fiscal, su evolución durante el 2002 no ha sido satisfactoria en términos generales. En particular, los países que no han alcanzado posiciones presupuestarias saneadas en años anteriores, en los que las condiciones económicas eran más favorables, están esforzándose ahora para controlar sus presupuestos. De cara al futuro, resulta esencial la adopción de medidas enérgicas en el marco de la política fiscal, el ejercicio de presión por parte de los demás países de la zona del euro, y la aplicación consistente de las normas establecidas en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Todos los países deberían mantener posiciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit a lo largo del ciclo y, aquéllos que no las hayan alcanzado deben adoptar las medidas estructurales de saneamiento que resulten necesarias. Con ello se crea asimismo el margen necesario para el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Asimismo, se recomienda a los gobiernos que presten especial atención a las políticas de saneamiento orientadas al crecimiento que consoliden las fuerzas productivas de la economía. Una estrate-

gia de consolidación presupuestaria a medio plazo creíble reforzará la confianza y, con ello, el crecimiento económico a corto plazo.

Las reformas estructurales son imprescindibles para incrementar el potencial de crecimiento de la zona del euro y para aumentar su capacidad de absorción de las perturbaciones económicas. Estas reformas, que deberían estar encaminadas a reducir las rigideces de los mercados de trabajo y de bienes, podrían de hecho fortalecer notablemente el grado de resistencia de la actividad económica a tales perturbaciones, tanto en la zona del euro en su conjunto como en sus distintas regiones. Renovar el impulso del proceso de reformas estructurales resultará de gran importancia para fomentar la confianza de consumidores e inversores respecto al crecimiento a medio y largo plazo y a las oportunidades de empleo en la zona del euro, lo que, a su vez, debería de tener un efecto positivo a corto plazo en las decisiones de gasto y de inversión en la zona del euro.

La presente edición del *Boletín Mensual* contiene tres artículos. El primero analiza las tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro, el segundo examina la electrificación de los pagos en Europa. El tercero describe la modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno, aprobado por el Consejo de la Unión Europea, relacionada con futuras ampliaciones de la zona del euro.

Nota de prensa del 8 de mayo de 2003, sobre la estrategia de la política monetaria del BCE

Tras haber dirigido durante más de cuatro años la política monetaria de la zona del euro, el Consejo de Gobierno del BCE ha llevado a cabo un detenido análisis de la estrategia de la política monetaria del BCE.

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.

Aunque, durante más de cuatro años, esta estrategia ha resultado satisfactoria, el Consejo de Gobierno ha juzgado útil realizar una valoración de la misma, a la luz de la experiencia adquirida, tomando en consideración el debate público y una serie de estudios realizados por los expertos del Eurosistema.

«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». El Consejo de Gobierno ha confirmado hoy esta definición, que fue hecha pública en 1998; simultáneamente ha acordado que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirigirá sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación cercana al 2% a medio plazo. Esta aclaración destaca el compromiso del BCE de contar con un margen de seguridad suficiente que sirva de protección contra los riesgos de deflación, al tiempo que contempla la posible existencia de un sesgo de medición en el IAPC y las implicaciones de los diferenciales de inflación entre los distintos países de la zona del euro.

El Consejo de Gobierno ha confirmado que sus decisiones de política monetaria seguirán fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios. Con el paso del tiempo, el análisis realizado en el contexto de los dos pilares de la estrategia de política monetaria se ha ampliado y perfeccionado, y seguirá haciéndose en el futuro. No obstante, el Consejo de Gobierno desea clarificar la comunicación externa relativa al contraste de la información en la que se basa la adopción de una posición global unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

A tal fin, el comunicado preliminar del presidente tendrá a partir de hoy una nueva estructura. Comenzará con el análisis económico dirigido a identificar los riesgos para la estabilidad de precios de corto a medio plazo que, al igual que anteriormente, incluirá un análisis de las perturbaciones que afecten a la economía de la zona del euro y proyecciones referidas a las principales variables macroeconómicas.

A continuación, se presentará el análisis monetario para valorar la tendencia a medio y a largo plazo de la inflación en razón de la estrecha relación existente entre el dinero y los precios en horizontes temporales amplios. Como ha venido haciéndose hasta ahora, el análisis monetario tomará en consideración la evolución de una amplia gama de indicadores monetarios, incluido M3, sus componentes y contrapartidas, en particular el crédito, así como diversas medidas del exceso de liquidez.

Esta nueva estructura del comunicado preliminar ilustrará de forma más clara que estas dos perspectivas constituyen marcos analíticos complementarios para fundamentar la valoración general del Consejo de Gobierno de los riesgos para la estabilidad de precios. A este respecto, el análisis monetario consiste principalmente en un instrumento para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, los indicios de corto a medio plazo procedentes del análisis económico.

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.

El BCE publicará hoy en su sitio web, una serie de estudios elaborados por sus expertos, que conjuntamente con otros documentos publicados con anterioridad, han servido de base para las deliberaciones del Consejo de Gobierno relativas a la estrategia de política monetaria del BCE.

Evolución económica de la zona del euro

I Evolución monetaria y financiera

Decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE

En la reunión celebrada el 8 de mayo de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación, en el 2,5%, 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 3,5% y el 1,5%, respectivamente (véase gráfico 1).

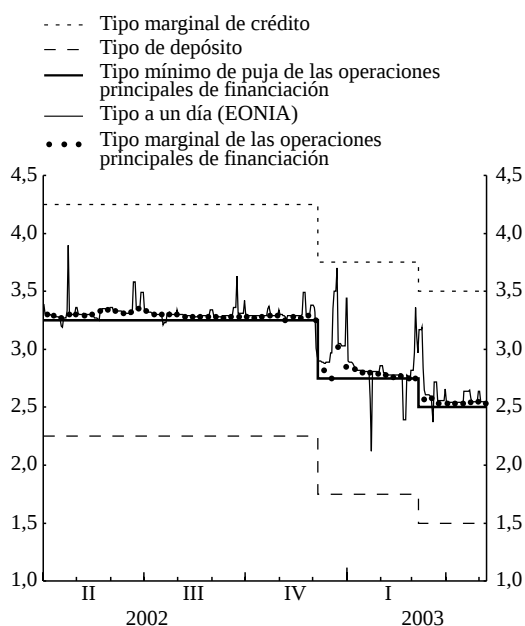
El crecimiento de M3 se mantuvo vigoroso en marzo

En marzo del 2003, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se situó en el 7,9%, sin cambios con respecto al mes precedente (véase gráfico 2). La media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales de M3 aumentó hasta el 7,7% en el período comprendido entre enero y marzo del 2003, desde el

Gráfico 1

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

(en porcentaje; datos diarios)

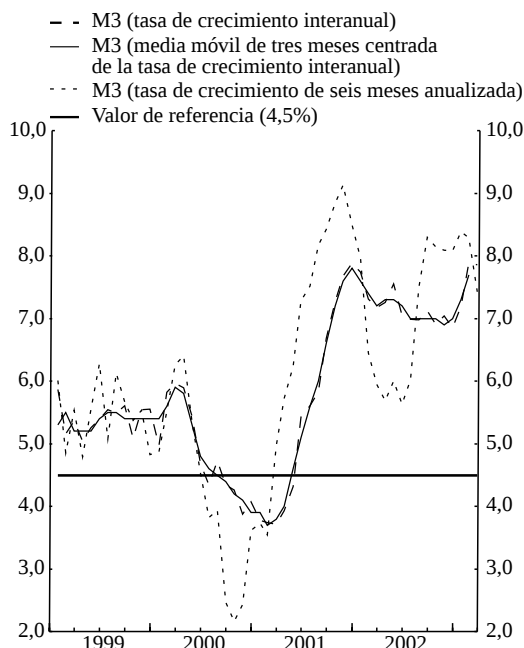


Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 2

Crecimiento de M3 y valor de referencia

(ajustado de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

7,3% registrado en el período de diciembre del 2002 a febrero del 2003.

El fuerte crecimiento de M3 ha seguido vinculado a la elevada incertidumbre económica, financiera y geopolítica, que fue especialmente acusada en marzo por las actividades militares desarrolladas en Iraq en ese mes. Además, es probable que el bajo coste de oportunidad de mantener activos incluidos en M3 haya contribuido al vigoroso crecimiento de este agregado. Como consecuencia del prolongado período de intenso crecimiento de M3, en la zona del euro se ha acumulado más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento sostenible y no inflacionista. Si no se corrigen, estos altos niveles de liquidez podrían convertirse en motivo de preocupación en lo que se refiere a la estabilidad de precios a medio plazo, por lo que exigen un seguimiento más atento. No obstante, parte de este exceso de liquidez podría reflejar una mayor demanda de dinero por motivos de precaución, que se espera que se reduzca una vez disminuya la incertidumbre, y, por lo tanto, que no sea preocupante.

En cuanto a los principales componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 aumentó hasta el 11,6% en marzo, desde el 10,3% registrado en febrero (véase cuadro 1). De los componentes de M1, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se elevó hasta el 7,9%, desde el 6,4% observado en febrero. En marzo, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación fue del 39,9%, frente al 41,4% en el mes anterior. La dinámica a corto plazo del efectivo en circulación mantuvo su intensidad en marzo, con un incremento mensual desestacionalizado de 9 mm de euros, en consonancia con el crecimiento intermensual medio observado desde marzo del 2002. Esta tendencia al alza del efectivo en circulación refleja la reposición gradual a niveles previos de las tenencias de efectivo por parte de residentes y no residentes en la zona del euro, tras el acusado descenso experimentado en el período previo a la introducción del euro. Si se consideran conjuntamente el efectivo en circulación y los depósitos a la vista, la continuada y vigorosa demanda de activos incluidos en M3 de los últimos meses puede explicarse tanto por el bajo coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, dado el bajo nivel de los tipos de interés a todos los plazos, como por las reestructuraciones de cartera atribuibles a la elevada incertidumbre de los mercados financieros de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista

descendió hasta el 4,5% en marzo, desde el 4,7% observado en el mes anterior. De estos depósitos, la tasa de variación interanual de los depósitos a plazo hasta dos años se tornó negativa (-0,5% en marzo, frente al 1,2% registrado en el mes precedente), al tiempo que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses aumentó hasta el 8,3% en marzo, desde el 7,7% en el mes de febrero. Probablemente, esta evolución divergente ha seguido reflejando la reducción del diferencial entre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a este tipo de depósitos en los últimos meses, lo que ha dado lugar a que el mantenimiento de depósitos de ahorro a corto plazo (esto es, depósitos con preaviso hasta tres meses) sea relativamente más atractivo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables descendió hasta el 7,9% en marzo, desde el 11,3% observado en el mes precedente. Esta caída tuvo su origen en un acusado descenso de la tasa de variación interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años (hasta el -10,3%, desde el -3,2% registrado en febrero) y de las cesiones temporales (hasta el 1,4%, desde el 10,2% observado en el mes anterior). Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario mantuvo su fortaleza (permaneció en el 16,4%), y, dado que estos instrumentos son especialmente idóneos para inversores que buscan ac-

Cuadro I

Cuadro resumen de variables monetarias de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; medias trimestrales)

	2002 III	2002 IV	2003 I	2002 Dic	2003 Ene	2003 Feb	2003 Mar
<i>Ajustados de efectos calendario y estacionales</i>							
M1	7,6	8,8	10,2	9,9	9,5	10,3	11,6
Del cual: Efectivo en circulación	-7,6	12,9	39,1	42,7	34,8	41,4	39,9
Del cual: Depósitos a la vista	10,3	8,1	6,5	5,9	6,1	6,4	7,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	5,5	4,9	4,2	3,7	4,0	4,7	4,5
M2	6,5	6,7	7,0	6,6	6,5	7,3	7,9
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	10,2	8,5	10,2	8,6	11,1	11,3	7,9
M3	7,0	7,0	7,5	6,9	7,2	7,9	7,9
<i>Sin ajustar de efectos calendario y estacionales</i>							
Pasivos finan. a más largo plazo (excl. capital y reservas)	5,1	5,2	4,7	4,9	4,6	4,9	4,6
Crédito a residentes en la zona del euro	4,2	4,1	4,2	4,1	4,1	4,3	4,0
Crédito a las Administraciones Públicas	1,1	1,9	2,0	1,7	1,8	2,4	1,9
Del cual: Préstamos a las Administraciones Públicas	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-0,8	-1,3	-1,7
Crédito a otros residentes en la zona del euro	5,0	4,8	4,8	4,7	4,8	4,9	4,6
Del cual: Préstamos al sector privado	5,3	4,8	4,9	4,7	4,9	5,0	4,5

Fuente: BCE.

tivos remunerados y seguros en épocas de incertidumbre en los mercados financieros, este vigoroso crecimiento confirma la hipótesis de que se ha producido un aumento de la demanda de activos monetarios por motivos de precaución (véase el recuadro 1 titulado «Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero»).

Por lo que se refiere a las contrapartidas de M3 en el balance de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) descendió hasta el 4,6% en marzo, desde el 4,9% registrado en febrero. Esta evolución puede estar relacionada con el bajo nivel de los tipos de interés

a largo plazo y, probablemente, también con la volatilidad, relativamente elevada, observada en los mercados de renta fija durante el mes de marzo.

Reducción del crecimiento de los préstamos al sector privado en marzo

Por lo que respecta al activo del balance consolidado del sector de las IFM, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido a los residentes en la zona del euro descendió hasta el 4% en marzo, desde el 4,3% observado en febrero, debido a la reducción de las tasas de crecimiento interanuales del crédito concedido a las Administraciones Públicas (hasta el 1,9% desde el 2,4%

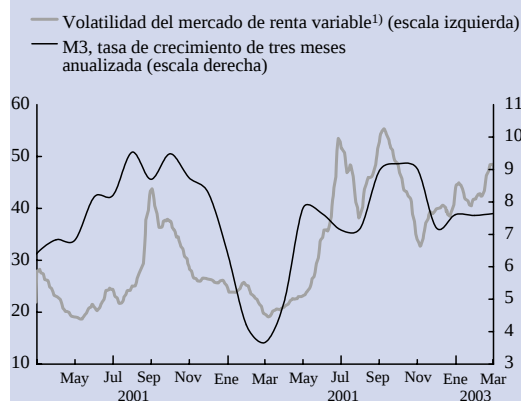
Recuadro 1

Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero

Desde la segunda mitad del 2001, M3 ha crecido de forma intensa, debido principalmente, por lo que parece, a los considerables trasvases de cartera desde la renta variable al dinero. Como reacción al alto grado de incertidumbre existente en los mercados financieros durante este período, los agentes económicos privados han reestructurado sus carteras con el fin de aumentar la proporción de activos seguros y líquidos (véase gráfico A).

Gráfico A: Volatilidad implícita del mercado de renta variable y dinámica a corto plazo de M3²⁾

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

1) La serie de volatilidad implícita refleja la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles durante un período de tres meses, implícita en el precio de las opciones sobre índices bursátiles. El índice bursátil al que se refiere la volatilidad implícita es el Dow Jones EURO STOXX 50.

La identificación, y en particular, la cuantificación, de las reestructuraciones de cartera se complica por el hecho de que no se dispone de evidencia directa. Los agregados financieros abarcan una variedad de operaciones individuales, que reflejan las distintas estrategias de asignación de carteras; por lo tanto, no es fácil señalar una relación exclusiva entre dos macroagregados. Además, en una economía dinámica en la que los flujos de financiación y de inversión financiera están en constante crecimiento, no resulta sencillo distinguir entre cambios en las tenencias de instrumentos financieros que se deben a reajustes de cartera y el aumento tendencial de la inversión financiera en la economía. Por último, las variaciones de cartera causadas por un comportamiento especulativo o de precaución no pueden separarse fácilmente de los cambios derivados de mantener dinero por motivos de transacción.

Con todo, en este recuadro se pretende efectuar un cálculo aproximado de la magnitud de las reestructuraciones de cartera, agrupando información procedente de

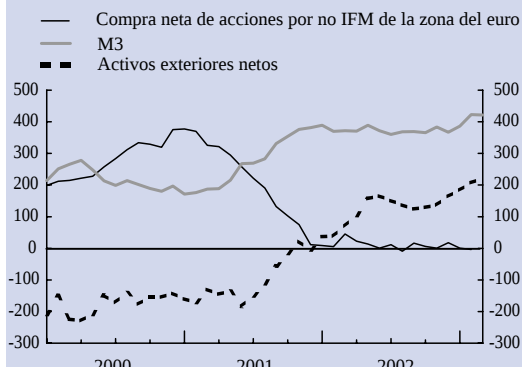
distintas estadísticas —monetarias y bancarias, de flujo fondos y de balanza de pagos— y combinándola con los resultados de algunas herramientas basadas en modelos.

Regularidades empíricas derivadas del análisis de los flujos financieros

En el gráfico B figura una estimación provisional de la compra neta de valores de renta variable por parte de entidades distintas de IFM¹ (en adelante no IFM) de la zona del euro en comparación con la evolución de M3. Esta estimación indica la estrecha relación existente entre estas dos variables en los últimos años. En concreto, parece confirmar la hipótesis de sustanciales desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia M3 desde la primavera del 2001. Los datos de balanza de pagos sugieren que estas reestructuraciones de cartera estuvieron relacionadas principalmente con un considerable descenso de la compra neta de acciones emitidas en el exterior por no IFM. Esta tendencia se refleja en el extraordinario incremento de los activos exteriores netos del sector IFM desde la segunda mitad del 2001. Ambas tendencias están muy relacionadas, ya que los cambios en los activos exteriores netos del sector IFM reflejan la liquidación de las principales operaciones financieras por parte de las no IFM con no residentes en la zona del euro². Estos efectos sustitución también se reflejan en la fuerte reducción del crecimiento interanual de las acciones cotizadas y de las participaciones en fondos de inversión (excepto participaciones en fondos del mercado monetario) mantenidas por el sector no financiero (véase gráfico C y, para más detalles, el recuadro 1, en la página 11, del *Boletín Mensual* de marzo del 2003). La evolución de los componentes de M3 confirma este análisis. Las participaciones en fondos del mercado monetario, que se utilizan con frecuencia para aparcar fondos, han aumentado de manera especialmente intensa en los últimos dos años. Todas estas observaciones de los flujos financieros, aunque no son suficientes para cuantificar los trasvases de cartera hacia M3, sugieren considerables desplazamientos desde la renta variable hacia el dinero desde la primavera del 2001.

Gráfico B: Compras netas de acciones por no IFM de la zona del euro frente a M3 y posición acreedora neta frente al exterior de las IFM

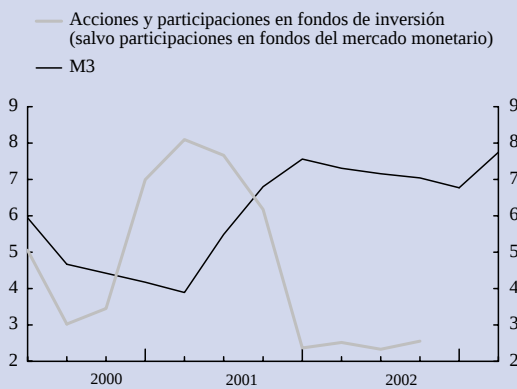
(flujos interanuales; mm de euros)



Fuente: Cálculos del BCE. Compras netas de valores de renta variable estimadas a partir de los datos de IFR Platinum, del balance de las IFM y de la balanza de pagos.

Gráfico C: Inversión financiera del sector no financiero

(tasas de crecimiento interanuales en porcentaje)



Fuente: BCE.

Evidencia basada en modelos del efecto de las reestructuraciones de cartera en la evolución de M3

La evidencia de las reestructuraciones de cartera puede también obtenerse de los modelos de demanda de dinero. Habitualmente, estos modelos no incluyen variables del mercado de renta variable como variables explicativas de la demanda de dinero. Por lo tanto, si la evolución reciente de la demanda de dinero no puede explicarse por los factores tradicionales (PIB real, precios, tipos de interés), las partes no explicadas de los

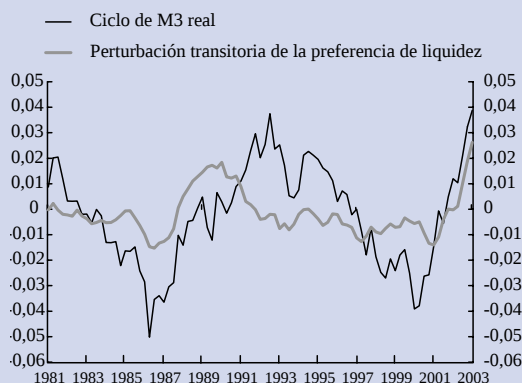
¹ No existen datos mensuales directos sobre los valores de renta variable en poder de las no IFM de la zona del euro. Por ello, la estimación ha de realizarse a partir de una combinación de estadísticas distintas: balanza de pagos, balance de las IFM y la base de datos de IFR Platinum Thomson Financial. Esto significa que el resultado del ejercicio debe interpretarse con cautela. Las tenencias de acciones por parte de las no IFM se calculan a partir de la emisión total de acciones por los sectores nacionales, menos el importe de la compra de acciones por parte de entidades de crédito y de no residentes, más las tenencias de acciones emitidas en el exterior por no IFM de la zona del euro. Cabe destacar que un incremento de los valores de renta variable en poder de las no IFM no afecta a las tenencias de dinero si estas acciones son emisiones nuevas de estas entidades.

² Para más detalles, véase el *Boletín Mensual* de mayo del 2001, página 58.

modelos podrían reflejar principalmente la influencia de la evolución del mercado de renta variable. De hecho, los resultados de los modelos de demanda de dinero sugieren que los factores no convencionales desempeñaron un papel crucial en la acumulación de liquidez en los años 2001, 2002 y comienzos del 2003, pues los residuos (por ejemplo, las nuevas y no explicadas perturbaciones en el trimestre más reciente) de tales modelos continuaron siendo positivas. Esta evolución fue más significativa en el tercer trimestre del 2001 (tras el 11 de septiembre) y en el cuarto trimestre del 2002 (en un momento de gran incertidumbre geopolítica). Suponiendo que las perturbaciones positivas hayan sido causadas únicamente por los trasvases de cartera y que ninguna otra perturbación haya afectado a la demanda de dinero, las perturbaciones acumuladas entre el segundo trimestre del 2001 y el primero del 2003 sugieren que las reestructuraciones de cartera en este período ascenderían aproximadamente a 180 mm de euros. No obstante, estas estimaciones están marcadas por un alto grado de incertidumbre, debido en parte a los supuestos mencionados.

Gráfico D: Ciclo de M3 real y contribución de la perturbación transitoria de la preferencia de liquidez

(en logaritmos)



Nota: En el gráfico se muestra la desviación de M3 real de su tendencia a largo plazo, que puede interpretarse como el «ciclo real del dinero». La contribución de las «perturbaciones de la preferencia de liquidez» a este ciclo también figura en el gráfico, y corresponde a la desviación cíclica explicada por un desplazamiento transitorio desde la renta variable hacia el dinero.

También se puede comprender la importancia de las reestructuraciones de cartera utilizando el modelo estructural VAR de Cassola/Morana³, que analiza la relación entre algunas variables nominales (inflación y tipos de interés nominales) y variables reales (producto, M3 real y cotizaciones reales) para la zona del euro. En este modelo, la descomposición histórica de la dinámica cíclica de las variables económicas en la contribución de sus determinantes estructurales parece especialmente adecuada para estudiar el efecto de la evolución del mercado de renta variable en la dinámica cíclica de M3. Como se muestra en el gráfico D, en la terminología del modelo, es una «perturbación de la preferencia de liquidez», es decir, un desplazamiento transitorio desde la renta variable hacia el dinero que dominó la dinámica cíclica de M3 entre el 2001 y comienzos del 2003. En ese gráfico se muestra, además, que la contribución de la perturbación de preferencia de liquidez al comportamiento cíclico de M3 en periodos anteriores no fue muy significativa, salvo en los periodos próximos al *crack* del mercado bursátil del otoño de 1987. El modelo sugiere que un aumento de M3 de, aproximadamente, 230 mm de euros entre el segundo trimestre del 2001 y el primero de 2003 puede atribuirse a las reestructuraciones de cartera relacionadas con la evolución del mercado de renta variable. Sin embargo, como ocurre con cualquier modelo, los resultados deben tratarse con cautela, pues la variable «perturbación de la preferencia de liquidez» del modelo puede recoger elementos distintos de las reestructuraciones de cartera y las variables no incluidas en el modelo podrían contener también información relevante sobre estas reestructuraciones.

Cuantificación de las reestructuraciones de cartera con un modelo de series temporales

El efecto de las reestructuraciones de cartera en el crecimiento de M3 también se pueden cuantificar de forma aproximada con un modelo sencillo de series temporales⁴. Sin tener en cuenta las reestructuraciones de cartera, los errores de predicción de un período de hacia delante y de fuera de la muestra del modelo de series temporales fueron siempre básicamente positivos entre la primavera del 2001 y finales del mismo año, así como en la segunda mitad del 2002 y principios del 2003 (véase gráfico E). El patrón es muy similar al de los

³ N. Cassola y C. Morana (2002), "Monetary policy and the stock market in the euro area", ECB Working Paper n.º. 119.

⁴ Véase la página 56 del Boletín Mensual de mayo del 2001 para más información. El modelo de series temporales usado es un modelo ARIMA univariante que permite efectos de regresión adicionales para M3 sin desestacionalizar.

modelos de demanda de dinero. Basado en el análisis del comportamiento predictivo del modelo univariante de series temporales y en el análisis de los flujos financieros descritos anteriormente, la tendencia creciente de los agentes económicos a desplazar sus fondos desde la renta variable hacia activos líquidos desde marzo del 2001 a octubre del 2001 y desde septiembre del 2002 a comienzos del 2003 se recoge en el modelo mediante dos tendencias lineales truncadas⁵. Las estimaciones resultantes sugieren que entre el segundo trimestre del 2001 y el primero del 2003 se registraron importantes desplazamientos de cartera hacia el dinero, por un importe aproximado de 250 mm de euros. Cabe recordar, sin embargo, que la construcción de las variables es, hasta cierto punto, arbitraria y que el modelo univariante no puede diferenciar las reestructuraciones de cartera de los efectos causados por otras variables como el bajo nivel de los tipos de interés. Por ello, los resultados han de interpretarse con cautela.

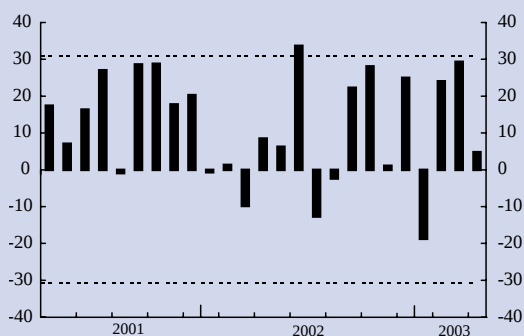
Conclusión

En este recuadro se muestran las distintas técnicas que pueden utilizarse para estimar la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia M3 causados por la débil evolución del mercado bursátil y por la considerable incertidumbre existente en los mercados financieros durante los últimos años, que probablemente sean el principal factor explicativo del elevado crecimiento de M3 desde el segundo trimestre del 2002. Los resultados de todas estas técnicas apuntan en la misma dirección, es decir, que las reestructuraciones han sido muy importantes, a pesar de que las estimaciones efectuadas mediante el empleo de distintos métodos se diferencian significativamente, situándose entre los 180 mm de euros y los 250 mm de euros entre el segundo trimestre del 2001 y el primero del 2003. Estas estimaciones se traducirían en un efecto sobre el crecimiento interanual de M3 situado entre el 2,5% y el 3% en el primer trimestre del 2001. Con todo, estas estimaciones se caracterizan por problemas conceptuales y de medición, por lo que han de tomarse únicamente como estimaciones indicativas más que como definitivas.

5 Para septiembre y octubre del 2001 se realizó una desviación del supuesto de linealidad, suponiendo una doble intensidad en el incremento de septiembre y sólo media en octubre. Una desviación similar se efectuó para noviembre y diciembre del 2002, para la que se supuso sólo la mitad de la intensidad regular.

Gráfico E: Error de predicción de un período hacia delante de M3¹⁾

[mm de euros, con un intervalo de confianza del 95% (líneas discontinuas)]



1) La diferencia entre el nivel observado de M3 y el nivel esperado por el modelo.

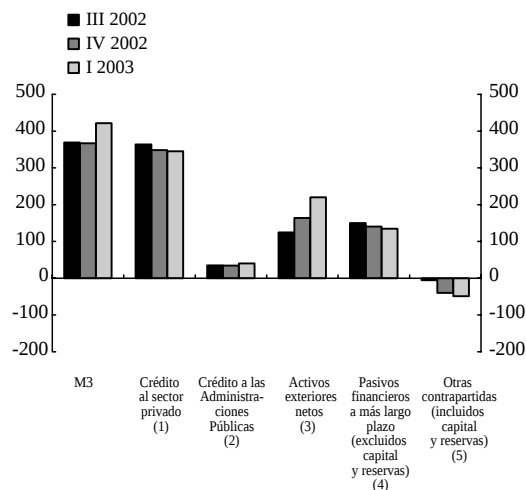
en el mes de febrero) y del crédito otorgado al sector privado (hasta el 4,6% desde el 4,9% en el mes precedente). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado también disminuyó en marzo, hasta el 4,5% desde el 5% en el mes anterior. En cuanto a la evolución a corto plazo, el intenso crecimiento intermensual observado en enero y febrero fue seguido de un incremento moderado (0,1%) en marzo. No obstante, desde una perspectiva a más largo plazo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado no parece ser excepcionalmente baja si se considera el entorno económico actual, y no parece apuntar a una contracción generalizada del crédito en el conjunto de la zona del euro.

En este *Boletín Mensual*, el BCE publica por primera vez los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema (véase recuadro 2). Los resultados indican que se ha producido cierto endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos durante el primer trimestre del 2003, sobre todo de los préstamos a empresas. No obstante, la encuesta de abril muestra que el porcentaje de entidades de crédito que ha informado de este endurecimiento ha sido menor que en la encuesta de enero, que se refería al cuarto trimestre del 2003. Por ahora, estos resultados deben interpretarse con cautela, ya que todavía no se conoce lo suficiente la relación entre las respuestas a la encuesta y la evolución del crédito y de la economía.

Gráfico 3

Movimientos de M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

M3=1+2+3-4+5

En marzo, la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro se incrementó en 7 mm de euros, en cifras absolutas y sin desestacionalizar. Durante los doce meses transcurridos hasta marzo, los activos exteriores netos de este sector aumentaron en 220 mm de euros, frente al incremento de 207 mm de euros observado en el período de doce meses que finalizó en febrero. Las cifras de balanza de pagos de la zona del euro indican que el considerable aumento de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro en los doce meses hasta febrero se debe a entradas netas de inversiones directas y de cartera en la zona del euro y, en menor medida, a una mejora de la balanza por cuenta corriente de la zona.

Aumento de las emisiones de valores distintos de acciones en febrero

El crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó hasta el 7,1% en febrero del 2003, desde el 6,5% observado en enero (véase gráfico 4). La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo se incrementó ligeramente, desde el 5,6% en enero hasta el 5,9% en febrero. Durante ese mismo período, el crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distin-

tos de acciones a corto plazo registró un ascenso de 3,3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 19% en febrero. Este incremento tiene su origen en un considerable aumento de la emisión de este tipo de valores en el sector de las IFM.

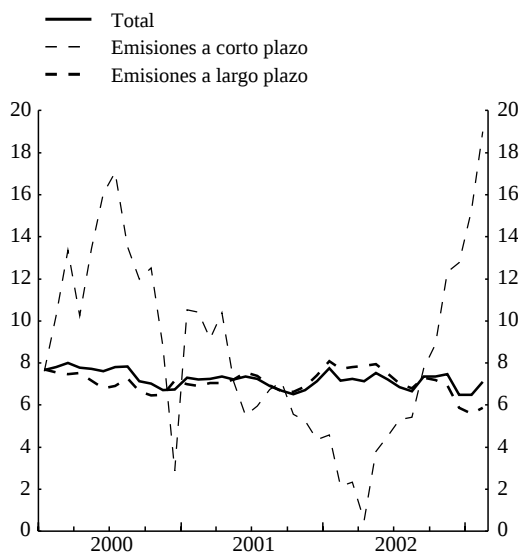
El detalle por monedas muestra que el crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro experimentó un ligero repunte, del 6% en enero al 6,5% en febrero. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones denominados en otras monedas emitidos por residentes en la zona del euro, que representa en torno al 9% del saldo vivo total de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro, aumentó hasta el 13,3% en febrero del 2003, desde el 11,2% en enero.

Por lo que se refiere 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, que representa la mayor parte de las emisiones vivas no realizadas por el sector público, fue del 4,8% en febrero, prácticamente sin variación con

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

Recuadro 2

Primeros resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro

Tal y como se indicaba en el artículo titulado «Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», publicado en el *Boletín Mensual* de abril del 2003, el Eurosistema ha elaborado una encuesta trimestral sobre préstamos bancarios para conocer mejor el comportamiento crediticio del sector bancario de la zona del euro. La primera encuesta se realizó en enero del 2003, y la segunda, en abril. En este recuadro se recogen los resultados más relevantes de las dos primeras encuestas, y un informe más amplio al respecto puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

El cuestionario de la encuesta sobre préstamos bancarios consta de 18 preguntas sobre la evolución de los mercados de crédito en el pasado y en el futuro, referidas, por un lado, a «los tres últimos meses», y a «los próximos tres meses» por otro. Las preguntas están clasificadas en función de los préstamos a los dos sectores a los que se refiere la encuesta, esto es, «empresas» y «hogares», y van dirigidas a directivos responsables del área de créditos, que normalmente son miembros del consejo de administración o de órganos inmediatamente inferiores a éste, a partir de un grupo muestral de entidades de crédito de la zona del euro.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios realizada en abril del 2003 señalan que, en general, las entidades de crédito que han participado en la encuesta han endurecido los criterios de aprobación de los créditos en los tres últimos meses, sobre todo de los préstamos o líneas de crédito a empresas y, en menor medida, de los préstamos a hogares. No obstante, entre enero y abril se ha registrado una disminución del porcentaje de entidades que ha endurecido los criterios de concesión de préstamos a ambos sectores.

En cuanto a los préstamos a empresas, la encuesta de abril señala que, en general, el porcentaje neto de entidades participantes en la encuesta que indica que, en el conjunto de la zona del euro, se han endurecido los criterios de aprobación de los préstamos a empresas disminuyó hasta el 46% en abril, desde el 65% registrado en enero (véase cuadro A). En el mes de abril, el endurecimiento neto afectó fundamentalmente a los criterios de aprobación de préstamos a grandes empresas (51% de las entidades participantes en la encuesta, frente al 67% en enero), y el 31% de las entidades de crédito restringieron los criterios netos de aprobación de préstamos a pequeñas y medianas empresas, un porcentaje considerablemente inferior a la cifra neta registrada en la encuesta realizada en enero, el 59%. Por lo que se refiere al plazo de vencimiento inicial de los préstamos, el endurecimiento neto observado en abril fue más acusado para los préstamos a largo plazo que para los préstamos a corto plazo (al igual que sucedió en enero).

Cuadro A: Variaciones en los criterios de aprobación de los préstamos 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	
	abril	enero	abril	enero	abril	enero	abril	enero	abril	enero
Se han endurecido considerablemente	1	4	0	6	8	12	0	2	8	16
Se han endurecido en cierta medida	45	61	34	54	43	55	32	44	35	43
Prácticamente no han variado	54	35	64	39	49	32	68	53	57	41
Se han relajado en cierta medida	0	0	3	1	0	1	0	0	0	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
Porcentaje neto ¹⁾	46	65	31	59	51	67	32	47	43	59
Número de entidades participantes	83	76	80	77	80	76	83	77	83	79

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

Las respuestas recibidas indican que el endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos observado en enero y abril se vio impulsado, fundamentalmente, por una mayor percepción del riesgo, sobre todo relacionado con las perspectivas económicas generales. El citado endurecimiento se realizó, fundamentalmente, a través de una ampliación de los márgenes, aunque también se restringieron las condiciones no relacionadas con el precio.

Por otro lado, el porcentaje neto de entidades de crédito que han experimentado una reducción de la demanda de préstamos por parte de empresas en los tres meses precedentes se mantuvo prácticamente sin variaciones en abril, con respecto a enero (31%, véase cuadro B). El porcentaje neto indicativo de una reducción de la demanda de préstamos o líneas de crédito a grandes empresas fue del 26% en el mes de abril, frente al 24% en enero, al tiempo que dicha reducción, en lo que se refiere a las pequeñas y medianas empresas, fue del 19% en abril, frente al 29% registrado en enero. La menor demanda neta de préstamos afectó a los préstamos a largo plazo en mayor medida que a los préstamos a corto plazo.

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	
	abril	enero	abril	enero	abril	enero	abril	enero	abril	enero
Se ha reducido considerablemente	0	5	2	9	7	11	0	5	1	15
Se ha reducido en cierta medida	41	41	34	34	34	32	18	28	41	32
Prácticamente no ha variado	48	39	47	41	45	39	67	54	29	29
Se ha incrementado en cierta medida	10	12	16	12	15	17	14	11	28	22
Se ha incrementado considerablemente	0	3	0	3	0	1	0	3	0	3
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Porcentaje neto ¹⁾	-31	-31	-19	-29	-26	-24	-4	-19	-14	-22
Número de entidades participantes	83	77	81	77	80	76	83	77	83	77

1) Los porcentajes netos de las preguntas sobre la demanda de préstamos se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se 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».

Con respecto a las expectativas relacionadas con los criterios de aprobación de los préstamos durante los próximos tres meses, el porcentaje neto de entidades de crédito que esperan un endurecimiento disminuyó hasta al 39% en abril, desde el 46% registrado en enero (véase cuadro C). Este endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos esperado es aplicable a las pequeñas y medianas empresas y a las grandes empresas de forma bastante similar.

Cuadro C: Variaciones esperadas en los criterios de aprobación de los préstamos a empresas durante los próximos tres meses

(en porcentaje)

	Total		Préstamos a pequeñas y medianas empresas		Préstamos a grandes empresas		Préstamos a corto plazo		Préstamos a largo plazo	
	abril	enero	abril	enero	abril	enero	abril	enero	abril	enero
Se endurecerán considerablemente	2	2	2	2	4	9	3	2	4	9
Se endurecerán en cierta medida	36	43	35	40	33	41	26	30	37	43
Prácticamente no variarán	61	54	61	55	61	48	71	67	58	47
Se relajarán en cierta medida	0	0	3	2	2	2	0	1	2	2
Se relajarán considerablemente	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Porcentaje neto ¹⁾	-39	46	35	40	36	48	29	31	39	50
Número de entidades participantes	83	78	81	77	80	76	83	78	83	79

1) Véase nota del cuadro A.

Cuadro D: Variaciones en los criterios de aprobación de los préstamos a hogares durante los tres últimos meses

(en porcentaje)

	Préstamos para la adquisición de vivienda		Crédito al consumo y otros préstamos	
	abril	enero	abril	enero
Se han endurecido considerablemente	0	4	0	1
Se han endurecido en cierta medida	19	22	17	27
Prácticamente no han variado	77	69	81	68
Se han relajado en cierta medida	5	5	2	5
Se han relajado considerablemente	0	0	0	0
Total	100	100	100	100
Porcentaje neto ¹⁾	14	20	15	22
Número de entidades participantes	80	77	77	76

1) Véase nota del cuadro A.

En cuanto a los préstamos a hogares, los resultados de la encuesta de abril apuntan, en general, a un endurecimiento de los criterios de aprobación de dichos préstamos (véase cuadro D). Sin embargo, el porcentaje neto de entidades que han señalado que han endurecido los citados criterios de concesión de préstamos a hogares para la adquisición de vivienda disminuyó hasta el 14% en abril, desde el 20% en el mes de enero. Por lo que se refiere a los créditos al consumo y otros préstamos a hogares, el porcentaje neto de entidades que han informado de un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos fue del 15% en abril, frente al 23% registrado en enero.

En relación con la demanda, los resultados de la encuesta de abril indican que, en los últimos tres meses, las entidades de crédito registraron un incremento de la demanda de los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda. El porcentaje neto de entidades que registraron un incremento de la demanda de préstamos para la compra de vivienda fue del 19% en abril, frente al 29% en enero (véase cuadro E). Además, en el mismo período se observó una ligera reducción de la demanda de créditos al consumo y de otros préstamos a los hogares, una tendencia que también se observó en la encuesta de enero. El porcentaje neto de entidades de crédito que registraron una reducción de la demanda de créditos al consumo y otros préstamos a hogares en los tres últimos meses fue del 2% en abril, frente al 8% en enero.

Por lo que se refiere a las expectativas para los tres próximos meses del 2003, los resultados de la encuesta de abril señalan que, en general, las entidades de crédito esperan un mayor endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares, aunque en menor medida que en enero (véase cuadro F). En general, esta expectativa es más probable para los créditos al consumo y otros préstamos a hogares (el 14%), que para los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda (el 8%), y similar a la tendencia observada en enero (el 23% y el 12%, respectivamente).

Dado que la encuesta se encuentra en una fase inicial, los resultados deben interpretarse con gran cautela, y será necesaria mayor experiencia y que transcurra más tiempo antes de que sea posible realizar una valoración precisa de los resultados de la encuesta y establecer la relación entre dichos resultados y la evolución económica y financiera.

Cuadro E: 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	
	abril	enero	abril	enero
Se ha reducido considerablemente	5	3	3	1
Se ha reducido en cierta medida	18	16	24	31
Prácticamente no ha variado	35	34	47	45
Se ha incrementado en cierta medida	33	35	20	19
Se ha incrementado considerablemente	9	13	5	5
Total	100	100	100	100
Porcentaje neto ¹⁾	19	29	-2	-8
Número de entidades participantes	80	77	78	75

1) Véase nota del cuadro B.

Cuadro F: Variaciones esperadas en los criterios de aprobación de los préstamos a hogares durante los próximos tres meses

(en porcentaje)

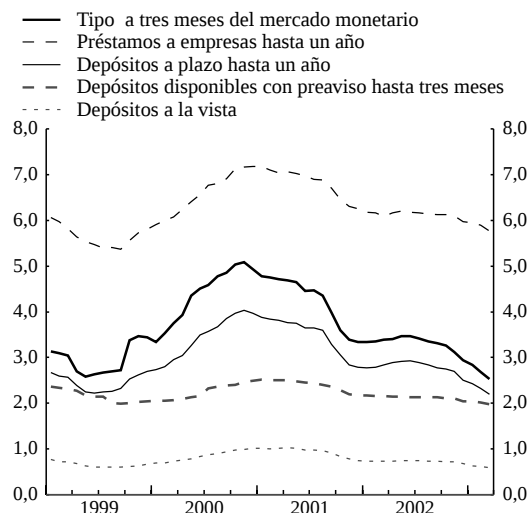
	Préstamos para la adquisición de vivienda		Créditos al consumo y otros préstamos	
	abril	enero	abril	enero
Se endurecerán considerablemente	2	2	1	3
Se endurecerán en cierta medida	16	14	20	21
Prácticamente no variarán	71	79	73	75
Se relajarán en cierta medida	10	4	7	1
Se relajarán considerablemente	0	0	0	0
Total	100	100	100	100
Porcentaje neto ¹⁾	8	12	14	23
Número de entidades participantes	80	77	78	75

1) Véase nota del cuadro A.

Gráfico 5

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

(en porcentaje; medias mensuales)



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

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

respecto al mes anterior, y muy parecida a la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado. No obstante, el balance consolidado del sector de las IFM indica que una parte considerable de las emisiones no suponen una financiación neta para el sector en su conjunto, ya que muchos valores emitidos por las IFM son adquiridos por otras IFM. De hecho, sobre una base consolidada, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por IFM en poder del sector de las IFM fue del 1,1% en febrero del 2003.

En el sector de las instituciones distintas de IFM, que incluye las instituciones financieras no monetarias y las sociedades no financieras, el crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones registró su primer incremento mensual desde agosto del 2002, hasta el 16,6% en febrero, desde el 14,9% en enero. Dentro de este sector, el crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 6,2% en febrero, desde el 4,8% registrado en el mes precedente. En concreto, los valores de renta fija privada con un plazo de vencimiento de 30 años, emitidos por primera vez en enero por empresas de telecomunicaciones fueron seguidos de otras emisiones realizadas en febrero por el sector de agua, gas y electricidad, lo que dio lugar a la ampliación de la

composición sectorial de la curva de rendimientos de los valores de renta fija privada a los plazos más largos. El incremento de este tipo de emisiones puede estar relacionado, en parte, con la reducción de los diferenciales entre los rendimientos de la renta fija privada y los de la deuda pública a vencimientos similares en la zona del euro durante el invierno 2002-2003.

En cuanto al sector de las instituciones financieras no monetarias, el crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones, que es prácticamente el mismo que el del sector de las sociedades no financieras, aumentó del 27,3% en enero al 29,2% en febrero, el primer incremento observado tras una tendencia a la baja que se inició en enero del 2002. El elevado número de emisiones en el sector de las instituciones financieras no monetarias refleja, en parte, la sustitución de las emisiones directas que efectúan las empresas en los mercados de renta fija privada por emisiones de carácter indirecto, realizadas a través de intermediarios financieros especializados. En particular, las empresas de los sectores de telecomunicaciones y de automoción han realizado importantes emisiones de valores en otros países de la zona del euro a través de sus filiales financieras, clasificadas dentro del sector financiero no monetario.

En cuanto al sector público, el crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas aumentó hasta el 5,4% en febrero, desde el 4,8% registrado el mes precedente. El crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Centrales aumentó ligeramente, desde el 4% en enero hasta el 4,3% en febrero. En parte, esta evolución se debe a emisiones que se habían aplazado en enero. El crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Regionales y otras Administraciones Públicas se mantuvo elevado, pasando del 28% en enero al 32,7% en febrero.

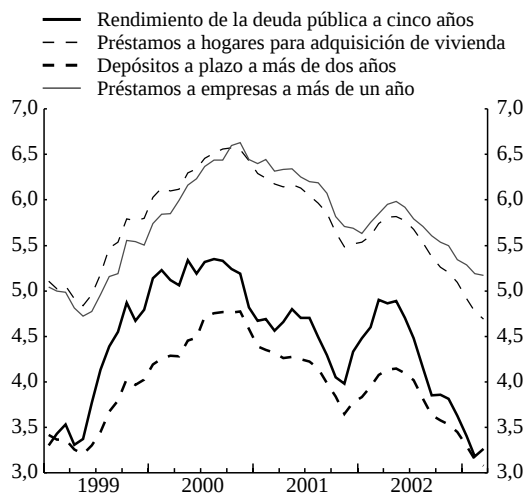
Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela siguieron descendiendo en marzo

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela siguieron

Gráfico 6

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

(en porcentaje; medias mensuales)



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

disminuyendo en marzo del 2003, como consecuencia de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE acordada el 6 de marzo, continuando con la tendencia a la baja iniciada en mayo del 2002. Los tipos de los depósitos a plazo hasta un año y de los préstamos a empresas con el mismo vencimiento descendieron en torno a 13 puntos básicos en marzo con respecto al mes anterior. En general, estos descensos situaron a los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito entre 70 y 40 puntos básicos por debajo de los vigentes en mayo de 2002, devolviéndolos a los niveles observados en el segundo semestre de 1999 (véase gráfico 5).

A pesar del ligero incremento de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo registrado en marzo del 2003, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela siguieron cayendo ese mes, continuando con la tendencia observada desde mayo del 2002 (véase gráfico 6). Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a largo plazo a empresas se situaron, respectivamente, 115 y 80 puntos básicos por debajo de los tipos vigentes en mayo del 2002.

En conjunto, la mayor parte de las variaciones de los tipos de interés aplicados por las entidades de

crédito a su clientela observadas en los últimos meses parecen estar en concordancia con las tendencias observadas en el pasado. No obstante, en lo que se refiere a los préstamos a empresas, el diferencial con los tipos de interés de mercado fue ligeramente superior al registrado en el pasado, lo que probablemente se deba a las percepciones relativas al riesgo de crédito.

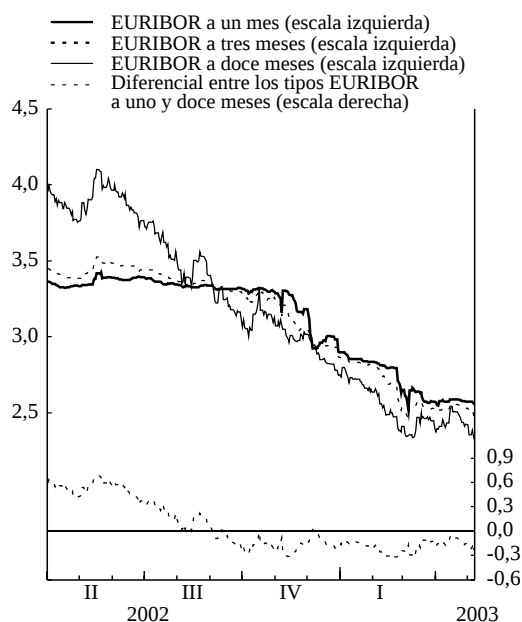
Los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más largos se redujeron ligeramente en abril

El descenso experimentado por los tipos de interés del mercado monetario desde mediados de mayo del 2002 se interrumpió durante la primera mitad de marzo del 2003, pero éstos volvieron a caer ligeramente en abril y principios de mayo, sobre todo a los plazos más largos de la curva (véase gráfico 7). En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, se tornó algo más negativa a principios de mayo.

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.

En el período transcurrido desde finales de marzo hasta el 7 de mayo, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA, fluctuó entre el 2,54% y el 2,66%. En ese mismo período, el tipo *swap* a dos semanas del EONIA osciló entre el 2,5% y el 2,56%, situándose en el 2,5% el 7 de mayo. Los tipos marginal y medio de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Euro-sistema se situaron, en promedio, 4 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja del 2,5% (véase recuadro 3).

Entre finales de marzo y el 7 de mayo, el tipo EURIBOR a un mes se mantuvo en el 2,56%, prácticamente sin variaciones, mientras que el EURIBOR a tres meses se redujo en 4 puntos básicos, situándose en el 2,48% el 7 de mayo. Como es habitual, la evolución del EURIBOR a tres meses determinó los tipos de interés de adjudicación de las operaciones de financiación a más largo plazo del Eurosistema. Los tipos de interés marginal y medio de adjudicación de la operación liquidada el 30 de abril se situaron en el 2,5% y el 2,51%, respectivamente, apenas sin cambios con respecto a los tipos de la operación de financiación a más largo plazo liquidada el 27 de marzo.

Los tipos EURIBOR a seis y doce meses se redujeron en 6 puntos básicos entre finales de marzo y el 7 de mayo, fecha en la que se situaron en el 2,38% y en el 2,33%, respectivamente. Ese mismo día, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, se situó en -23 puntos básicos, ligeramente más inclinada que a finales del mes de marzo.

La senda esperada del tipo EURIBOR a tres meses, implícita en el precio de los futuros con fechas de entrega en el segundo semestre del 2003 y a principios del 2004, se ha desplazado ligeramente a la baja desde finales de marzo. Entre finales de marzo y el 7 de mayo, mientras los tipos implícitos en el precio de los futuros con fechas de entrega en junio del 2003 permanecieron prácticamente invariables, los tipos de los futuros con fechas de entrega en septiembre y diciembre del 2003 y en marzo del 2004 descendieron entre 6 y 16 puntos básicos, y el 7 de mayo se situaron, respectivamente, en el 2,32%, el 2,18%, el 2,17% y el 2,21%.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo en general estable en abril

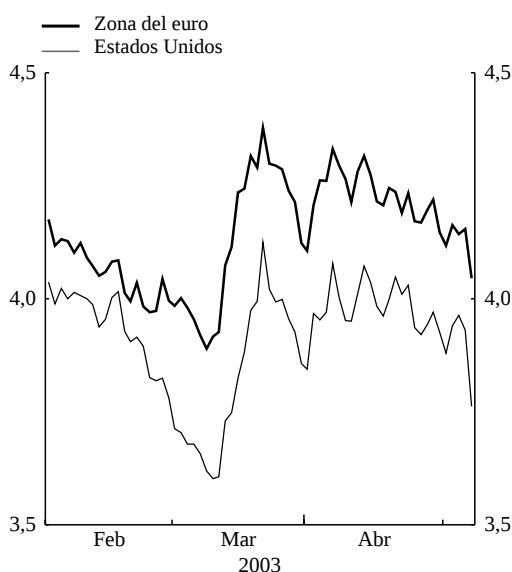
Entre finales de marzo y el 7 de mayo, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos descendió en torno a 10 puntos básicos, fecha en la que se situó alrededor del 4% y el 3,8%, respectivamente (véase gráfico 8). En consecuencia, el diferencial negativo entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro no experimentó variaciones durante el citado período, situándose en torno a -30 puntos básicos el 7 de mayo. La incertidumbre, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros de deuda pública, disminuyó de forma significativa entre finales de marzo y el 7 de mayo.

En Estados Unidos, la incertidumbre de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros de bonos del Tesoro estadounidense a diez años, se redujo notablemente tras el fin de las operaciones militares en Iraq (véase gráfico 9). La evolución del rendimiento de la deuda pública se vio influida

Gráfico 8

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

Recuadro 3

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

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

Operaciones regulares de política monetaria

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Operación	Fecha de liquidación	Fecha de vencimiento	Importe de las pujas	Importe adjudicado	Ratio de cobertura de las pujas	Número de participantes	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal	Tipo medio ponderado
OPF	25/03/2003	09/04/2003	115,5	104,0	1,11	220	2,50	2,53	2,55
OPF	02/04/2003	16/04/2003	112,0	71,1	1,58	247	2,50	2,53	2,54
OPF	09/04/2003	23/04/2003	133,5	101,0	1,32	267	2,50	2,53	2,53
OPF	16/04/2003	30/04/2003	126,9	77,0	1,65	281	2,50	2,53	2,54
OPF	23/04/2003	07/05/2003	157,0	125,0	1,26	279	2,50	2,54	2,55
OFPML	27/03/2003	26/06/2003	33,4	15,0	2,23	133	-	2,49	2,51

Fuente: BCE.

En todas las operaciones principales de financiación, los tipos medios marginal y ponderado oscilaron entre el 2,53% y el 2,55%. Si bien la *ratio* de cobertura de las pujas en la primera operación principal de financiación fue ligeramente baja, retornó a niveles más normales en las siguientes operaciones.

En los cinco primeros días del período de mantenimiento de reservas, el EONIA se situó en el 2,56%, y el 31 de marzo aumentó hasta el 2,66%, como consecuencia del efecto de fin de trimestre. Desde el martes 1 de abril hasta el miércoles 16 de abril, se situó 4 ó 5 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja, del 2,5%. Durante el fin de semana de Semana Santa, del 17 al 21 de abril, el EONIA aumentó hasta el 2,64%, y el 22 de abril, penúltimo día del período de mantenimiento de reservas, se situó en el 2,65%. Esta tendencia parece reflejar una absorción de liquidez mayor de la esperada a través de los factores autónomos y una percepción del mercado de que el período de mantenimiento de reservas finalizaría con una situación de liquidez restrictiva, así como una mayor demanda marginal de reservas consecuencia del largo fin de semana de Semana Santa. No obstante, la operación principal de financiación que se liquidó el último día del período de mantenimiento de reservas proporcionó reservas suficientes para finalizar adecuadamente el período de mantenimiento, y el

Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de marzo y el 23 de abril de 2003

	Inyección de liquidez	Drenaje de liquidez	Contribución neta
(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema	224,5	0,2	+ 224,3
Operaciones principales de financiación	179,4	-	+ 179,4
Operaciones de financiación a plazo más largo	45,0	-	+ 45,0
Facilidades permanentes	0,1	0,2	-0,1
Otras operaciones	0,0	-	0,0
(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario	337,4	431,0	- 93,6
Billetes en circulación	-	358,5	- 358,5
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	52,1	- 52,1
Activos exteriores netos (incluido el oro)	337,4	-	+ 337,4
Otros factores (netos)	-	20,5	- 20,5
(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)			130,6
(d) Reservas mínimas exigidas			130,0

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

EONIA cayó hasta el 2,58% ese día. De hecho, el período de mantenimiento de reservas finalizó con una situación de liquidez ligeramente más holgada, con un recurso neto a la facilidad de depósito de 3,9 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 0,65 mm de euros.

El efecto neto de absorción de liquidez de los factores autónomos, es decir, los que no están relacionados con las operaciones de política monetaria [rúbrica (b) del cuadro siguiente] fue, en promedio, de 93,6 mm de euros. Las estimaciones publicadas de las necesidades medias de liquidez imputables a los factores autónomos oscilaron entre 89,2 mm de euros y 102,3 mm de euros. La desviación más importante entre la estimación publicada y la cifra efectivamente registrada se produjo durante la primera semana del período de mantenimiento, y ascendió a 2,8 mm de euros.

por la reducción de las primas de riesgo exigidas por los inversores por mantener valores de renta variable y por la inversión del proceso de búsqueda de seguridad, desde los mercados de renta fija a los de renta variable.

En contraste con el descenso del rendimiento nominal, el rendimiento real obtenido de los bonos estadounidenses indicados con la inflación se incrementó ligeramente. Entre finales de marzo y el 7 de mayo, el rendimiento real de los bonos a diez años ascendió en torno a 5 puntos básicos y se situó alrededor del 1,9%, volviendo a los niveles observados en febrero del 2003, que son todavía bajos en términos históricos (véase recuadro 4). Por lo que se refiere a las expectativas de inflación, las tasas de inflación implícita a diez años de Estados Unidos, medidas por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados con la inflación disminuyeron 15 puntos básicos entre finales de marzo y el 7 de mayo.

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo 10 puntos básicos entre finales de marzo y el 7 de mayo, fecha en la que se situó en torno al 0,6%. Estos niveles históricamente bajos reflejan la valoración pesimista de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecimiento a corto y largo plazo de la economía japonesa, incluidas sus tendencias deflacionistas, así como los desplazamientos de fondos que huían de unos mercados de renta variable deprimidos, en los que el índice Nikkei alcanzó su nivel más bajo en 20 años el 28 de abril. Al mismo tiempo, la incertidumbre de estos mercados, medida por la volatilidad implícita obtenida

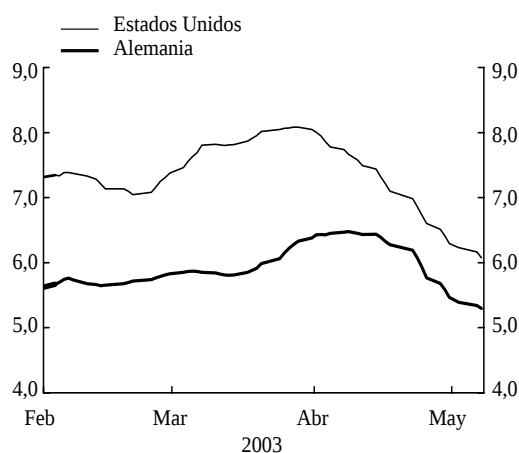
de las opciones sobre futuros de bonos japoneses a largo plazo, fue particularmente reducida, alcanzando mínimos históricos en abril.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años presentó una evolución similar a la del rendimiento de la deuda pública a diez años estadounidense. El rendimiento real, obtenido de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, se elevó unos 5 puntos básicos entre finales de marzo y el 7 de mayo. Sin embargo, el nivel registrado el 7 de mayo (2,1%) es todavía muy bajo en términos his-

Gráfico 9

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

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



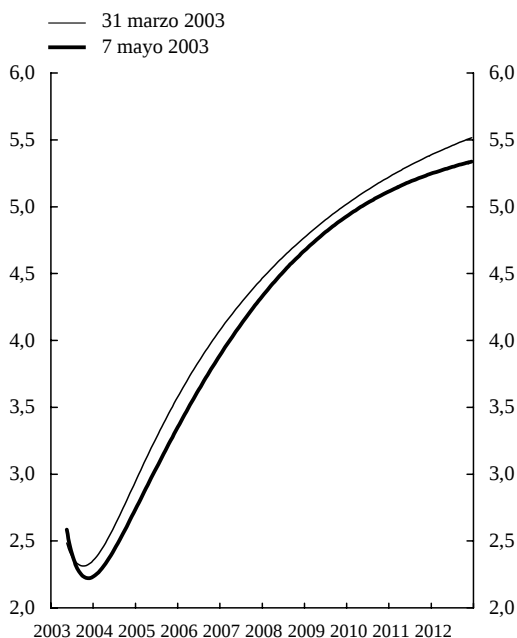
Fuente: Bloomberg.

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

Gráfico 10

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE.

Nota: La curva de tipos *forward*, que se deriva de la estructura de tipos de interés de mercado observada, recoge las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipo *forward* se explica en la página 31 del Boletín Mensual correspondiente al mes de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos swap.

tóricos. Como consecuencia de la evolución del rendimiento real y nominal, la tasa de inflación implícita a diez años de la zona del euro, obtenida de la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos franceses indicados con la inflación, ambos a diez años, descendió en torno a 15 puntos básicos entre finales de marzo y el 7 de mayo.

La curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un ligero desplazamiento a la baja en todos los plazos (véase gráfico 10). El final de las operaciones militares en Iraq propició una sensible reducción de la incertidumbre de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de las opciones sobre futuros de bonos alemanes a largo plazo (véase gráfico 9). La media móvil de diez días de la volatilidad implícita de los futuros de bonos alemanes a diez años disminuyó 1 punto porcentual entre finales de marzo y el 7 de marzo, alcanzando un nivel próximo a la media de los dos últimos años.

En abril, el diferencial entre el rendimiento de los valores de renta fija privada y el de la deuda pública siguió mostrando la tendencia descendente que había empezado a manifestarse en el último trimestre del 2002. Entre finales de marzo y el 7 de mayo, el diferencial entre el rendimiento de las obligaciones emitidas por empresas con calificación BBB y el de la deuda pública de la zona del euro disminuyó en torno a 60 puntos básicos, hasta situarse en niveles que no se habían vuelto a alcanzar desde abril del 2000. El nivel actual del diferencial entre el rendimiento de los valores de renta fija privada y el de la deuda pública puede ser consecuencia de la elevada demanda de estos instrumentos, o también de una mejor valoración del riesgo de crédito, por parte de los inversores.

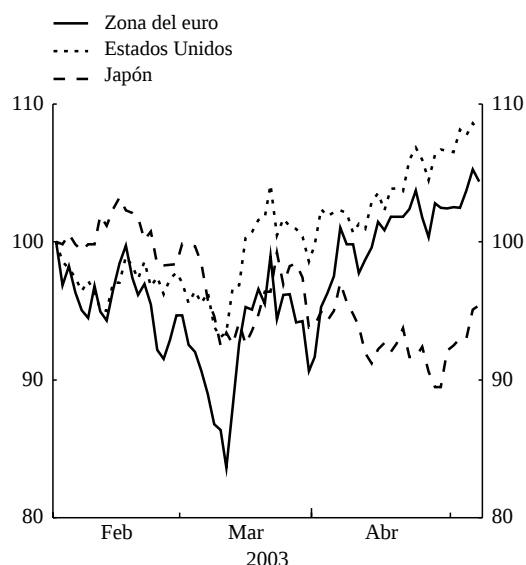
Ascenso de las cotizaciones bursátiles y descenso de la volatilidad en abril

Entre finales de marzo y el 7 de mayo de 2003, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio y el índice Standard & Poor's 500 ganaron en torno a un 15% y un 10%, respectivamente (véase gráfico 11). Por otro lado, los mercados internacionales de valores se caracterizaron por un acusado descenso de la volatilidad de los precios, reflejo de la desaparición

Gráfico 11

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

(índice: 1 febrero 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.

de la incertidumbre originada por las operaciones militares en Iraq. Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles japonesas, medidas por el índice Nikkei 225, subieron alrededor de un 2%.

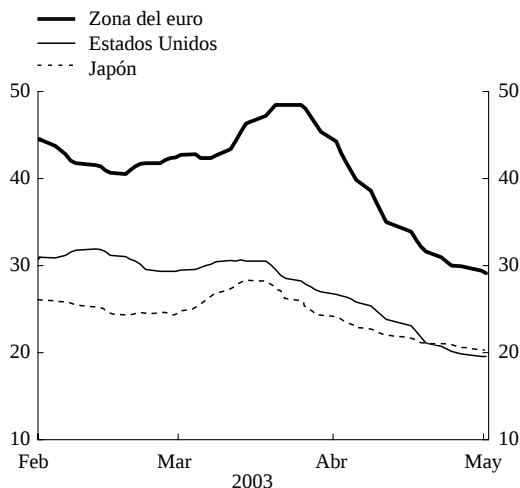
En Estados Unidos, los mercados bursátiles experimentaron una recuperación asociada al final de las operaciones militares en Iraq. Las cotizaciones bursátiles se beneficiaron de la disminución de la incertidumbre, así como de la correspondiente reducción de la prima de riesgo para los valores de renta variable y de la inversión de los desplazamientos de fondos, desde los mercados de renta fija a los de renta variable. La menor incertidumbre se reflejó en una caída de 8 puntos porcentuales de la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500 entre finales de marzo y el 7 de abril, fecha en la que la volatilidad se situó cerca de 4 puntos porcentuales por debajo de su media de dos años (véase gráfico 12). Si bien los datos económicos publicados en abril tuvieron efectos opuestos sobre los mercados bursátiles, las cotizaciones se vieron favorecidas por los resultados empresariales del primer trimestre del 2003, que fueron, en general, mejores de lo esperado por los participantes en el mercado.

En Japón, al igual que en la zona del euro y en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles se elevaron entre finales de marzo y el 7 de mayo. Sin embargo, el índice Nikkei 225 alcanzó su nivel más bajo en más de 20 años. Aunque el pesimismo existente respecto a las perspectivas económicas de Japón, y la liquidación de sus posiciones de cartera por parte de los gestores de fondos de pensiones tras la implantación de una reforma que permitía a las empresas trasladar sus fondos de pensiones a los fondos gestionados por el Estado, generaron presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles, éstas se vieron sometidas a presiones al alza a primeros de mayo, tras el anuncio por la coalición gobernante de su intención de impulsar el mercado de valores. La media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225 descendió en torno a 6 puntos porcentuales entre finales de marzo y el 7 de mayo, hasta situarse en un nivel bastante inferior a la media de los dos últimos años.

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.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles mostraron una evolución similar a la de los mercados estadounidenses en abril y primeros de mayo, aunque la subida registrada en la zona fue más pronunciada. Este comportamiento debe interpretarse, en parte, a la luz del descenso más acusado observado anteriormente en los mercados bursátiles de la zona del euro, especialmente durante el período previo al inicio de las operaciones militares en Iraq. Al igual que en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro subieron notablemente, cuando el resultado de las operaciones militares en Iraq se hizo evidente. Por otra parte, la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50 experimentó una caída de unos 19 puntos porcentuales entre finales de marzo y el 7 de abril, hasta situarse en un nivel sensiblemente inferior a la media de los dos últimos años. Hacia finales de abril se redujo ligeramente la tendencia al alza que habían mostrado las cotizaciones bursátiles, en un contexto de datos contradictorios sobre la economía y el sector empresarial. Las cotizacio-

nes bursátiles de la zona del euro registraron aumentos generalizados en abril y primeros de mayo, especialmente en los sectores financiero, tecnológico y de telecomunicaciones. Sin embar-

go, estas ganancias parecieron reflejar, en parte, un reajuste, tras los anteriores descensos observados en estos sectores, cuyos índices alcanzaron mínimos históricos en marzo.

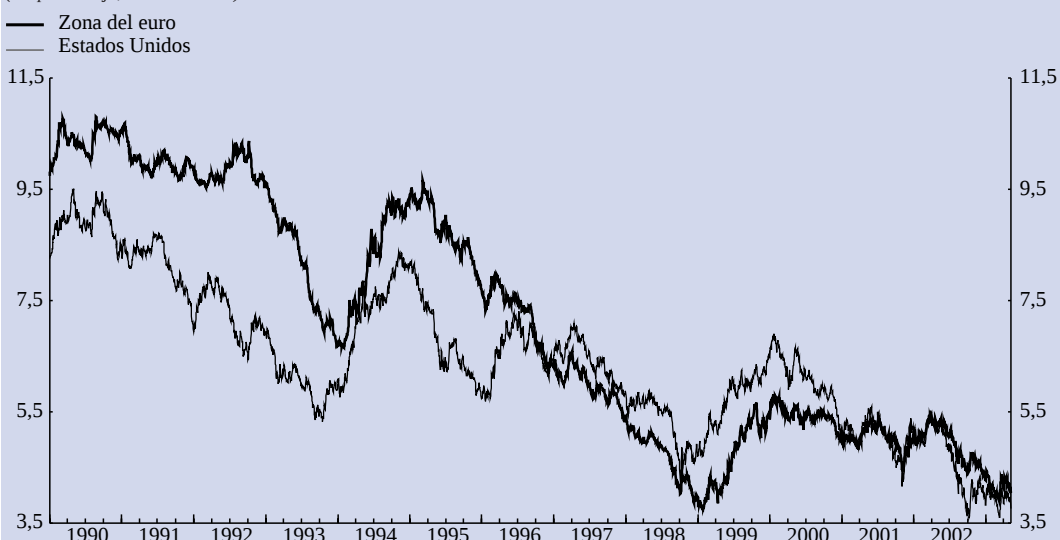
Recuadro 4

Factores explicativos del bajo nivel del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro

El rendimiento de la deuda pública en Estados Unidos y en la zona del euro cayó hasta niveles muy reducidos en los primeros meses del 2003 (véase gráfico). El rendimiento de los bonos a diez años en ambas economías se situó en su nivel más bajo a comienzos de marzo, cuando la incertidumbre acerca de una posible guerra en Iraq era más pronunciada, y aún seguía en torno al 4% hacia finales de abril. En este recuadro se pretende identificar algunos de los factores que pueden haber dado lugar a esta tendencia en los mercados de renta fija de Estados Unidos y de la zona del euro, distinguiendo entre factores estructurales y factores cíclicos, así como factores relacionados con la dinámica del mercado, en que se basan con frecuencia los movimientos a corto plazo.

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.

Si se considera la evolución registrada en la pasada década, los factores más importantes que explican la tendencia a la baja en el rendimiento de la deuda pública parecen haber sido los estructurales. Los tipos de interés a largo plazo se determinan los tipos de interés reales esperados, las expectativas de inflación a largo plazo y diversas primas, incluida una prima de riesgo por incertidumbre respecto a la inflación. Entre los factores estructurales, el descenso de las *ratios* de déficit y de deuda en relación con el PIB durante la década pasada ha reducido la demanda del sector público en los mercados internacionales de capitales, haciendo caer los tipos de interés reales a largo plazo. Los factores demográficos también pueden haber contribuido a la tendencia bajista del rendimiento de la deuda pública observada en la última década. Al elevar la demanda de valores de renta fija, tales como la deuda pública, que proporciona ingresos estables a los perceptores de pensiones, el envejecimiento de la población en las economías avanzadas puede haber influido, asimismo, en la reducción de los tipos de interés a largo plazo. En la zona del euro, otro factor ha sido la desaparición paulatina de la prima de riesgo cambiario entre países en el período previo a la introducción del euro.

Pese a estas influencias sobre los tipos de interés reales, un factor fundamental en el descenso de los tipos de interés nominales a largo plazo durante la última década ha sido la reducción de la inflación y de las expectativas de inflación, en la que la política monetaria orientada a la estabilidad ha desempeñado un papel crucial. Al mantener la inflación en tasas reducidas mediante una política monetaria creíble, la Reserva Federal ha logrado convencer a los participantes en el mercado que, en Estados Unidos, la inflación seguirá siendo baja y estable en el futuro. Del mismo modo, tras el éxito del proceso de convergencia que culminó en la tercera fase de la UEM, los mercados se han convencido de la capacidad del BCE para mantener la inflación baja y estable en la zona del euro¹. Al mismo tiempo, los participantes en el mercado han confirmado su confianza al demandar primas de riesgo mucho menores como compensación por el riesgo de inflación.

Si bien estos factores estructurales pueden explicar, en gran parte, las reducciones de los tipos de interés a largo plazo en la última década, parece que existen otros factores que han contribuido más recientemente a hacer caer los tipos de interés a largo plazo, hasta situarlos en niveles históricamente bajos. Entre ellos se encuentran los factores cíclicos, incluidas las decisiones de ahorro y de inversión en la economía, que están estrechamente relacionados con la situación del ciclo económico y con la percepción del mercado en cuanto a las perspectivas de crecimiento futuro. Dado que los tipos de interés a largo plazo reflejan tanto los tipos de interés a corto plazo actuales, como los que se esperan en el futuro, la reciente caída del rendimiento de la deuda pública a largo plazo parece deberse también a que los participantes en el mercado han revisado a la baja su evaluación de las perspectivas de crecimiento a corto plazo, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. Así lo prueban las tendencias en los mercados de bonos indicados con la inflación, donde, a finales de abril del 2003, el rendimiento de los bonos reales a diez años en la zona del euro y en Estados Unidos se situaba más de 100 puntos básicos por debajo de las medias de los dos años anteriores. Por su parte, el cambio en las expectativas de inflación no parece haber desempeñado un papel relevante en la reducción de los tipos de interés a largo plazo en los últimos meses.

Un último conjunto de factores relacionados con la dinámica del mercado también parece haber contribuido a la tendencia seguida por el mercado de renta fija en años recientes. Las cotizaciones y el rendimiento de los bonos se han movido, en general, de forma pareja desde que se inició la corrección en el mercado de renta variable a comienzos del año 2000. Si bien un factor cíclico común, es decir, el creciente pesimismo sobre las perspectivas de crecimiento económico, ha influido en esto, parece también que los importantes descensos registrados en el mercado bursátil, junto con la volatilidad excepcionalmente elevada de este mercado, redujo el atractivo que para los inversores tenían los activos arriesgados. En consecuencia, sobre todo tras el escándalo contable de WorldCom en junio del 2003, mes en el que la volatilidad del mercado bursátil se disparó, los inversores reestructuraron sus carteras en búsqueda de activos más seguros y se produjo un desplazamiento del mercado de renta variable a mercados de renta fija menos arriesgados. De nuevo, a comienzos del 2003, conforme se agudizó la incertidumbre respecto a una posible guerra en Iraq, parecieron registrarse nuevos desplazamientos desde el mercado de renta variable hacia el mercado de renta fija, en un entorno de elevada incertidumbre en los mercados bursátiles. Cuando finalizó la guerra, se redujo el nivel de incertidumbre, aunque los participantes en el mercado mantuvieron una cierta desconfianza respecto a las perspectivas de crecimiento económico.

En definitiva, el reducido nivel del rendimiento de la deuda pública en Estados Unidos y en la zona del euro parece deberse a varios factores. Si bien los factores estructurales pueden explicar la tendencia descendente en la última década, las caídas recientes parecen ser atribuibles principalmente a una conjunción de factores cíclicos, como la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento económico en el futuro, así como a desplazamientos de cartera hacia activos más seguros por parte de los inversores. Aunque, al parecer, se han venido registrando reestructuraciones de cartera desde que, a comienzos del 2000 se inició la corrección en los mercados bursátiles, la excepcional turbulencia observada en los mercados internacionales de renta variable en la segunda mitad del 2002 y comienzos del 2003, junto con las tensiones de carácter geopolítico, pueden haber acentuado este proceso.

¹ Véase el artículo titulado «Políticas orientadas a la estabilidad y evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en los años noventa» del Boletín Mensual de noviembre de 1999.

2 Evolución de los precios

Se estima que la inflación medida por el IAPC disminuyó en abril del 2003

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro descendió al 2,1% en abril del 2003, en comparación con el 2,4% registrado en febrero (véase cuadro 2). Aunque no se dispone todavía de información detallada sobre el IAPC, es probable que este descenso haya sido motivado, principalmente, por el componente energético, como consecuencia de la reducción de los precios del petróleo observada desde mediados de marzo. Por el contrario, las tasas de variación interanuales de los precios de determinados servicios pueden haber subido, debido a un cambio en el perfil estacional, al retrasarse la Semana Santa hasta abril este año.

En marzo del 2003, el último mes para el que se dispone de información detallada sobre el IAPC,

la inflación de la zona del euro no experimentó cambios con respecto a febrero, manteniéndose estable en el 2,4%. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, reanudó la tendencia a la baja observada desde mediados del 2002, descendiendo hasta el 2% en marzo, frente al 2,1% registrado en febrero del 2003.

La estabilidad de la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC general observada en marzo del 2003 fue consecuencia, en parte, de las tendencias opuestas que mostraron los componentes más volátiles, es decir, los alimentos no elaborados y la energía. La tasa de variación interanual de los precios energéticos disminuyó del 7,7% en febrero al 7,4% en marzo del 2003, debido a un efecto de base favorable, que compensó ampliamente la incidencia al alza del aumento de los precios del petróleo registrado

Cuadro 2

Evolución de precios y costes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

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

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

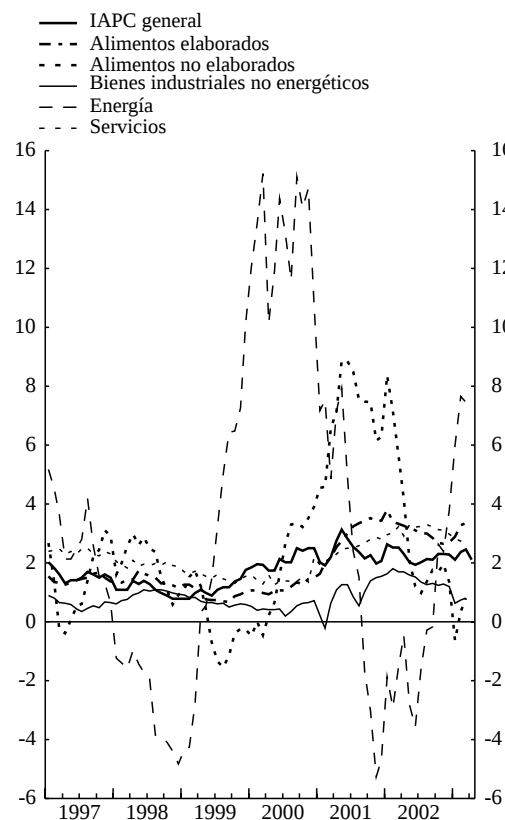
Nota: Para los períodos anteriores al 2001, los datos del IAPC no incluyen Grecia. Los demás indicadores de precios y costes incluyen Grecia en los períodos anteriores al 2001. Para más detalles acerca de los datos, véase la sección «estadísticas de la zona del euro».

1) La inflación medida por el IAPC de abril del 2003 corresponde a un avance de Eurostat.

Gráfico 13

IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

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

hasta mediados de marzo del 2003 (véase gráfico 13). Se espera que la reducción de los precios del petróleo en euros, que se produjo en la segunda quincena de marzo del 2003, afecte al IAPC sólo a partir de abril de este año. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los alimentos no elaborados se incrementó hasta el 0,8% en marzo, desde el 0,3% en el mes anterior.

El descenso de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, reflejó, básicamente, la moderación de las presiones al alza sobre los precios de los servicios, a medida que iban remitiendo los efectos de las anteriores perturbaciones. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se redujo 0,1 puntos porcentuales en relación con el mes de febrero, situándose en el 2,6%, la tasa de variación más baja alcanzada desde agosto del 2001. Por lo que se refiere a los demás componentes, la tasa de variación interanual de los pre-

cios de los alimentos elaborados se mantuvo sin cambios en el 3,3%, en línea con el incremento medio observado en el año 2002. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó ligeramente, hasta el 0,8%, como resultado, fundamentalmente, del mayor aumento intermensual de los precios de los artículos de vestir con respecto al año anterior, que se produjo al terminar las rebajas de invierno.

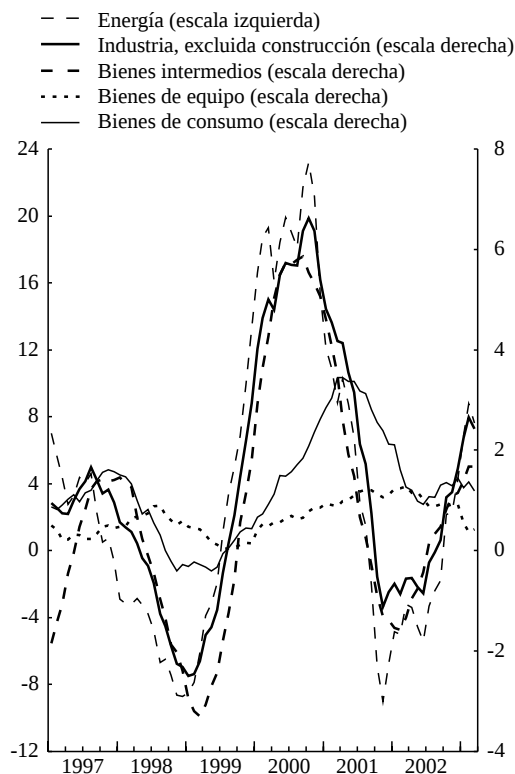
La tasa de variación interanual de los precios industriales descendió en marzo del 2003

La tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona del euro disminuyó hasta el 2,4% en marzo del 2003, desde el 2,7% en febrero (véase gráfico 14), debido, principalmente, a la reducción de la tasa de variación interanual de los precios energéticos, como consecuencia de un

Gráfico 14

Desagregación de los precios industriales de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



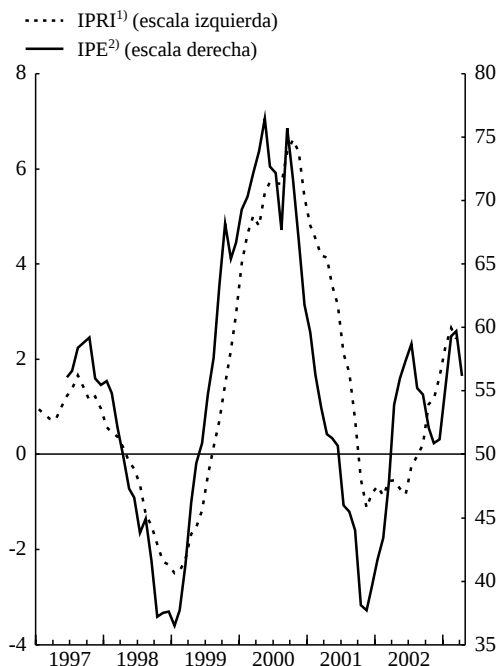
Fuente: Eurostat.

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

Gráfico 15

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

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y Reuters.

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

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

efecto de base favorable. Al bajar los precios del petróleo en relación con los registrados en febrero, los precios energéticos disminuyeron también en marzo, en tasa intermensual. Se espera que este componente continúe ejerciendo presiones a la baja, dado que los precios del petróleo han seguido cayendo desde mediados de marzo. El aumento de los precios de los bienes de consumo se redujo del 1,4% en febrero al 1,2% en marzo del 2003, en tasa interanual. Los bienes de consumo duradero experimentaron un descenso levemente superior al de los bienes de consumo no duradero.

En abril del 2003, el índice de precios de la zona del euro (IPE) de la encuesta a los directores de compras descendió de 59,7 en marzo a 56,2 en abril, apuntando a una tasa de variación interanual de los precios de los consumos intermedios más baja, aunque todavía positiva (véase gráfico 15). La

reciente moderación de los precios del petróleo en euros parece ser el principal motivo de esta evolución.

El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado permaneció estable en el cuarto trimestre del 2002

La mayor parte de los indicadores de crecimiento de los costes laborales muestran señales de estabilización en el curso del 2002. En la segunda estimación de los datos de contabilidad nacional correspondiente al cuarto trimestre del 2002 se ha revisado a la baja la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado para dicho año. Se estima ahora que la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado ha permanecido estable en el 2,4% en los tres últimos trimestres del 2002, frente al 3% registrado en el primer trimestre (véase gráfico 16). Aunque el perfil general no ha experimentado grandes cambios, la reducción de la remuneración por asalariado en el 2002 parece mayor debido a las revisiones. Tras la tendencia al alza observada en años anteriores, parecen existir algunos indicios más claros de estabilización, que quedan todavía por confirmar. Para el conjunto del año 2002, la tasa media de crecimiento interanual se sitúa, en la actualidad, en el 2,6%, 0,2 puntos porcentuales por debajo del nivel alcanzado en el 2001.

La tasa de variación interanual de los costes laborales totales por hora en el sector de empresas no agrarias siguió aumentando ligeramente en el cuarto trimestre, hasta el 3,6%, tras el fuerte descenso registrado a comienzos del 2002. Por el contrario, aunque más en consonancia con los últimos indicios relativos a la remuneración por asalariado, la tasa de crecimiento interanual de las ganancias medias mensuales disminuyó levemente en el cuarto trimestre, mientras que el crecimiento de los salarios negociados apenas experimentó variaciones, tras la reducción observada en el tercer trimestre.

Prosiguió la recuperación del crecimiento de la productividad del trabajo durante el cuarto trimestre del 2002. En consecuencia, el crecimiento de los costes laborales unitarios del total de la economía se redujo del 1,8% en tasa interanual en el tercer trimestre al 1,3% en el cuarto trimestre. Para el conjunto del año 2002, reflejando las citadas revisiones de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, así como el aumento cons-

tante del crecimiento de la productividad, el crecimiento de los costes laborales unitarios desciende al 2,2%, frente al 2,7% alcanzado en el 2001.

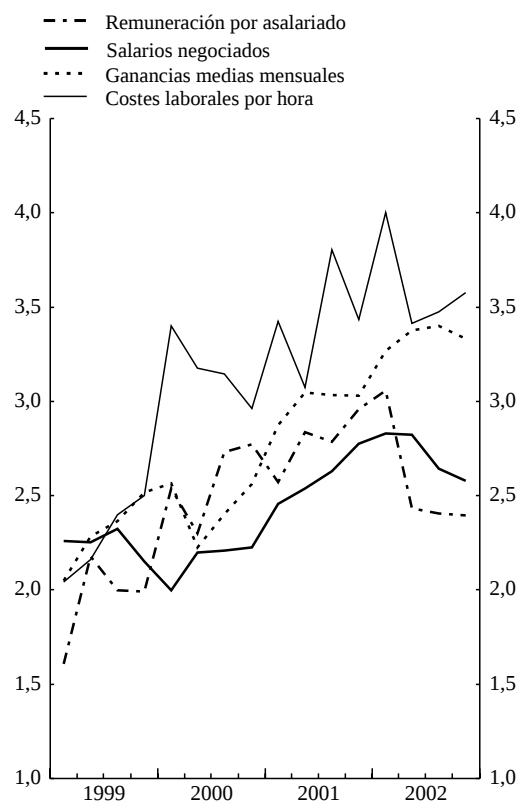
Se espera una moderación de la inflación de la zona del euro en un horizonte más dilatado

De cara al futuro, los indicios actuales no apuntan a que la tasa de inflación baje de forma significativa en el futuro inmediato, pero se espera que una serie de factores contribuyan a reducir las presiones inflacionistas en un plazo más largo. Aunque la inflación podría verse afectada por la volatilidad generada por los precios de la energía o de los alimentos no elaborados, la apreciación del euro observada desde el inicio del 2002 y la moderación de la demanda ejercerán, probablemente, presiones a la baja sobre la tasa de inflación de la zona del euro. En consecuencia, se espera que la inflación medida por el IAPC vuelva a descender y se estabilice por debajo del 2% en el medio plazo. Esta perspectiva, acorde con las últimas previsiones (véase el recuadro 5 sobre los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre del 2003 y otros indicadores de las expectativas del sector privado), presupone, sin embargo, que se mantenga la moderación salarial.

Gráfico 16

Indicadores de costes laborales de la zona del euro

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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 segundo trimestre del 2003 y otros indicadores disponibles

En el presente recuadro se analizan los indicadores disponibles relativos a las expectativas del sector privado respecto a la inflación y la actividad económica de la zona del euro y se ofrece un resumen de los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del segundo trimestre del 2003 realizada por el BCE en la segunda mitad de abril de este año. El título de la encuesta refleja que los participantes son expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea. Es importante tener en cuenta que, dado que no se proporciona a los encuestados supuestos comunes en los que basar sus previsiones, los resultados agregados reflejan, con toda probabilidad, un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otras fuentes de expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales¹.

¹ Estos horizontes son los correspondientes a los años naturales 2003, 2004 y 2007. 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 II 2003, los horizontes cambiantes fueron marzo del 2004 y del 2005, para la tasa de inflación medida por el IAPC; el cuarto trimestre del 2003 y del 2004, para la tasa de crecimiento del PIB real; y febrero 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.

Expectativas de inflación para los años 2003 y 2004

Los participantes en la encuesta EPE esperan que la tasa interanual de inflación de la zona del euro se sitúe, como promedio, en el 2% en el año 2003 y descienda al 1,7% en el 2004 (véase cuadro). Por lo tanto, las expectativas de inflación para el 2003 se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, como resultado, principalmente, de los elevados precios del petróleo observados en los primeros meses del año. El riesgo de subida de los precios del petróleo en caso de conflicto militar en Oriente Medio ya fue señalado por los participantes en la última encuesta. Sin embargo, más allá del 2003, se espera que la inflación se mantenga por debajo del 2%. En efecto, los últimos resultados para el 2004 muestran una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales. Esta revisión de la valoración está probablemente relacionada con el deterioro de las perspectivas de crecimiento para el 2004 (que se describen más adelante), con supuestos de reducción de los precios del petróleo a partir del segundo semestre del 2003 y con la apreciación del tipo de cambio del euro prevista por los participantes en la presente encuesta. Como puede observarse en el cuadro, los resultados se corresponden, en general, con las cifras que presentan en abril del 2003 tanto *Consensus Economics* como el Barómetro de la Zona del Euro para los mismos períodos (1,9% para el 2003 y 1,6% para el 2004). En la encuesta EPE, la tasa de inflación prevista para marzo del 2004 y marzo del 2005 es del 1,6% y el 1,7%, respectivamente.

Resultados de las encuestas EPE II 2003, EPE I 2003 y *Consensus Economics* (abril 2003)

(tasas de variación anuales, salvo indicación en contrario)

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

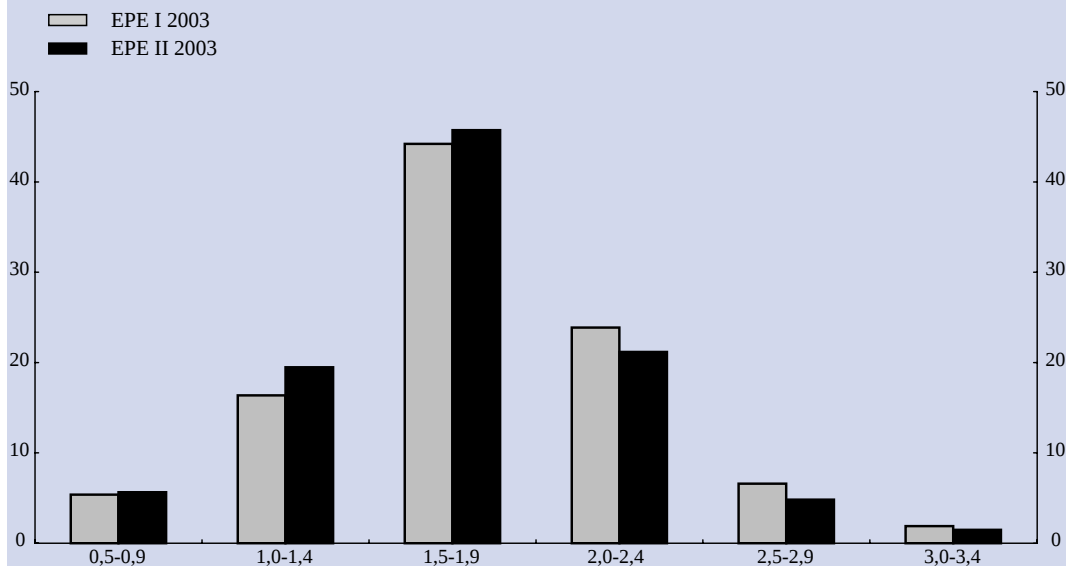
1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE se refieren al 2007. Las previsiones de *Consensus Economics* se refieren al período 2008-2013 (datos publicados en la encuesta de *Consensus Economics* de abril del 2003).

El cuestionario de la encuesta EPE solicita también que se asigne una probabilidad a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo los encuestados calibran, en promedio, el riesgo de que la cifra observada se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. El gráfico A muestra las distribuciones de probabilidad agregadas relativas a la inflación media interanual medida por el IAPC prevista para el 2004 en las dos últimas encuestas. Estos resultados confirman que apenas se han registrado cambios en las perspectivas de riesgos de inflación en relación con la última encuesta. En ambos casos, los valores están concentrados en torno al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, en el que se condensa en torno al 45% de la probabilidad. Teniendo en cuenta la revisión a la baja de la estimación relativa al 2004, el riesgo de que los resultados observados se sitúen por encima o por debajo de este intervalo parece estar bastante equilibrado y el riesgo de que la inflación supere el 2% en el 2004 ha disminuido en consecuencia. La probabilidad asignada a una inflación superior al intervalo central fue del 28% y la probabilidad asignada a una inflación inferior al 1,5% fue de un 26%. En la encuesta EPE I 2003, estas probabilidades fueron del 32% y el 23%, respectivamente, lo que sugiere que prevalecen los riesgos al alza.

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

(en porcentaje)



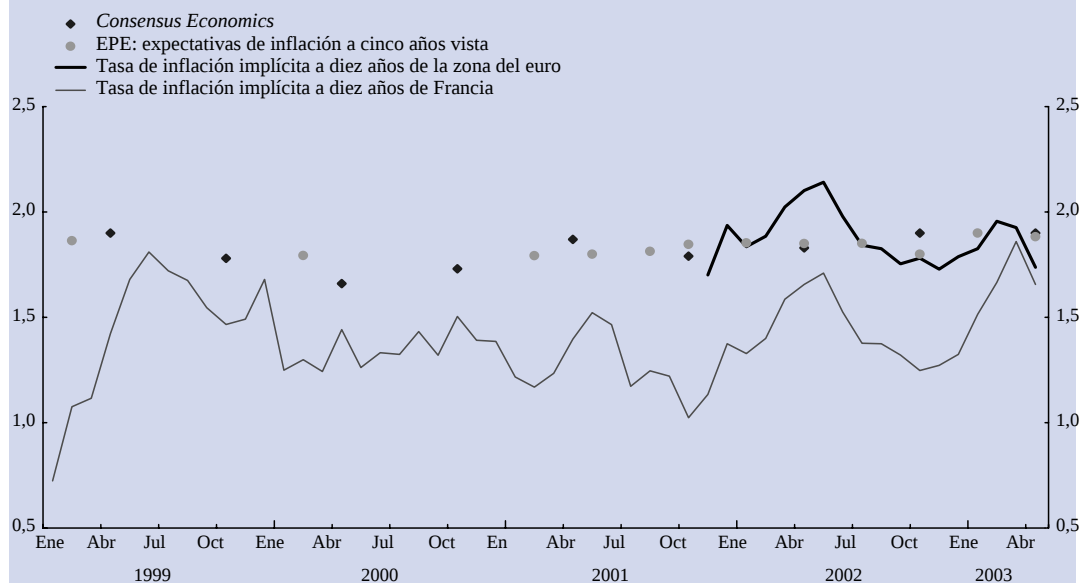
Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Según la encuesta EPE II 2003, la inflación media prevista para el 2007 no varía en relación con la encuesta anterior, manteniéndose en el 1,9%, nivel que se corresponde con el de otros indicadores disponibles de expectativas de inflación a largo plazo. Las que recoge el Barómetro de la Zona del Euro de abril del 2003 se han revisado al alza 0,1 puntos porcentuales, por lo que indican también una tasa media de inflación del 1,9% en el 2007. Asimismo, las expectativas para el período 2009-2013, publicadas por *Consensus Economics* en abril del 2003, señalan una inflación del 1,9% para el conjunto de la zona del euro². Los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los precios de los mercados financieros ofrecen resultados similares. El

² Antes de la presente encuesta, la cifra de *Consensus Economics* para la zona del euro se obtenía a partir de los resultados nacionales de Alemania, España, Francia, Italia y los Países Bajos, que representan, en conjunto, en torno al 85% del agregado de la zona, siendo éstas la cifras que aparecen en el gráfico B.

Gráfico B: Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

(tasas de variación anuales)



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

gráfico B muestra las tasas de inflación implícita a diez años, obtenidas de los bonos franceses indicados con el IPC francés y el IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco, en ambos casos). En los últimos meses, la tasa de inflación implícita obtenida de los bonos indicados con el IAPC de la zona del euro se ha mantenido claramente por debajo del 2%, tras alcanzar niveles bastante elevados en fechas anteriores del año pasado. Sin embargo, al interpretar estos indicadores, es importante tener en cuenta que las tasas de inflación implícita no son una medida directa de las expectativas de inflación del mercado, debido a que varias primas de riesgo, incluidas las relativas a la incertidumbre de la inflación y a la liquidez, vienen incluidas en el cálculo³.

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

En relación con la encuesta anterior, los participantes en la encuesta EPE revisaron a la baja, 0,4 puntos porcentuales, sus expectativas respecto a la tasa media de crecimiento anual del PIB real de la zona del euro en el 2003, situándola en el 1% (véase cuadro). Esta revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento para el año 2003 parece ser el resultado de la debilidad de la situación económica y financiera internacional, aunque la incertidumbre asociada a las tensiones geopolíticas se ha reducido ligeramente. Se espera una tasa media de crecimiento del 2,1% para el conjunto del año 2004, y una tasa más elevada, del 2,3%, para el cuarto trimestre del mismo año. *Consensus Economics* y el Barómetro de la Zona del Euro de abril del 2003 sitúan las tasas de crecimiento interanual del PIB real de la zona del euro, como promedio, en el 1% en el 2003 y el 2% en el 2004. Las perspectivas de crecimiento a largo plazo son del 2,4% para el 2007, según la encuesta EPE, del 2,2%, en promedio para el período 2009-2013, según la información publicada por *Consensus Economics*, y del 2,3% para el 2007, según el Barómetro de la Zona del Euro de abril del 2003, por lo que se mantienen en línea con las estimaciones correspondientes a la tendencia del crecimiento potencial de la zona del euro.

Según la última encuesta EPE se espera que la tasa de desempleo de la zona del euro se eleve hasta el 8,8%, como promedio en el 2003, como consecuencia del ajuste retardado a la desaceleración de la actividad económica y de la debilidad de las perspectivas de crecimiento de la zona del euro en el 2003. Posteriormente, los encuestados prevén que la tasa de desempleo se sitúe en el 8,7% en el 2004 y el 7,5% en el 2007, como promedio. Estos resultados se corresponden, en general, con los del Barómetro de la Zona del Euro de abril del 2003 (8,8%, 8,7% y 7,7% en el 2003, 2004 y 2007, respectivamente) y con los de *Consensus Economics* del mismo mes (8,8% y 8,7% en el 2003 y 2004, respectivamente).

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

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

El crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del 2002 revisado ligeramente a la baja

Se estima que el PIB real de la zona del euro se ha situado en el 0,1%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre del 2002, cifra revisada a la baja desde el 0,2% de la primera estimación (véase cuadro 3). Esta revisión se explica por el aumento de las importaciones, que implica una menor contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real. El perfil de la inversión total a lo largo del 2002 también se ha revisado, y refleja una inversión más débil a comienzos del 2002, seguida de correcciones al alza en el segundo semestre del año. En estos momentos, la inversión muestra tasas de crecimiento positivas para el tercer y cuarto trimestres del año pasado, un 0,2% en tasa intertrimestral, en contra de estimaciones anteriores que preveían nuevos y moderados descensos en ese período. Sin embargo, a pesar de esta revisión al alza, la evolución de la inversión en el segundo semestre del 2002 siguió

siendo moderada, probablemente como consecuencia de la creciente incertidumbre relativa a las perspectivas económicas generales, en un entorno de elevadas tensiones de carácter geopolítico y de la necesidad de las empresas de restablecer la rentabilidad y mejorar sus balances. La contribución de la variación de existencias en el último trimestre del 2002 fue ligeramente positiva. Por último, el consumo privado creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, aprovechándose del crecimiento de la renta del trabajo real, que fue positiva, y de los incentivos fiscales a la compra de automóviles en Italia. Hasta finales del año pasado, parece que el gasto en consumo sólo se ha visto afectado marginalmente por el anterior descenso de la confianza de los consumidores.

Los indicadores de consumo mantuvieron la debilidad en el primer trimestre del 2003

Los indicadores a corto plazo continúan enviando señales contradictorias con respecto a la evolución

Cuadro 3

Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

Cuadro 4

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

(datos desestacionalizados)

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2002	2002	2003	2003	2003	2003
				II	III	IV	I	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Índice de clima económico ¹⁾	2,5	-2,8	-1,8	0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	-0,4	0,2	-0,6	0,1
Indicador confianza consumidores ²⁾	12	6	0	3	1	-3	-8	-3	-5	-7	-8	-10	-8
Indicador confianza industrial ²⁾	12	-1	-5	-4	-5	-3	-4	-4	-2	-3	-4	-5	-6
Indicador confianza de la construcción ²⁾	16	10	1	3	-2	-3	0	-4	-2	-1	0	0	0
Indicador confianza comercio al por menor ²⁾	5	0	-9	-11	-10	-8	-10	-7	-9	-12	-6	-11	-10
Indicador confianza de los servicios ²⁾	10	-5	-19	-15	-21	-24	-25	-24	-25	-24	-24	-27	-24
Indicador de clima empresarial ³⁾	1,4	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7
Utiliz. de la capacidad productiva (%)	84,4	83,1	81,2	81,1	81,3	81,4	81,1	-	-	81,3	-	-	80,9

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

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

1) Tasas de variación respecto al periodo anterior.

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

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

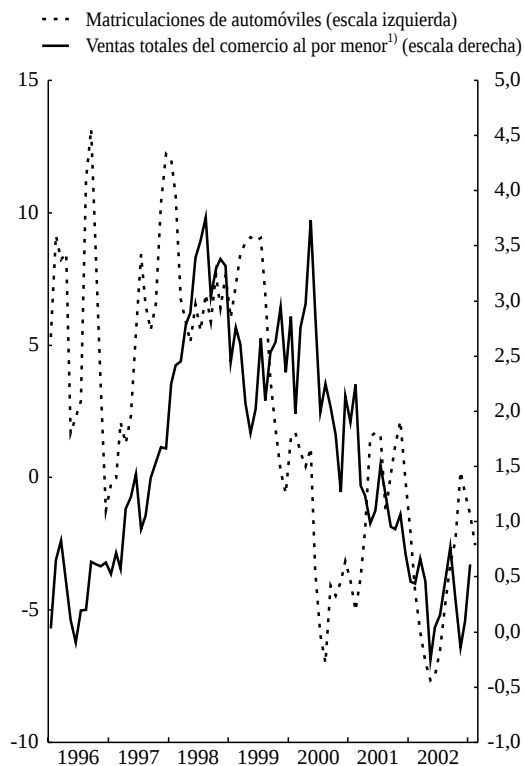
del consumo privado en el primer trimestre del año. Por una parte, el fuerte incremento registrado en enero del 2003 en la demanda exterior neta, sólo se vio compensado parcialmente por una modesta reducción en febrero, lo que indicaba que el gasto en consumo podía haberse mantenido relativamente constante a comienzos del presente año. Por otra, las matriculaciones de automóviles se redujeron un 6% en el primer trimestre del 2003. Esta reducción se produjo a pesar de que, en Italia, continuaron los incentivos fiscales, que habían estimulado considerablemente las matriculaciones de automóviles en el último trimestre del 2002 (véase gráfico 17).

La confianza de los consumidores mejoró algo en abril, como consecuencia, sobre todo, de las expectativas ligeramente más positivas relativas a las perspectivas económicas generales, pero también al desempleo y a la propia situación financiera de los hogares (véase cuadro 4). La evolución de la confianza de los consumidores en abril indica, por lo tanto, que puede que la incertidumbre haya desaparecido en cierta medida, en comparación con el mes de marzo. No obstante, el nivel general de confianza es bajo, debido al deterioro de las condiciones del mercado de trabajo, a los pasados descensos de las cotizaciones bursátiles y a la incertidumbre relacionada con las tensiones geopolíticas. La confianza en el sector del comercio al por menor mejoró levemente en abril del 2003 como resultado de expectativas más positivas sobre la situación económica en general.

Gráfico 17

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

(tasas de variación interanuales; medias móviles de tres meses centradas; ajustadas por el número de días laborables)



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

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

1) Calculadas utilizando datos desestacionalizados.

La producción industrial aumentó a comienzos del presente año, pero las tendencias subyacentes siguen siendo débiles

La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) se incrementó, en términos intermensuales, en febrero del 2003, tras mantener un perfil de volatilidad hacia finales de año, cuando se produjo una caída significativa de la producción, seguida por un crecimiento igualmente considerable en enero (véase cuadro 5). El patrón de producción industrial en torno a finales de año se vio distorsionado sustancialmente por el número de días laborables, pues el cierre de fábricas en torno al período de Navidad fue más generalizado. El nuevo aumento que se registró en la producción durante el mes de febrero se debió a incrementos en la producción de bienes de equipo y de energía. Por el contrario, la producción de bienes de consumo duradero fue menor, mientras que la de bienes intermedios se mantuvo apenas sin cambios. En términos de medias móviles de tres meses, no hay indicios todavía de un fortalecimiento de la actividad industrial.

Los datos procedentes de las encuestas de opinión sugieren que las débiles condiciones económicas proseguirán a comienzos del segundo

trimestre del 2003, a pesar de que se reducirá algo la incertidumbre al haber concluido las operaciones militares en Iraq. En primer lugar, el índice de directores de compras para el sector manufacturero cayó de nuevo en abril, hasta situarse en 47,8, tras el fuerte descenso ocurrido en marzo (véase gráfico 18). En abril, el índice se sitúa claramente por debajo del valor 50, que separa la expansión de la contracción en este sector, y que es el nivel más bajo desde enero del 2002. Esta caída es atribuible principalmente a los descensos registrados en la producción y en la cartera de pedidos. En segundo lugar, las encuestas de la Comisión Europea mostraron un empeoramiento de la confianza industrial en abril, como consecuencia de la valoración más pesimista de la cartera de pedidos y de las existencias (véase cuadro 4). Por el contrario, las expectativas relativas a la producción se estabilizaron en abril, tras el considerable deterioro registrado en marzo.

La confianza de la construcción no registró cambios en abril por segundo mes consecutivo (véase cuadro 4). En general, ha mejorado ligeramente en los últimos meses. Junto con alguna evidencia de fortalecimiento del producto hasta el mes de febrero, el sector de la construcción parece haber experimentado ciertas mejoras recientemente, tras los descensos observados a lo largo del 2002.

Cuadro 5

Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2001	2002	2002	2003	2003	2002	2003	2003	2002	2002	2002	2002	2003
			Dic	Ene	Feb	Dic	Ene	Feb	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene
						Intermensuales			Medias móviles de tres meses				
Total industria, excl. construcción	0,4	-0,6	-0,4	1,3	2,0	-1,5	1,2	0,4	0,2	0,3	0,0	0,1	-0,1
<i>Por principales destinos económicos:</i>													
Total ind., excl. construcción y energía	0,2	-0,7	0,4	1,1	1,0	-1,7	0,9	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4
Bienes intermedios	-0,7	0,3	1,4	2,4	1,1	-2,0	1,9	-0,2	0,3	0,3	-0,5	-0,1	-0,4
Bienes de equipo	1,5	-2,2	0,1	1,3	3,0	-1,7	0,4	0,7	0,4	0,2	0,6	0,6	0,0
Bienes de consumo	0,3	-0,7	-0,5	-1,2	-1,0	-1,3	0,1	-0,1	-0,2	0,3	0,3	0,0	-0,8
Bienes consumo duradero	-1,7	-5,4	-6,7	-4,0	-4,9	-3,2	1,6	-1,5	-1,2	-0,4	-1,3	-1,1	-2,6
Bienes consumo no duradero	0,7	0,2	0,8	-0,6	-0,2	-1,0	-0,2	0,2	0,0	0,5	0,6	0,2	-0,4
Energía	1,0	0,7	-5,4	1,0	8,0	0,2	2,4	3,6	-0,8	-1,0	-0,8	-0,6	1,9
Manufacturas	0,3	-0,7	0,3	1,1	1,0	-1,3	0,5	0,2	0,4	0,3	-0,1	0,0	-0,4

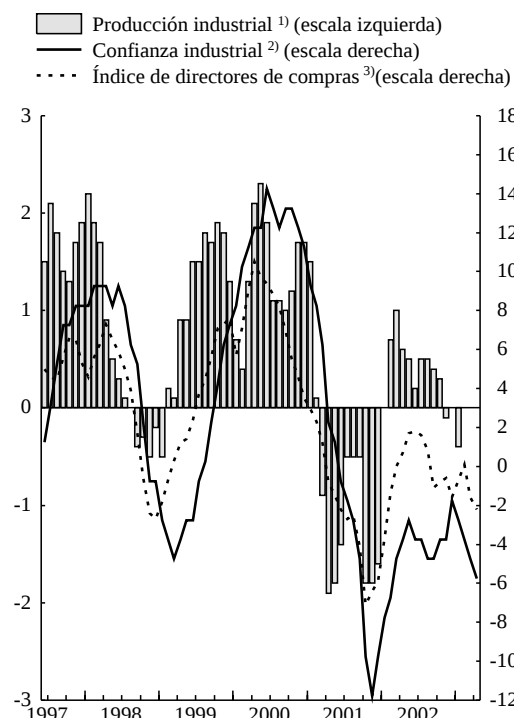
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 18

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

(datos mensuales)



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

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

La actividad en el sector servicios fue el principal factor de estímulo de la actividad general en el último trimestre del 2002. El valor añadido

total en este sector aumentó un 0,5%, en términos intertrimestrales, mientras que los servicios de mercado crecieron sólo ligeramente menos rápido, a un 0,4%. Si se observa la evolución en el primer semestre del 2003, los datos procedentes de las encuestas hasta el mes de abril sugieren que el crecimiento del valor añadido en los servicios de mercado podría haberse desacelerado en el primer trimestre del 2003 y haber mantenido su debilidad a comienzos del segundo trimestre. Los datos procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea para el sector servicios apuntan a una ligera caída de la confianza en el primer trimestre del 2003, como resultado, principalmente, del empeoramiento observado en marzo, tendencia que se invirtió en abril. No obstante, la confianza se mantuvo en este mes en niveles reducidos, comparables con los observados tras los atentados terroristas perpetrados en septiembre del 2001. El índice de directores de compra relativo a la actividad en el sector servicios se mantuvo sin cambios en abril, en el 47,7, tras cuatro años consecutivos de descensos. Todo ello apunta a una desaceleración de la actividad en los servicios en los primeros meses del año.

El desempleo de la zona del euro creció considerablemente en el primer trimestre del 2003

Según las cifras de paro, en el primer trimestre del 2003 se observó un considerable deterioro en las condiciones del mercado de trabajo. La tasa de desempleo normalizada para la zona del euro se elevó hasta el 8,7% en marzo del 2003,

Cuadro 6

Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

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

Fuente: Eurostat.

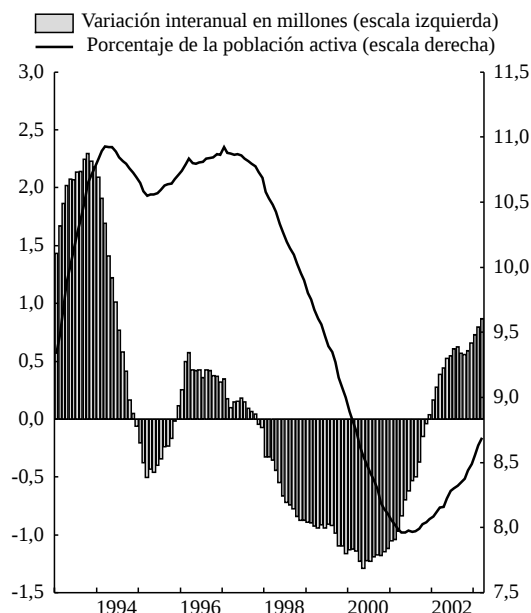
Notas: De acuerdo con las recomendaciones de la OIT. Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001).

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

Gráfico 19

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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

desde el 8,6% registrado en febrero (véase cuadro 6). La tasa de paro se revisó ligeramente a la baja para el período comprendido entre noviem-

bre del 2002 y febrero del 2003. El número de parados aumentó en 86.000 personas en marzo, tras un crecimiento cercano a los 110.000 en enero y febrero. El incremento total en el primer trimestre del año, superior a las 300.000 personas, es el mayor crecimiento trimestral observado desde finales de 1993 (véase gráfico 19).

El empleo creció moderadamente en el cuarto trimestre del 2002

Los datos de contabilidad nacional indican que el empleo total se incrementó un 0,1% en el cuarto trimestre del 2002, en comparación con el nulo crecimiento del tercer trimestre (véase cuadro 7). No obstante, el crecimiento real en el último trimestre del 2002 fue marginal, pues se debió a los efectos del redondeo. El crecimiento del empleo siguió siendo moderado en la mayor parte de los sectores económicos. En particular, en la industria, el empleo se redujo un 0,4% en el cuarto trimestre del año pasado, prácticamente sin cambios con respecto a las tasas observadas en los trimestres anteriores del año. El empleo en la construcción también continuó descendiendo, aunque a un ritmo menor que en el trimestre anterior. Por el contrario, el empleo en los servicios mostró más señales de resistencia, crecien-

Cuadro 7

Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

2) Incluye también caza y silvicultura.

3) Incluye también reparaciones, comunicaciones, hostelería.

4) Incluye también servicios inmobiliarios y de alquiler.

5) Incluye también educación, sanidad y otros servicios.

do a un 0,3%, en tasa intertrimestral, tras un aumento algo menor en el tercer trimestre del 2002. Así pues, la diferencia entre la evolución del empleo en el sector servicios y en el resto de la economía siguió ampliándose.

En cuanto a las perspectivas para el primer trimestre del 2003, las expectativas de creación de empleo mejoraron ligeramente desde el último trimestre del 2002, pero continuaron indicando un descenso del crecimiento del empleo en el primer trimestre del 2003. Más concretamente, el indicador de empleo del índice de directores de compras para el sector manufacturero se situó en un promedio de 46 en el primer trimestre, significativamente por debajo del umbral de 50 que señala el crecimiento del empleo. El indicador de empleo del índice de directores de compras para el sector servicios mostró un leve deterioro en el primer trimestre del 2003, en comparación con el último trimestre del año pasado. En abril, las encuestas de opinión mostraron una estabilización de las condiciones de empleo tanto en el sector servicios como en el manufacturero.

Parece probable una recuperación moderada, tras un débil crecimiento a corto plazo

La conclusión de las operaciones militares en Iraq ha reducido algo la inseguridad geopolítica existente tanto en la economía internacional como en la de la zona del euro. La menor incertidumbre era patente en la reciente evolu-

ción de los precios del petróleo y de los mercados financieros. En cuanto a la confianza, los componentes de la encuesta que contienen mayor información sobre la evolución futura, y que se han visto más afectados por el clima de incertidumbre geopolítica, también mejoraron ligeramente en abril. No obstante, las encuestas de opinión hasta abril muestran que el clima general al inicio del segundo trimestre no parece ser especialmente favorable en el corto plazo a una actividad económica más intensa. A un plazo algo más largo, el principal escenario sigue siendo el de una recuperación moderada a finales del año 2003, que cobrará impulso en el 2004, asociada con la recuperación esperada de la demanda total, las perspectivas de que se reduzca la inflación con el consiguiente crecimiento de la renta real disponible y el bajo nivel de los tipos de interés. La reciente desaparición de la incertidumbre ligada a las tensiones de carácter geopolítico debería también contribuir a la recuperación económica.

No obstante, persisten los riesgos a la baja. En primer lugar, están los riesgos generados por la acumulación pasada de desequilibrios macroeconómicos fuera de la zona del euro y por la inquietud que existe últimamente con respecto al virus de la neumonía asiática. Además, hay un cierto nivel de incertidumbre acerca de los ajustes que aún es necesario realizar en el sector empresarial de la zona del euro, con el fin de aumentar la productividad y la rentabilidad, y que podrían tener repercusiones sobre el crecimiento del empleo y, por consiguiente, sobre el consumo privado.

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

El euro se recuperó en el mes de abril

Tras un período de fluctuaciones bastante intensas durante el mes de marzo y a comienzos de abril, relacionadas principalmente con el desarrollo de la guerra en Iraq, parece que los mercados de divisas han vuelto a centrar su atención a lo largo de abril y primeros de mayo en los factores macroeconómicos, tales como los déficit gemelos existentes en Estados Uni-

dos y la debilidad de la actividad económica en Japón. En este entorno, y tras una breve caída registrada durante la primera semana de abril, el tipo de cambio efectivo nominal del euro experimentó una recuperación, retornando a un nivel aproximadamente similar al registrado en promedio durante el primer trimestre de 1999.

A comienzos del mes de abril, el euro se depreció frente al dólar de Estados Unidos, antes de

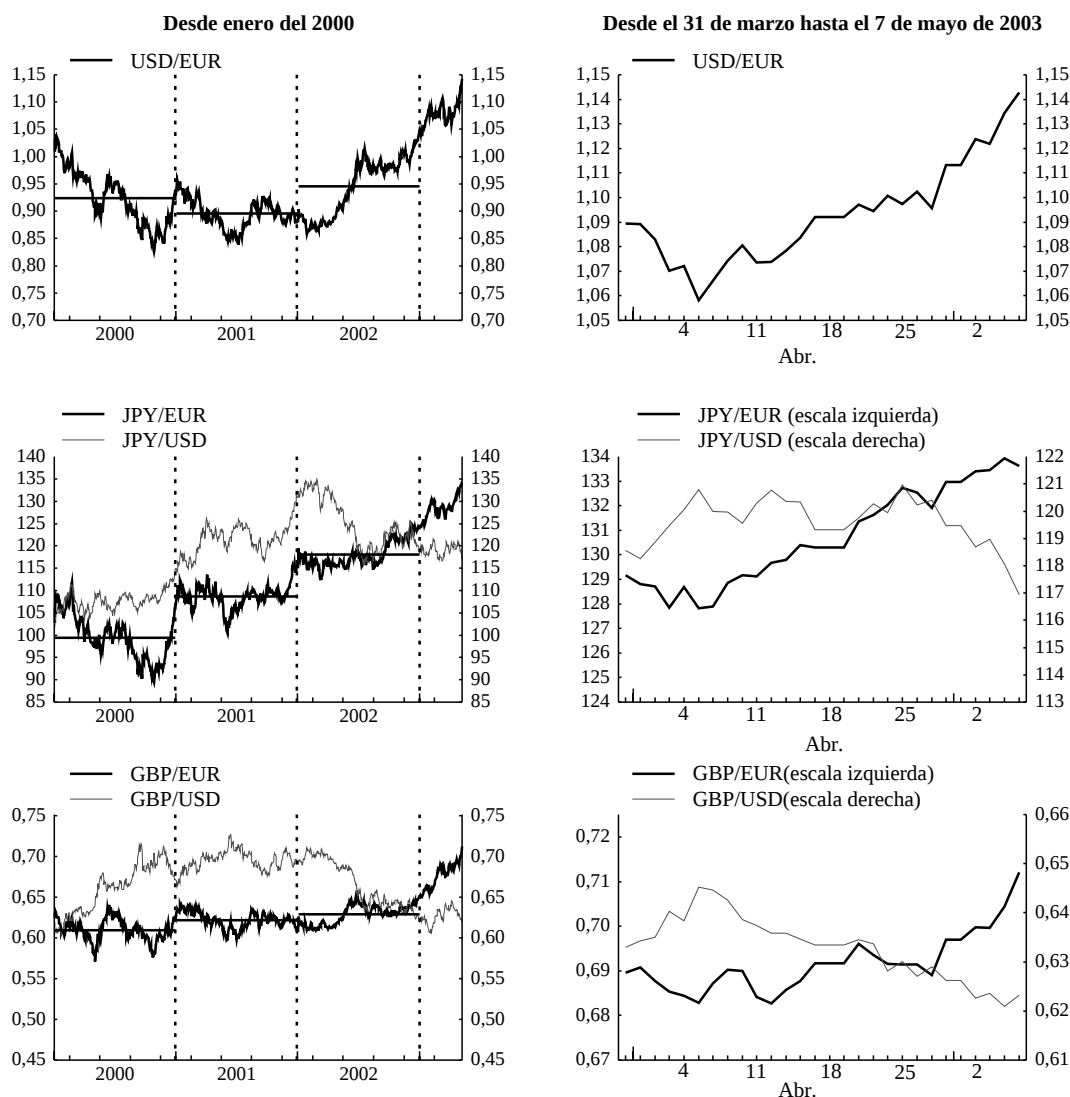
apreciarse de nuevo en las siguientes semanas frente a la divisa estadounidense (véase gráfico 20). En apariencia, el inicial debilitamiento del euro estuvo asociado a una reducción de la incertidumbre, a medida que la fase militar de las operaciones en Iraq iba concluyendo. En el transcurso de abril y a inicios de mayo, los participantes en los mercados volvieron a centrar su atención en los factores macroeconómicos, tales como la persistencia del déficit de la balanza por cuenta corriente estadounidense. Este hecho, combinado con la publicación en Estados Unidos de datos económicos de signo contradictorio que

sugerían la atonía de la actividad manufacturera y la debilidad de los mercados de trabajo, al tiempo que confirmaban un consumo privado robusto, parece haber respaldado, en cierta medida, el fortalecimiento del euro, a pesar del hecho de que el signo de los datos macroeconómicos publicados en la zona del euro también ha sido contradictorio. El 7 de mayo, el tipo de cambio del euro se situaba en 1,14 dólares, es decir, un 4,9% por encima del nivel registrado a finales de marzo del 2003 y un 20,8% por encima de la media del año 2002 (véase el recuadro 6 titulado «La utilización de

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.

indicadores basados en opciones sobre divisas para evaluar las expectativas en los mercados de cambios»).

Durante el mes de abril, el yen japonés se depreció frente al euro, al tiempo que mantenía una cotización más estable frente al dólar estadounidense, aparte de una cierta depreciación sufrida en la primera semana de dicho mes de abril. En apariencia, la estabilidad relativa de la divisa japonesa frente al dólar estaría, en parte, asociada a las expectativas existentes entre los participantes en el mercado acerca de que las autoridades japonesas podrían intervenir de nuevo en los mer-

cados de divisas al objeto de evitar una apreciación del yen. El debilitamiento de la moneda japonesa frente al euro podría también reflejar las perspectivas bastante pesimistas existentes en los mercados acerca de la actividad económica en Japón, en un entorno de persistente debilidad del crecimiento económico mundial (véase gráfico 20). El 7 de mayo, el euro cotizaba a 133,6 yenes, es decir, un 3,4% por encima del nivel registrado a finales de marzo y un 13,2% por encima de la media del año 2002.

El euro se apreció asimismo frente a la libra esterlina, a medida que la publicación de da-

Recuadro 6

La utilización de indicadores basados en opciones sobre divisas para evaluar las expectativas en los mercados de cambios

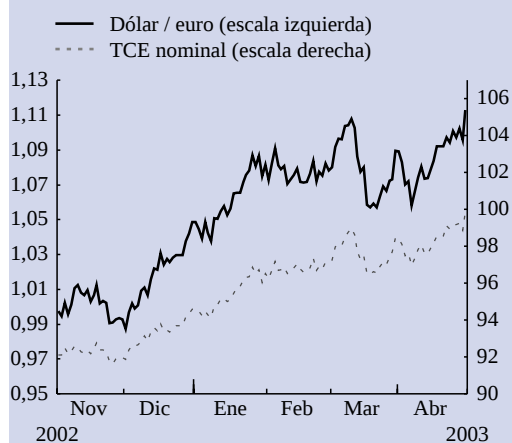
A partir del segundo trimestre del año 2002, el euro se ha apreciado frente a otras importantes divisas. Tras mostrar una relativa estabilidad en los meses de verano del 2002, en el período comprendido entre el 1 de

noviembre de 2002 y el 30 de abril de 2003, el euro experimentó un renovado impulso frente al dólar de Estados Unidos, con una apreciación de un 11,6% de la moneda única con respecto a la divisa estadounidense (véase gráfico A)¹. Sin embargo, desde finales de febrero del 2003, este tipo de cambio bilateral ha registrado importantes fluctuaciones. En el presente recuadro se examina la evolución de las expectativas existentes en los mercados durante los últimos meses, captadas mediante datos derivados de los precios de las opciones sobre divisas, centrándose en el tipo de cambio dólar/euro.

Los datos sobre los precios de las opciones sobre divisas posibilitan la estimación de un amplio conjunto de indicadores acerca de las fluctuaciones futuras de los tipos de cambio. En primer lugar, es posible extraer la volatilidad futura esperada del tipo de cambio bilateral subyacente, que proporciona una medida de la incerti-

Gráfico A: Tipo de cambio dólar / euro y tipo de cambio efectivo del euro

(datos diarios)



Fuente: BCE.

dumbre que el mercado asigna a la futura evolución del tipo de cambio. En segundo lugar, los datos basados en opciones pueden utilizarse al objeto de inferir si la percepción del mercado es que la incertidumbre es simétrica o bien se encuentra básicamente sesgada hacia una dirección concreta. Por último, mediante una amplia utilización de técnicas de interpolación y extrapolación, es posible obtener una medida de toda la distribución de probabilidad del futuro tipo de cambio conforme es percibida por el mercado. El BCE utiliza con frecuencia indicadores basados en opciones sobre divisas al realizar un seguimiento y análisis de la evolución de los mercados de divisas.

¹ No obstante, la apreciación de la moneda única ha sido más generalizada, tal como pone de manifiesto la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro en un 8,5% durante el mismo período de tiempo.

Las propiedades del modelo de valoración de opciones de Black y Scholes pueden utilizarse para extraer información útil de los precios de las opciones europeas². Dado que todos los componentes de la fórmula de valoración de Black y Scholes son directamente observables a partir de los precios de cotización de las opciones sobre divisas excepto la volatilidad esperada del tipo de cambio subyacente, es posible derivar una estimación de la volatilidad futura que vaya a existir en el mercado invirtiendo simplemente la fórmula de Black y Scholes. La volatilidad derivada de los precios de las opciones se denomina «volatilidad implícita», que es una medida del grado de incertidumbre que el mercado de opciones asigna a las fluctuaciones futuras del tipo de cambio en una u otra dirección a lo largo del horizonte temporal de la opción. A su vez, una *risk reversal* es una estrategia que consiste en comprar una opción de compra y, de manera simultánea, vender una opción de venta de similares características³: su valor se calcula habitualmente como la diferencia entre las volatilidades implícitas de las dos opciones. La estrategia de *risk reversal* puede utilizarse para

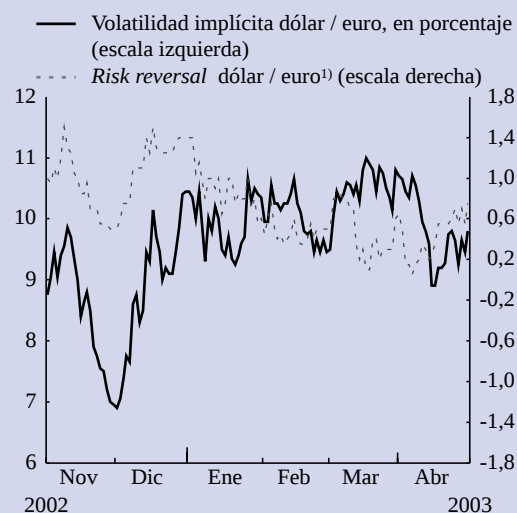
evaluar la ponderación relativa que el mercado asigna al riesgo de una fuerte apreciación del tipo de cambio frente al riesgo de una fuerte depreciación. El elevado valor positivo de una *risk reversal* de opciones sobre el tipo de cambio dólar/euro sugiere que se asigna una probabilidad mayor a una fuerte apreciación del euro, mientras que un elevado valor negativo indica que las expectativas presentan un sesgo en favor de una fuerte depreciación del euro.

El gráfico B muestra la evolución de la volatilidad implícita y de las *risk reversals* derivadas de contratos de opciones sobre el tipo de cambio dólar/euro con un plazo de vencimiento de un mes. La volatilidad implícita disminuyó a lo largo de noviembre del 2002 hasta alcanzar un mínimo a comienzos de diciembre del pasado año. A continuación, en consonancia con la intensificación del impulso hacia la apreciación del euro frente al dólar, la volatilidad implícita aumentó con gran fuerza durante el resto del mes de diciembre. Este incremento de la volatilidad implícita coincidió con un desplazamiento de la *risk reversal* desde un valor casi neutral (cero) hasta un territorio que sugiere expectativas de apreciación del euro a corto plazo. En consecuencia, da la impresión de que, una vez que la apreciación del euro cobró ritmo, el mercado de opciones comenzó a asignar una probabilidad más elevada a una futura fluctuación a corto plazo del tipo de cambio bilateral sesgada hacia un fortalecimiento adicional del euro.

Durante los cuatro primeros meses del 2003, la volatilidad implícita fluctuó en torno a ese nivel más elevado, antes de disminuir de manera sustancial en la segunda mitad del mes de abril. Esta evolución ha estado estrechamente vinculada a la guerra en Irak y ha tenido lugar en un entorno caracterizado por unas fluctuaciones relativamente intensas del tipo de cambio y por un descenso gradual de las *risk reversals* hacia cero. Considerados en su conjunto, estos movimientos sugieren que, si bien el mercado de opciones mantuvo su preocupación acerca de la

Gráfico B: Volatilidad implícita y *risk reversals* del tipo de cambio dólar / euro

(datos diarios)



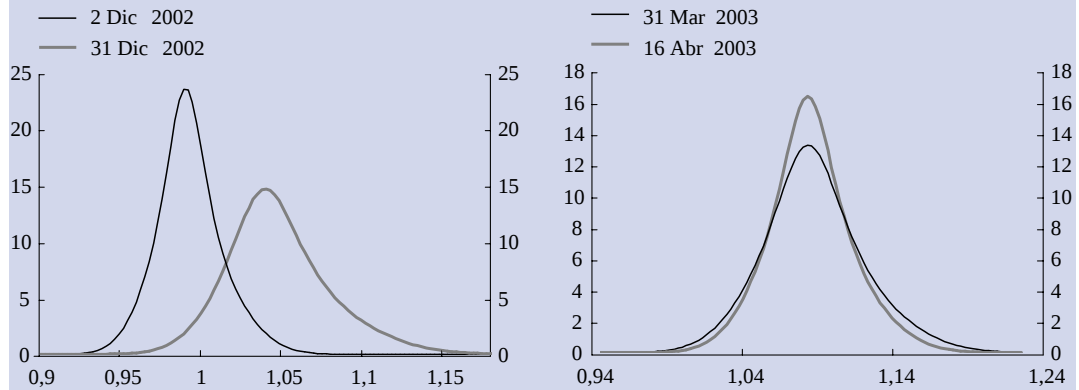
Fuente: Citibank.

1) Las *risk reversals* se miden como la diferencia entre las volatilidades implícitas de una opción de venta y de una opción de compra de similares características.

² En la fórmula de Black y Scholes, las opciones europeas sobre divisas vienen determinadas por el vigente tipo de cambio al contado, los tipos de interés nacional y extranjero, el precio y la fecha de vencimiento del contrato de opción, así como por la volatilidad del tipo de cambio subyacente a lo largo del horizonte temporal del contrato de opción. Una opción europea no puede ejercerse con anterioridad a la fecha de vencimiento, mientras que una opción americana puede ejercerse en cualquier momento entre la fecha de compra y la fecha de vencimiento.

³ Mediante una opción de venta europea, el inversor compra el derecho, pero no la obligación, a vender la divisa durante el último día del contrato a un tipo de cambio especificado. De manera similar, una opción de compra europea ofrece el derecho, pero no la obligación, a comprar la divisa a un tipo de cambio especificado.

Gráfico C: Distribuciones neutras al riesgo implícitas de los tipos de cambio dólar / euro en fechas seleccionadas



Fuentes: Citibank y cálculos del BCE.

Nota: Las probabilidades se representan en los ejes de ordenadas, mientras que los tipos de cambio a plazo de un mes se representan en los ejes de abscisas.

posibilidad de fuertes fluctuaciones a corto plazo del tipo de cambio dólar/euro, hasta inicios del mes de abril ese mercado vino asignando una probabilidad paulatinamente menor a que tales fluctuaciones fuesen asociadas a una apreciación del euro. Un efecto habitual del impacto a corto plazo de la tensión geopolítica durante este período ha sido la fuerte depreciación del euro. Esta evolución coincidió con un desplazamiento al alza de la volatilidad implícita y, unos días más tarde, con un desplazamiento a la baja más pronunciado de las *risk reversals*, durante la semana posterior al anuncio del comienzo de las operaciones militares en Iraq, realizado el 13 de marzo del 2003 por la administración de Estados Unidos (véanse gráficos 1 y 2).

La información extraída de los precios de las opciones puede perfeccionarse mediante la estimación de toda la distribución de probabilidad del tipo de cambio. En concreto, puede obtenerse una medida de la densidad neutral al riesgo (RND) implícita a partir de los datos de las volatilidades implícitas, las *risk reversals* y las *strangles* (otra estrategia que consiste en la compra simultánea de una opción de venta y de una opción de compra de similares características). La RND implícita refleja la percepción existente en los mercados acerca de la distribución de probabilidad del tipo de cambio subyacente en la fecha futura en que expira la opción, si los participantes en el mercado fuesen neutrales al riesgo⁴. A pesar de las necesarias cautelas derivadas del supuesto de neutralidad al riesgo de los inversores, la RND implícita debiera ofrecer unas indicaciones útiles de otras características de la distribución, tales como la dispersión de la incertidumbre, así como de la existencia de posibles asimetrías en la forma de la distribución.

En el gráfico C se presentan funciones de RND implícita en fechas seleccionadas. En el diagrama de la izquierda, la apreciación del tipo de cambio a plazo de un mes del euro frente al dólar estadounidense durante el mes de diciembre del 2002 se representa mediante un desplazamiento a la derecha de la media de la función. Esa apreciación también estuvo asociada a un notable incremento de la incertidumbre, como lo demuestra el aumento de la desviación típica de la RND en el período comprendido entre los días 2 y 31 de diciembre de 2002. Se observa que, en esta última fecha, la RND también era claramente más asimétrica: el mayor grosor del extremo derecho de la distribución muestra que las expectativas pasaron a estar más sesgadas en favor de una apreciación del euro. El diagrama de la derecha presenta la evolución registrada durante las dos últimas semanas (a comienzos de abril del 2003) de las operaciones militares en Iraq. Si bien el tipo de cambio a plazo no varió significativamente entre ambas fechas, el grado general de incertidumbre, medido por la desviación típica de las RND, experimentó una disminución. La forma de la función también pasó a ser ligeramente más asimétrica, reflejando una mayor consolidación de las expectativas de una futura apreciación del euro.

⁴ Puesto que la RND implícita es neutral al riesgo, la media de la distribución se corresponde con el tipo de cambio a plazo durante el horizonte temporal relevante. Sin embargo, dado que los inversores son, con frecuencia, aversos al riesgo, la RND implícita sólo es una estimación de la "auténtica" percepción que el mercado tiene de la distribución de probabilidad.

En resumen, las medidas de las expectativas existentes en los mercados acerca de la evolución a corto plazo del tipo de cambio que se derivan de los precios de las opciones sobre el tipo de cambio dólar/euro a plazo de un mes muestran cambios significativos entre noviembre del 2002 y abril del 2003, un período en que el tipo de cambio subyacente también experimentó sustanciales variaciones. En particular, la aplicación de estas medidas contribuye a arrojar una luz adicional sobre las fluctuaciones de los tipos de cambio y acerca de la distribución de los riesgos alrededor de los tipos de cambio a plazo. No obstante, se hace preciso extremar las precauciones a la hora de extraer conclusiones concretas con respecto a la evolución pasada y prevista de los tipos de cambio.

tos económicos en el Reino Unido parecía confirmar el menor ritmo de crecimiento de la actividad económica, especialmente en el sector servicios. El 7 de mayo, el euro cotizaba a 0,71 libras esterlinas, esto es, un 3,3% por encima del nivel registrado a finales de marzo y un 13,2% superior a la media del año 2002.

Por lo que respecta a las otras monedas europeas, la corona danesa siguió fluctuando dentro de un estrecho intervalo situado ligeramente por debajo de su paridad central dentro del MTC II (véase gráfico 21). El euro se depreció en un 1,6% frente a la corona sueca, al tiempo que se apreciaba en un 2,5% con respecto al franco suizo. En términos generales, la divisa suiza se depreció de forma bastante significativa frente al euro tras el inicio de las operaciones militares en Iraq, lo que ha representado una pérdida de parte de la apreciación previa asociada a los flujos financieros en busca de refugio que se había acumulado desde finales del año 2002.

A la luz de la evolución anteriormente mencionada, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de los doce principales socios comerciales de la zona del euro, se situó el 7 de mayo un 2,9% por encima del nivel registrado a finales de marzo y un 13% por encima de su nivel medio del año 2002 (véase gráfico 22). En particular, esta evolución refleja el fortalecimiento del euro frente al dólar norteamericano, la libra esterlina, el yen japonés y, en menor medida, el franco suizo, fortalecimiento que sólo se vio compensado de forma marginal por la apreciación de la corona sueca frente a la moneda única.

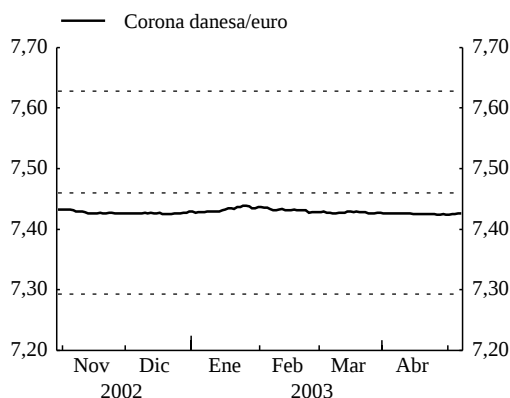
Leve disminución del superávit de la balanza por cuenta corriente en febrero del 2003

El saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit de 3,2 mm de euros en el mes de febrero del 2003, en comparación con el superávit de 4,7 mm de euros contabilizado en febrero del 2002. La disminución del saldo superavitario fue el resultado de un incremento de 3 mm de euros del déficit de la balanza de rentas, así como de una ligera reducción del superávit de la balanza de bienes, que compensaron con creces la disminución del déficit tanto de la balanza de servicios como de la de transferencias corrientes (véase cuadro 8). Al examinar la evolución intermensual, sobre la base de los datos desestacionalizados, se observa una trayectoria similar, de modo que el saldo de la balanza por cuenta corriente registró un superávit de 1,9 mm de

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).

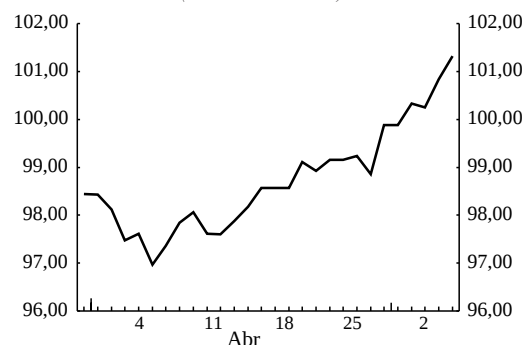
Gráfico 22

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

(datos diarios)

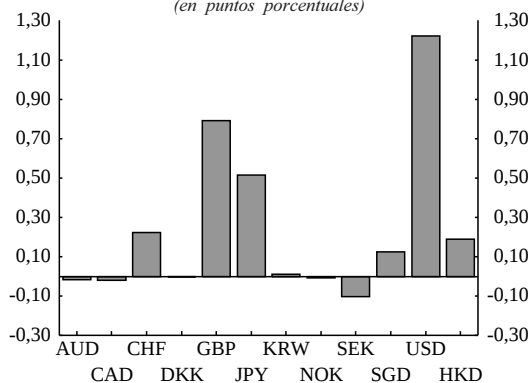
Desde el 31 de marzo hasta el 7 de mayo de 2003

(índice: 1999 I=100)



Contribución a las variaciones de los 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.

euros en febrero del 2003, inferior al superávit de 2,2 mm de euros contabilizado durante el mes anterior.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el gráfico 23 muestra que el incremento del saldo acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente dejó de aumentar hacia finales del año 2002. Esta paralización se ha debido, principalmente, a la estabilización del saldo acumulado de la balanza de bienes, que podría obedecer, en parte, a los efectos de la apreciación del euro: las exportaciones en términos nominales a países situados fuera de la zona del euro registraron una disminución marginal durante el segundo semestre del pasado año, a conse-

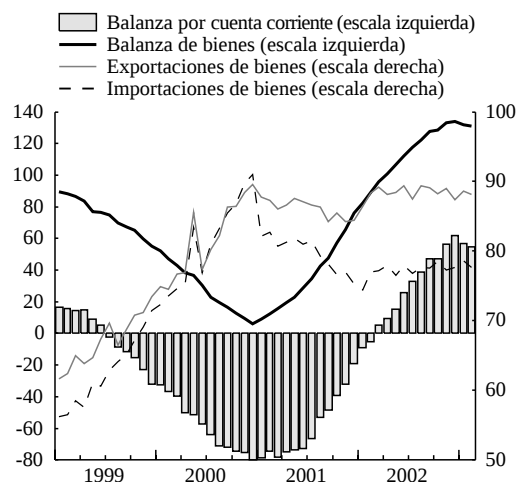
cuencia tanto de la atonía de las exportaciones en términos reales como de la caída de los precios de exportación (aproximados estos últimos mediante los índices de valor unitario). Las exportaciones en términos reales a países situados fuera de la zona del euro han permanecido básicamente estables desde el segundo semestre del año 2002 (véase gráfico 24), lo que ha coincidido con una débil demanda externa y con la pérdida de competitividad resultante de la apreciación del euro. Una evidencia adicional del efecto que ha tenido la apreciación del euro procede del hecho de que las exportaciones a países cuyas divisas han experimentado una depreciación más acusada frente al euro, caso de Estados Unidos, parecen haber registrado una notable desaceleración. Durante este mismo período, los precios de exportación han venido cayendo, lo que sugiere que los exportadores de la zona del euro están recortando sus márgenes al objeto de compensar parcialmente la menor competitividad, en cuanto a precios, resultante de la apreciación del euro.

Al mismo tiempo, persistió la atonía de las importaciones de bienes en términos nominales, reflejando tanto la debilidad de las importacio-

Gráfico 23

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

(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

Cuadro 8**Balanza de pagos de la zona del euro***(mm de euros; datos sin desestacionalizar)*

	2002 Ene - Feb	2002 Feb	2003 Ene - Feb	2002 Dic	2003 Ene	2003 Feb
Cuenta corriente	4,5	4,7	-3,2	9,1	-6,5	3,2
Ingresos	274,5	132,8	274,7	144,8	143,3	131,5
Pagos	270,0	128,1	278,0	135,7	149,7	128,3
Bienes	13,2	10,1	10,3	10,7	0,8	9,5
Exportaciones	163,1	83,5	165,2	84,9	81,8	83,5
Importaciones	149,9	73,3	154,9	74,1	80,9	74,0
Servicios	-4,0	-1,4	-0,7	2,4	-0,4	-0,3
Exportaciones	47,4	23,1	48,3	29,4	25,2	23,1
Importaciones	51,3	24,5	48,9	27,0	25,6	23,3
Rentas	-6,6	-0,2	-13,2	-0,4	-10,1	-3,2
Transferencias corrientes	1,8	-3,9	0,3	-3,7	3,1	-2,8
Cuenta de capital	3,0	0,4	1,2	0,9	2,1	-0,9
Cuenta financiera	-26,1	13,3	-18,7	-15,0	-15,6	-3,1
Inversiones directas	-7,9	-9,1	-0,2	-1,7	-0,9	0,7
En el exterior	-28,1	-21,4	-17,9	-4,3	-10,9	-7,0
Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos	-13,7	-5,1	-11,9	-15,6	-6,7	-5,2
Otro capital, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	-14,4	-16,2	-6,0	11,3	-4,2	-1,8
En la zona del euro	20,1	12,2	17,7	2,6	10,0	7,6
Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos	6,2	3,4	13,9	11,4	8,4	5,5
Otro capital, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	14,0	8,9	3,7	-8,8	1,6	2,1
Inversiones de cartera	-42,1	-8,6	5,2	-2,6	-5,5	10,7
Acciones y participaciones	0,4	0,6	20,3	-6,7	16,2	4,1
Activos	-22,3	-8,8	2,0	-6,6	2,0	-0,1
Pasivos	22,7	9,4	18,3	-0,1	14,1	4,2
Valores distintos de acciones	-42,6	-9,2	-15,1	4,1	-21,7	6,6
Activos	-23,9	-9,8	-48,5	-9,0	-24,7	-23,8
Pasivos	-18,7	0,6	33,4	13,1	3,0	30,4
Pro memoria:						
Inversión neta total directa y de cartera	-50,1	-17,7	4,9	-4,3	-6,4	11,4
Derivados financieros	5,4	2,1	-0,1	-2,0	-1,0	0,9
Otras inversiones	21,4	26,4	-30,5	-7,5	-9,6	-20,8
Activos de reserva	-2,9	2,5	7,0	-1,2	1,5	5,4
Errores y omisiones	18,6	-18,3	20,7	4,9	20,0	0,7

Fuente: BCE.

Notas: Pueden producirse discrepancias, debidas al redondeo. En la cuenta financiera, un signo positivo indica un flujo de entrada; un signo negativo, un flujo de salida. En los activos de reserva, un signo negativo indica un aumento; un signo positivo, una disminución. En la dirección del BCE en Internet se pueden encontrar cuadros más detallados de la balanza de pagos del Euro 12.

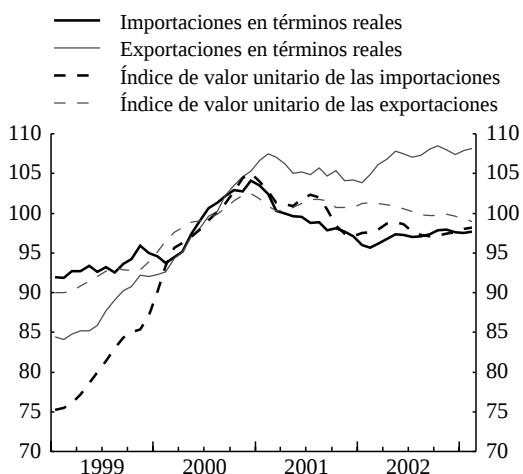
nes en términos reales como un ligero descenso de los precios de importación (véase gráfico 24). Hasta ahora, la debilidad de la demanda de la zona del euro —especialmente de categorías de gasto intensivo en importaciones, tales como la inversión— parece haber compensado el impacto al alza sobre las importaciones en térmi-

nos reales que debería derivarse de la apreciación del euro. Hasta fechas recientes, el aumento de los precios del petróleo registrado parece haber compensado, en parte, la presión a la baja sobre los precios de importación resultante de la apreciación del euro. Sin embargo, de cara al futuro, es probable que tenga lugar

Gráfico 24

Comercio fuera de la zona del euro en términos reales e índices de valor unitario de dicho comercio ¹⁾

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a enero del 2003 y se basan, en parte, en estimaciones.

una presión bajista significativa sobre los precios de importación durante el resto del año 2003, como consecuencia del impacto retardado de la apreciación del euro, combinado con la reciente caída de los precios del petróleo, en caso de que ésta se mantenga.

Entradas netas de inversiones de cartera en febrero del 2003

El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas netas de 11,4 mm de euros en febrero del 2003, como resultado, principalmente, de las entradas netas contabilizadas en las inversiones de cartera (10,7 mm de euros).

La evolución de las inversiones de cartera durante febrero del 2003 obedeció a unas entradas netas tanto de inversiones materializadas en acciones y participaciones (4,1 mm de euros) como de valores distintos de acciones (6,6 mm de euros). Dentro de los valores distintos de acciones, en el mes de febrero se registraron unas entradas netas sustanciales en la rúbrica de instrumentos del mercado monetario, como resultado de las adquisiciones de instrumentos

de la zona del euro (por importe de 12,6 mm de euros) realizadas por inversores no residentes (véase el cuadro 8.5 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). Estas entradas netas sólo se vieron parcialmente compensadas por unas salidas netas en la rúbrica de bonos y obligaciones: unas considerables adquisiciones netas de bonos y obligaciones extranjeros por parte de inversores de la zona del euro (por importe de 25,1 mm de euros) quedaron compensadas, en parte, por unas adquisiciones netas de bonos y obligaciones de la zona del euro realizadas por inversores no residentes (por importe de 17,8 mm de euros).

Por el contrario, y al igual que en los meses precedentes, los flujos netos de inversiones directas registraron durante el mes de febrero del 2003 un equilibrio aproximado. La cuenta de otras inversiones contabilizó unas salidas netas por importe de 20,8 mm de euros en febrero, como consecuencia, básicamente, de la evolución de «otros sectores» (es decir, del sector tenedor de dinero).

Los datos de la cuenta financiera correspondiente a febrero del 2003 confirmaron algunas de las tendencias observadas durante los meses precedentes. Dentro de éstas, la más importante se refiere al hecho de que los flujos financieros de la zona del euro continúan dominados por los flujos registrados en la rúbrica de valores distintos de acciones, al tiempo que los flujos netos de inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones y de inversiones directas han permanecido muy moderados durante varios meses. Este cambio de composición de los flujos financieros podría ser un reflejo del considerable grado de incertidumbre y de la elevada volatilidad existentes en los mercados financieros, especialmente durante los meses inmediatamente anteriores a la guerra en Iraq. Esta interpretación no sólo es consistente con los elevados flujos netos registrados en febrero del 2003 tanto en el lado del pasivo como en el del activo de la rúbrica de bonos y obligaciones, sino también con las sustanciales adquisiciones netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro realizadas durante el citado mes por inversores residentes en el extranjero.

Revisiones de los datos

En la balanza por cuenta corriente, la introducción de una nueva encuesta de turismo por parte de un Estado miembro ha dado lugar a una revisión del saldo de la balanza de servicios. La nueva metodología ha revelado que, hasta ahora, los gastos en viajes se habían venido infravalorando, por lo que los pagos de la balanza de servicios han experimentado una revisión desde 1997 en adelante. Como consecuencia de esta y otras revisiones, se introdujo un ajuste a la baja en el saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, por un importe en torno a 5 mm de euros anuales entre los años 1997 a 2001, y a 0,3 mm de euros en el año 2002.

Las revisiones efectuadas en la cuenta financiera han afectado desde el año 2001 a las inversiones de cartera, dado que un país miembro de la zona del euro informó de sustanciales modificaciones introducidas en los pasivos relacionados con los valores distintos de acciones. Las entradas netas de valores distintos de acciones de la zona del euro se revisaron al alza, desde 95 mm de euros y 150,3 mm de euros, en los años 2001 y 2002, respectivamente, hasta 122,5 mm de euros y 194,2 mm de euros. Para enero del 2003, las entradas netas de valores distintos de acciones de la zona del euro fueron revisadas al alza por un importe de 6,7 mm de euros.

Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

En este artículo se analiza la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales (en adelante denominados, «precios de la vivienda») en la zona del euro y se examinan sus posibles determinantes y probables efectos sobre el gasto de los hogares y los préstamos para adquisición de vivienda. El seguimiento y la explicación de la evolución de los precios de la vivienda son importantes para la política monetaria, tanto porque el mercado de la vivienda puede constituir un canal fundamental en el mecanismo de transmisión de la política monetaria como porque las fluctuaciones de estos precios son fuentes potenciales de perturbación para la economía. Lamentablemente, la falta de información fiable y armonizada sobre estos precios en la zona del euro dificulta por el momento el seguimiento y la explicación de su trayectoria.

Desde 1998, los precios de la vivienda en la zona del euro han aumentado con más rapidez que los precios de consumo (es decir, han subido en «términos reales»), pero el repunte ha sido menos pronunciado que a finales de la década de los ochenta. El descenso de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda y el crecimiento sostenido de la renta han sido los factores fundamentales que han contribuido a este repunte. Los factores demográficos y otros factores específicos de los distintos países han influido también en la dinámica de los precios de la vivienda. Se considera que la incidencia de los recientes incrementos de los precios reales de la vivienda sobre el consumo privado ha sido relativamente moderada en la zona del euro en su conjunto, si bien en algunos países esta incidencia puede haber sido mayor. El endeudamiento bruto de los hogares también se ha elevado, si bien partía de niveles reducidos, en parte como resultado de las subidas de los precios de la vivienda.

I Introducción

La compra o la venta de una vivienda es habitualmente la mayor transacción en la que participa un hogar. Por lo tanto, es muy probable que los cambios en los precios de la vivienda influyan sustancialmente en los planes presupuestarios y en las decisiones de ahorro de los posibles compradores y vendedores de viviendas, así como en las decisiones relativas a su localización y a la oferta de trabajo. Las fluctuaciones de los precios de la vivienda tienen, asimismo, un efecto importante e inmediato sobre la riqueza de sus propietarios, dado que los inmuebles residenciales suelen constituir el mayor activo en sus carteras. Además, en la medida en la que influyen en los alquileres, los precios de la vivienda afectan a la distribución de la renta entre arrendatarios y propietarios. También repercuten en la actividad constructora.

Todo lo anterior sugiere que las fluctuaciones de los precios de la vivienda pueden tener un posible efecto sobre la actividad económica y la estabilidad de precios al afectar a la demanda y la oferta agregadas, a la distribución de la renta y a las decisiones de endeudamiento de los ho-

gares. Sin embargo, resulta difícil realizar un seguimiento y explicar la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro por falta de información fiable y armonizada (véase recuadro 1 sobre «Fuentes y limitaciones de los datos») y porque los mercados de la vivienda están segmentados desde un punto de vista geográfico, lo que significa que muchos factores que condicionan los precios de la vivienda son locales.

Al tiempo que toma en consideración el problema de los datos, la sección 2 del presente artículo examina la evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro. La sección 3 analiza algunos de los posibles determinantes de su reciente trayectoria. En las dos secciones siguientes se comentan los posibles canales a través de los cuales las fluctuaciones de los precios de la vivienda pueden influir en el resto de la economía. El artículo se centra en dos de ellos, que han sido últimamente objeto de atención, es decir, en las eventuales implicaciones de las fluctuaciones de los precios de la vivienda para el consumo privado (sección 4) y para la situación financiera de los hogares (sección 5).

Recuadro I

Fuentes y limitaciones de los datos

Para la mayoría de las series utilizadas en este artículo no existen datos armonizados, o sólo existen para períodos cortos, por lo que se hace una amplia utilización de series nacionales de datos no armonizados, teniendo en cuenta que estas series no son, en principio, comparables entre países. En el presente recuadro se describen algunas de las limitaciones de los datos.

Precios de los inmuebles residenciales

Para la mayoría de los países de la zona del euro se dispone de datos desde finales de los años setenta o principios de los ochenta. Para España se dispone de datos desde 1957; para Austria y Portugal, desde 1988, y para Grecia, desde 1994. El índice de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se construye como media ponderada de las variaciones de los indicadores nacionales no armonizados de precios de la vivienda. A falta de información sobre los valores relevantes de las transacciones, los agregados de la zona se elaboran utilizando ponderaciones del PIB. Dado que las series nacionales no están armonizadas, el índice únicamente puede ofrecer una indicación aproximada de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro.

En concreto, la recogida y la elaboración de estadísticas de precios de los inmuebles residenciales no se encuentran sujetas a ninguna legislación comunitaria, y los datos disponibles proceden de una diversidad de fuentes públicas y privadas (institutos nacionales de estadística, entidades de crédito hipotecario, agencias inmobiliarias, etc.). Difieren en su cobertura geográfica (v.g., principales ciudades o el país en su conjunto), en su cobertura de los tipos de vivienda (v.g., nueva o construida, pisos o casas), y suelen incluir únicamente determinados tipos de transacciones (sólo aquellas financiadas mediante garantía hipotecaria o transacciones intermediadas por agencias inmobiliarias). Las series nacionales de precios de la vivienda se ajustan, en distinta medida, por cambios en el tamaño de las viviendas analizadas y en su localización. No son habituales otras correcciones en función de las diferencias en calidad a lo largo del tiempo.

A priori, resulta difícil calcular el efecto de estas diferencias metodológicas sobre la fiabilidad y la comparabilidad de las series de precios de la vivienda. Las diferencias en cuanto a la cobertura pueden tener un impacto especialmente importante en la dinámica a corto plazo de las series. Por ejemplo, es probable que las series de precios de la vivienda basadas en muestras de las grandes ciudades sean mucho más volátiles que los datos para el conjunto del país. Los cambios en la composición de la cesta pueden introducir «ruido» en las series (errores no sistemáticos) y, además, incidir en la tendencia a largo plazo de estos precios. Por ejemplo, la falta de ajuste por localización puede introducir un sesgo a la baja en un índice de precios de vivienda nueva, pues ésta tiende a situarse cada vez más lejos de los centros urbanos, mientras que la falta de ajuste por mejoras en la calidad puede que introduzca en las series de precios un sesgo al alza.

Fuentes: Diversas fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Datos disponibles desde diciembre de 1995.

Fuente: BCE.

Coste estimado del endeudamiento para adquisición de vivienda

El coste del endeudamiento en la zona del euro se calcula como media ponderada de los tipos nacionales, no armonizados, de los préstamos para adquisición de vivienda, en forma de índice. Por motivos de comparabilidad con los precios de la vivienda en la zona del euro, se emplean ponderaciones del PIB. Los tipos de los préstamos para adquisición de vivienda, no armonizados, no son estrictamente comparables entre países, porque se refieren a distintos tipos de préstamos.

Fuente: BCN y cálculos del BCE.

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM)

Datos disponibles desde 1997.

Fuente: BCE.

Préstamos estimados para adquisición de vivienda concedidos por todo tipo de entidades

Para la mayoría de los países de la zona del euro se dispone de datos desde principios de los años ochenta. Para Irlanda se dispone de datos desde 1992; para Luxemburgo, desde 1997, y para Austria, desde 1995. Según el país, los datos utilizados se refieren a los préstamos para financiar la compra y el arreglo de la vivienda o, alternativamente, a préstamos garantizados con activos inmobiliarios. La cobertura también puede variar. En algunos países, los préstamos hipotecarios se refieren sólo a los créditos concedidos por las IFM, mientras que, en otros, también se incluyen los créditos otorgados por otro tipo de entidades.

Fuentes: BCN y cálculos del BCE.

2 Panorámica de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro

La inflación medida por los precios de la vivienda se mantuvo relativamente elevada en la zona del euro en el 2002. Las estimaciones preliminares sugieren que, en ese año, los precios de la vivienda se incrementaron el 6,7%, aproximadamente la misma tasa que el año anterior¹. Se estima que los precios reales de la vivienda, deflactados por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), aumentaron en torno al 4,5% en el 2002. Fue el cuarto año consecutivo en el que estos precios subieron entre un 4,2% y un 5,2% al año.

La evolución de los precios de la vivienda varió de un país a otro de la zona del euro (véase cuadro 1). Desde 1998, Grecia, España, Irlanda y los Paí-

ses Bajos han experimentado los mayores incrementos medios interanuales en los precios reales de la vivienda, oscilando entre unas tasas estimadas del 7,6% y el 10,9%. En el año 2002, el crecimiento de estos precios en Irlanda y en los Países Bajos se desaceleró, tras haber alcanzado tasas máximas próximas o superiores al 20%. Las estimaciones preliminares indican, sin embargo, que Grecia y España registraron en el 2002 subidas de dos dígitos.

En Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo y Finlandia se produjo también un repunte en los precios

¹ Véase el recuadro titulado «Precios de la vivienda en la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2002, pp 25-26.

Cuadro 1

Precios reales de la vivienda en la zona del euro

(crecimiento medio interanual en porcentaje)

	Zona del euro ¹⁾	Bélgica ²⁾	Alemania	Grecia ²⁾	España	Francia ³⁾	Irlanda ³⁾
1998-2002	4,5	3,6	-0,6	8,6	10,9	6,5	7,6
2002	4,3	5,1	-0,8	10,1	12,5	6,5	0,5

	Italia	Luxemburgo ⁴⁾	Austria ⁵⁾	Países Bajos	Portugal	Finlandia	
1998-2002	5,4	5,1	-3,4	9,1	1,4	3,0	
2002	7,0	n.d.	n.d.	2,2	-2,5	5,5	

Fuentes: Fuentes nacionales, estimaciones y cálculos del BCE. Véase recuadro sobre «Fuentes y limitaciones de los datos».

1) Estimación del BCE para el 2002 a partir de estimaciones nacionales de precios de la vivienda para ese año.

2) Estimación del BCE para el 2002 a partir de información para los dos primeros trimestres del año.

3) Estimación del BCE para el 2002 a partir de la información para los tres primeros trimestres del año.

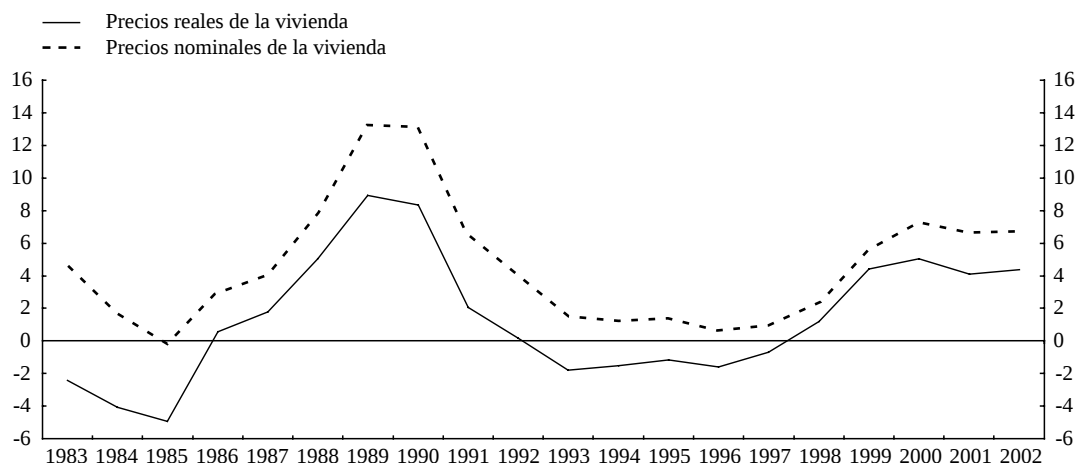
4) Los datos abarcan el período 1998-2000.

5) Los datos abarcan el período 1998-1999.

Gráfico 1

Precios nominales y reales de la vivienda en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanuales en porcentaje)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE. Véase recuadro sobre «Fuentes y limitaciones de los datos».

Nota: Media ponderada por el PIB de la tasa de crecimiento interanual de los precios nominales y reales de la vivienda. La cobertura de los países de la zona varía en el tiempo, dependiendo de la disponibilidad de los datos. Los precios reales de la vivienda se calculan como la ratio del índice de precios nominales de la vivienda en relación con el IAPC.

reales de la vivienda, pero se estima que las tasas medias de crecimiento interanual se han mantenido por debajo del 6,5% en los cuatro últimos años. (Los datos para Luxemburgo sólo abarcan hasta el 2000). No obstante, la inflación de los

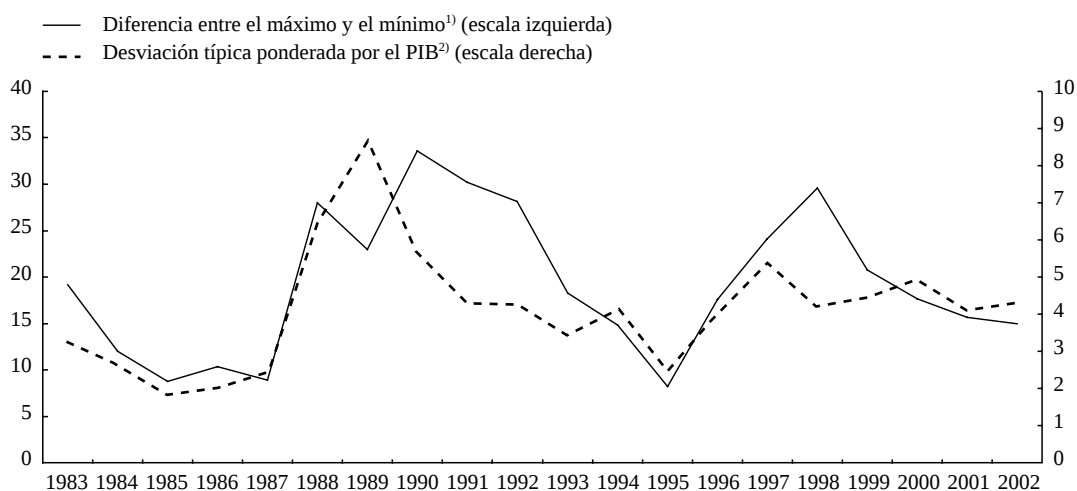
precios de la vivienda en este grupo de países mostró ciertos indicios de aceleración en el 2002.

Alemania, Austria y Portugal son los únicos países de la zona del euro en los que los incrementos de

Gráfico 2

Dispersión del crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE. Véase recuadro sobre «Fuentes y limitaciones de los datos».

1) Diferencia entre las tasas de crecimiento de los precios reales de la vivienda máxima y mínima. La cobertura de los países de la zona del euro varía en el tiempo, dependiendo de la disponibilidad de los datos.

2) Desviación típica media ponderada por el PIB de las tasas de crecimiento interanuales de los precios reales de la vivienda. Grecia, Luxemburgo, Austria y Portugal no están incluidos por problemas de disponibilidad de datos. Por el mismo motivo, tampoco está incluida España antes de 1988.

los precios nominales de la vivienda han permanecido en los últimos años próximos o por debajo de la inflación medida por los precios de consumo, pero los datos para Austria sólo abarcan hasta 1999. En los cuatro últimos años, los precios reales de la vivienda se han mantenido relativamente estabilizados en Portugal, y han caído en Alemania. Esta caída se atribuye habitualmente a un exceso de oferta de vivienda nueva tras la unificación de Alemania. Con todo, en la década de los ochenta ya se habían observado en Alemania períodos prolongados de descensos en los precios reales de la vivienda².

La ininterrumpida tasa de crecimiento de los precios reales de la vivienda en la zona del euro desde 1998 difiere de la evolución observada en estos precios en la última recuperación de los mercados de la vivienda de la zona del euro a finales de los ochenta (véase gráfico 1). En esa recuperación, el crecimiento de los precios reales fue aumentando a lo largo del período comprendido entre 1986 y 1989, alcanzando casi el 9% en 1989. Algunos países de la zona del euro experi-

mentaron tasas de crecimiento de dos dígitos en los precios reales de la vivienda, y, en Italia y en Finlandia, dichas tasas se situaron por encima del 20% interanual en el punto máximo del ciclo. Esta fase concluyó abruptamente en 1991, y fue seguida por un período de descensos de los precios reales de la vivienda, que prosiguió hasta 1997.

La dispersión del crecimiento de los precios reales de la vivienda en la zona del euro también se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, en comparación con la recuperación de finales de los ochenta. El gráfico 2 muestra dos indicadores de dispersión, la desviación típica ponderada y la diferencia entre las tasas de crecimiento máxima y mínima de los precios reales de la vivienda. Ambos indicadores indican que las tasas de crecimiento de estos precios en los distintos países de la zona del euro divergieron durante la recuperación de los ochenta. Si se compara con ese período, las subidas de los precios de la vivienda en la mayoría de los países de la zona han tendido a estar más sincronizadas en los últimos años.

3 Determinantes de la evolución de los precios de la vivienda

La evolución de los precios de la vivienda refleja cambios en la oferta y en la demanda de viviendas. La demanda depende del número de hogares, de las expectativas de renta futura, de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda (en adelante denominados «préstamos para vivienda»), de la disponibilidad de crédito y de una serie de factores locales y específicos de cada país, incluidos los impuestos y los subsidios. La oferta depende de la disponibilidad de suelo edificable y de diversos factores que afectan a los costes de la construcción.

A corto plazo, es difícil adaptar la oferta de vivienda nueva a las condiciones actuales del mercado. Así, incluso cambios de carácter transitorio, por ejemplo, en la imposición, pueden generar fluctuaciones significativas en los precios de la vivienda. Cuanto más tarde en reaccionar la oferta de vivienda nueva a las cambiantes condiciones del mercado, mayor será la probabilidad de que se produzcan desviaciones de los precios de la vivienda con respecto a su tendencia a largo plazo.

Además, las grandes fluctuaciones de precios provocan importantes plusvalías y minusvalías a corto plazo, que, a su vez, inducen a los hogares a seguir estrategias específicas y a realizar transacciones de acuerdo con sus expectativas sobre los precios futuros de la vivienda. Tales estrategias pueden influir en el ciclo de los precios de la vivienda, e intensificarlo.

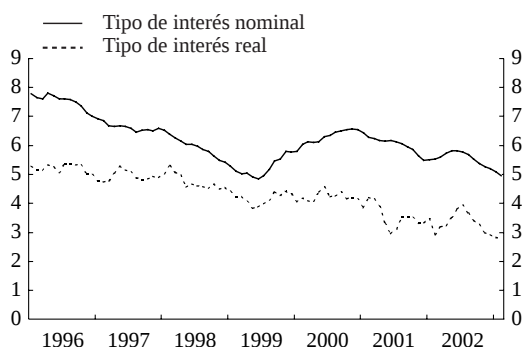
La caída de los tipos de interés de los préstamos para vivienda, el sostenido crecimiento de la renta disponible y los factores demográficos explican, al menos en parte, los movimientos en los precios de la vivienda observados en la zona del euro durante la última década.

² Hay que tener en cuenta, sin embargo, que la tendencia negativa a largo plazo de los precios reales de la vivienda en Alemania no está confirmada por la información procedente del Instituto Federal de Estadística de Alemania relativa a los precios del suelo edificable ni a los costes de la construcción. Véase la publicación del BCE titulada, «Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.

Gráfico 3

Tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Los tipos de interés reales se calculan como el tipo de interés aplicado menos la inflación medida por el IAPC.

En el período comprendido entre diciembre de 1995 (los datos más antiguos disponibles) y enero de 2003, los tipos de interés medios de los préstamos para vivienda en la zona del euro cayeron en torno a 280 puntos básicos. El tipo de interés real correspondiente (tras descontar la inflación medida por el IAPC) descendió alrededor de 250 puntos básicos en el mismo período (véase gráfico 3).

Los menores tipos de interés de los préstamos para vivienda, junto con la creciente renta disponible, han hecho que, probablemente, la

compra de una vivienda se haya hecho más asequible para el hogar medio de la zona del euro. Se estima que el coste financiero de comprar una vivienda, en porcentaje del PIB nominal (una variable *proxy* para la renta nominal disponible), ha disminuido de forma acusada desde comienzos de los años noventa (véase gráfico 4).³ En el 2002, la *ratio* de los precios nominales de la vivienda en relación con el PIB, un indicador diferente de la accesibilidad de la vivienda, se situó por debajo del nivel registrado a comienzos de los noventa, principalmente debido a que esta *ratio* había caído considerablemente en Alemania.

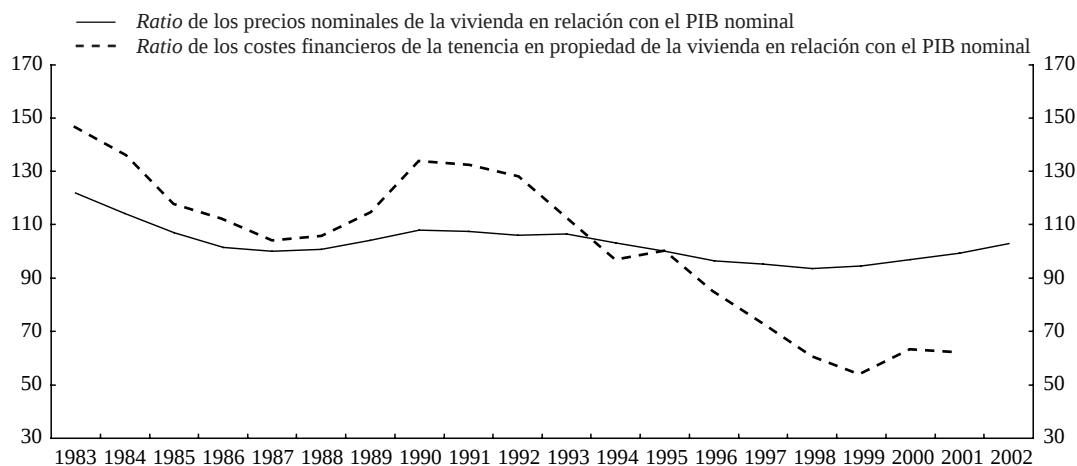
Además, la liberalización financiera y la mayor integración del mercado de crédito a la vivienda con el resto del sistema financiero han creado las condiciones necesarias para que se produzca una rápida expansión de la gama de productos hipotecarios disponibles. Ello ha au-

³ Los costes financieros se estiman como el producto de los precios nominales de la vivienda y una media ponderada de los tipos de interés nominales de los préstamos para vivienda específicos de cada país de la zona del euro. Véase el recuadro titulado «Fuentes y limitaciones de los datos». También se observa el mismo patrón de caídas acusadas de los costes financieros en porcentaje del PIB si, alternativamente, se usa la media ponderada de los tipos de interés reales. Los indicadores de accesibilidad utilizados aquí son sólo medidas aproximadas de la dinámica del coste de adquisición de una vivienda, porque no incluyen factores tales como los impuestos, los subsidios o las comisiones por registro.

Gráfico 4

Indicadores de accesibilidad de la vivienda en la zona del euro

(índice 1995 = 100)



Fuentes: Fuentes nacionales, Comisión Europea y cálculos del BCE. Véase recuadro sobre «Fuentes y limitaciones de los datos».

Nota: Los costes financieros de la tenencia en propiedad se estiman como el producto de los precios nominales de la vivienda con un indicador de la media ponderada de los costes nominales de endeudamiento en la zona del euro.

Gráfico 5

Crecimiento de la población con edades comprendidas entre 25 y 44 años en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanuales en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Antes de 1991, las cifras incluyen a la población de la RDA con edades comprendidas entre 25 y 44 años. Los datos del 2000 no incluyen a Grecia.

mentado también la competencia en el mercado hipotecario y cabe pensar que se haya reducido el grado de racionamiento en la cuantía de los préstamos.

Mientras que todos los factores mencionados anteriormente han impulsado la demanda de vivienda, las presiones demográficas sobre el mercado de la vivienda han disminuido. El crecimiento de la población con edades comprendidas entre 25 y 44 años, el principal grupo de población

compradora, cayó de forma acusada en la década de los noventa, tras alcanzar un máximo en 1991 (véase gráfico 5). Por consiguiente, también ha caído el crecimiento del número de hogares en la zona del euro.

Una serie de factores locales y específicos de cada país, sobre todo, impuestos, subsidios, normas sobre planeamiento urbanístico e infraestructuras, que afectan a la oferta de suelo edificable han contribuido también a las fluctuaciones de los precios de la vivienda en determinadas regiones de la zona del euro.⁴ Los mercados de la vivienda están segmentados desde el punto de vista geográfico, y las fuerzas que tienden a igualar los precios de la vivienda en las distintas áreas son débiles. Así pues, las perturbaciones locales de oferta y demanda pueden dar lugar a importantes fluctuaciones de los precios locales de la vivienda, que también se reflejan luego en el índice de precios de la vivienda para el conjunto de la zona. Por ejemplo, no es inusual que condiciones de oferta restrictivas en algunas zonas de las grandes ciudades impulsen la dinámica de los precios de la vivienda, tanto a escala local como nacional. La distribución geográfica de la población y de la actividad económica de un país puede ser, asimismo, un factor relevante en esta dinámica de los precios a nivel nacional.

4 Precios de la vivienda y consumo privado

Las fluctuaciones de los precios de la vivienda han sido últimamente objeto de mucha atención por sus supuestos efectos sobre el consumo privado. Los precios reales de la vivienda y el consumo privado han tendido a moverse en la misma dirección en la zona del euro, pero la relación a lo largo del tiempo no parece haber sido ni muy intensa ni muy estable (véase gráfico 6). Además, es probable que una serie de factores comunes, como las expectativas de los consumidores y la renta real disponible, incida en ellos. Así pues, cualquier movimiento conjunto de los precios de la vivienda y del consumo privado no implica necesariamente que exista una relación causal entre los dos.

El efecto de las fluctuaciones de los precios de la vivienda sobre el consumo es, en teoría, ambi-

guo. Una subida de los precios de la vivienda aumentará la riqueza de su propietario y podrá, por lo tanto, inducirlo a consumir más de su renta actual. También hará más fácil el endeudamiento con garantía hipotecaria. Por consiguiente, es de esperar que estos aumentos de precios tengan efectos riqueza y crédito positivos sobre el consumo de los propietarios de viviendas.

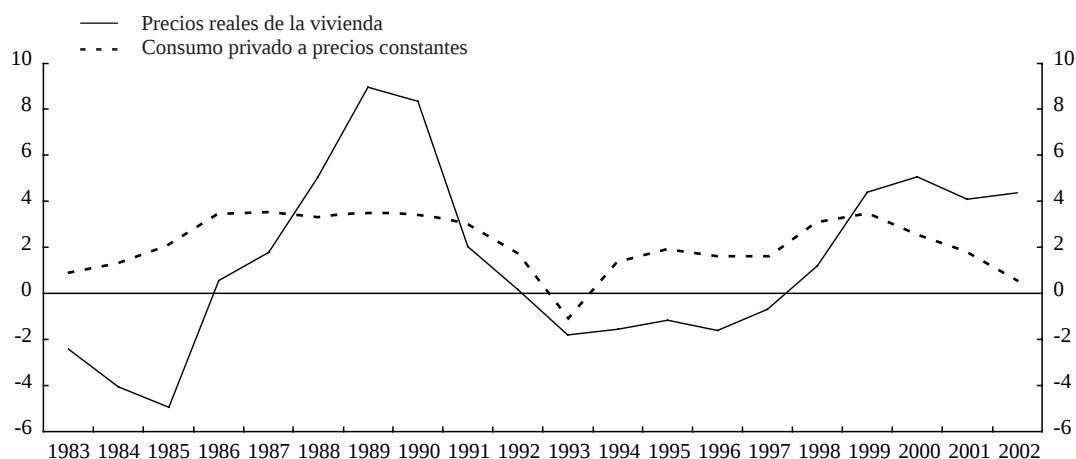
Al mismo tiempo, el incremento de los precios de la vivienda suele aumentar el coste de los servicios de vivienda para los hogares y, por ello, también tiene un efecto (renta) negativo sobre el consumo. Cuando suben los precios, los posibles compradores de primeras viviendas han de aho-

⁴ Para un análisis detallado de los factores específicos de cada país, véase la publicación del BCE titulada «Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.

Gráfico 6

Precios de la vivienda y consumo privado en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanuales en porcentaje)



Fuentes: Fuentes nacionales, Comisión Europea y cálculos del BCE. Véase recuadro sobre «Fuentes y limitaciones de los datos».

rrar más con el fin de acumular el capital necesario para hacer frente al pago inicial. Los propietarios de vivienda propia también han de tener en cuenta que, si quieren vender su vivienda para materializar plusvalías, tendrían, entonces, que pagar un precio más elevado por una nueva casa.

Por otra parte, las fluctuaciones de los precios de la vivienda pueden influir en los alquileres y, por tanto, en la distribución de la renta entre arrendatarios y propietarios. Dependiendo de la propensión a consumir de los dos grupos, los cambios en el alquiler pueden tener un efecto sobre el consumo.

Lo anterior sugiere que los efectos de las fluctuaciones de los precios de la vivienda sobre el consumo privado pueden perfectamente variar en el tiempo de un país a otro y dentro de un país. Estos efectos pueden depender, entre otros factores, de la fuente de las fluctuaciones de los precios, de las expectativas de los hogares sobre el precio de la vivienda, del funcionamiento del sistema crediticio, de las características de los propietarios y de lo generalizada que esté la tenencia en propiedad de las viviendas.

Los estudios empíricos llegan habitualmente a la conclusión de que, en términos agregados, los precios de la vivienda tienen un efecto positivo sobre el consumo en los países de la zona del euro. También se cuenta con evidencia de que estos efectos pueden haberse intensificado con

el tiempo, pero, hasta la fecha, estos resultados no son lo bastante concluyentes. En concreto, las estimaciones tienden a no ser estadísticamente significativas para algunos países de la zona del euro, incluidos Alemania, Francia e Italia⁵. Sobre la base de estos resultados empíricos, es de esperar, probablemente, que la incidencia del reciente repunte de los precios de la vivienda sobre el consumo privado haya sido relativamente moderada en la zona del euro en su conjunto. Sólo en algunos países la evolución de los precios de la vivienda ha tenido posiblemente una influencia más significativa sobre las decisiones de consumo.

Un factor, en concreto, que puede haber condicionado la intensidad de los efectos riqueza y crédito es el funcionamiento de los sistemas de crédito a la vivienda. Los efectos riqueza y crédito sobre el consumo se ven influidos por la capacidad de los hogares de convertir las plusvalías inmobiliarias en liquidez extra. Dado que la gran mayoría de las transacciones en el mercado de viviendas de segunda mano son entre hogares, el sector hogares consolidado no puede, en general, materializar plusvalías vendiendo sus activos inmobiliarios. La mayoría de las transacciones en

5 Véase, por ejemplo, Ludwig y Slok «The impact of changes in stock prices and house prices on consumption in OECD countries», IMF Working paper 02/1, 2002; Boone, Girouard y Wanner «Financial market liberation, wealth and consumption», OECD Working paper n.º 308, 2001; Eschenbach y Schuknecht «Asset prices and fiscal balances», ECB Working Paper n.º 141, 2002.

el mercado de viviendas de segunda mano implican transferencias del activo inmobiliario y del dinero dentro del sector, que se cancelan entre sí. En su lugar, la liquidez del sector hogares puede aumentar mediante el efecto crédito si éstos pueden endeudarse más utilizando como garantía el mayor valor de sus activos inmobiliarios.

En este sentido, las normas y prácticas del mercado hipotecario son importantes. Los hogares podrán aumentar (reducir) fácilmente su deuda hipotecaria, tras movimientos en los precios de la vivienda, si lo pueden hacer sin actuar en el mercado de la vivienda, es decir, sin comprar o ven-

der viviendas. Este tipo de «reembolso directo del capital inmobiliario» (o de «inversión en capital inmobiliario») no es una práctica habitual en la mayoría de los países de la zona del euro. Sin embargo, los productos denominados de «reembolso del capital inmobiliario» han tendido a ser más habituales en algunos de los países de la zona del euro, incluidos los Países Bajos y Finlandia⁶. Un uso más extendido en el futuro de tales productos del mercado hipotecario entre los hogares podría permitirles aprovechar su capital inmobiliario con un coste mínimo y, por lo tanto, intensificar los efectos de las fluctuaciones del mercado de la vivienda sobre el consumo final.

5 Precios de la vivienda y préstamos para adquisición de vivienda

Los inmuebles residenciales constituyen el activo más importante en la cartera de muchos hogares. Los préstamos para adquisición de activos inmobiliarios, que suelen estar garantizados por estos mismos activos, representan dos tercios de los pasivos totales de los hogares. Así pues, las fluctuaciones de los precios de la vivienda pueden tener un impacto significativo en la riqueza neta (es decir, la riqueza menos los pasivos) y en la solvencia de los hogares. Se considera que estas fluctuaciones han desempeñado un papel importante en anteriores ciclos crediticios, tanto al facilitar el endeudamiento extraordinario durante el auge de los precios como al crear dificultades financieras en momentos de descenso de los precios de la vivienda, contribuyendo, así, a la recesión económica y al retraso de la recuperación⁷.

Las consideraciones anteriores se han centrado en la evolución de los préstamos para vivienda y en su relación con los precios de la misma. En la zona del euro, el saldo de préstamos para vivienda (la «deuda hipotecaria») se elevó de manera acusada desde 1991, aunque partió de niveles relativamente bajos. Como *ratio* del PIB nominal, se estima que el saldo nominal de préstamos para vivienda se ha incrementado en torno a 12 puntos porcentuales desde 1992 (véase gráfico 7). El endeudamiento total de los hogares también ha aumentado en el proceso. Últimamente, el crecimiento de la deuda hipotecaria nominal ha caído (véase recuadro 2 «Prés-

tos a hogares para adquisición de vivienda y endeudamiento total de las familias»).

La elevada acumulación de capital residencial, las mejoras en las expectativas de renta, la caída de los tipos de interés y el muy favorable tratamiento fiscal de los créditos para vivienda son todos ellos factores que tal vez hayan contribuido a la acumulación de esta deuda. El rápido aumento de los precios de la vivienda puede también haber contribuido a esta acumulación en algunos países de la zona del euro, como los Países Bajos. Como se ha mencionado anteriormente, el mayor valor de las viviendas como garantía habría facilitado a los hogares la toma de nuevos préstamos. Estos, a su vez, pueden haber revertido en una mayor demanda de viviendas al tratar los hogares de aprovechar esa mayor riqueza para cambiar a una vivienda mejor, intensificando así la presión al alza sobre los precios de la vivienda.

Pese a los recientes incrementos en la zona del euro tanto del endeudamiento total como de los

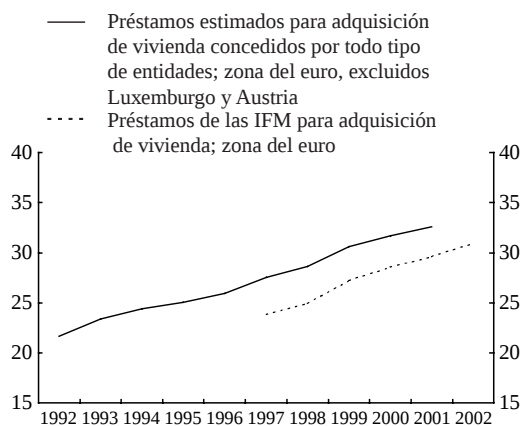
6 Véase la publicación del BCE titulada «Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.

7 En el caso de los hogares muy endeudados con pocos activos distintos de su hogar, las caídas de los precios de la vivienda pueden dar lugar a una riqueza neta negativa y a efectos de «confinamiento» geográfico. El valor de mercado de su vivienda será entonces más bajo que la deuda pendiente, y su venta no constituirá una opción. La venta de la casa para mudarse a otra vivienda requeriría obtener capital nuevo y devolver al menos parte de la deuda hipotecaria pendiente, lo que podría resultar muy difícil, dado la situación financiera tan endeudada de los hogares.

Gráfico 7

Ratio de préstamos para vivienda en relación con el PIB

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y BCN. Véase recuadro sobre «Fuentes y limitaciones de los datos».

Nota: Los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por todo tipo de entidades son estimaciones basadas en datos nacionales no armonizados. Luxemburgo y Austria no se incluyen porque las series temporales son muy cortas. Los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda no incluyen los préstamos concedidos por otro tipo de entidades, como las empresas de seguros.

préstamos para vivienda, los niveles de deuda de los hogares por ambos conceptos siguen considerándose limitados en relación con el PIB (o renta

disponible) (véase cuadro 2). La carga financiera de los hogares permaneció relativamente estable en la década de los noventa, siendo el sector hogares consolidado un prestamista neto de otros sectores y, por lo tanto, un perceptor neto de ingresos por intereses.

Además, en algunos países de la zona del euro una gran proporción de la deuda hipotecaria se contrae a tipos de interés fijos por períodos superiores a cinco años (véase el cuadro 2), por lo que los riesgos inmediatos para los hogares son menores en caso de una subida de los tipos de interés de los préstamos para vivienda⁸. En este momento, por lo tanto, parece que la situación financiera de los hogares en la zona del euro no constituye un motivo de preocupación concreto, pese a que en algunos países los hogares muy endeudados pueden verse expuestos a riesgos generados por las fluctuaciones de los precios de la vivienda.

⁸ Véase la publicación del BCE titulada, «Report on financial structures», 2002.

Cuadro 2

Préstamos de las IFM para adquisición de vivienda en los países de la zona del euro

(en porcentaje)

País	Bélgica	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda concedidos por IFM, en porcentaje del PIB nominal (fin 2002)	24	44	15	35	22	35
Ajuste del tipo de interés ¹⁾ (porcentaje de todos los nuevos préstamos para vivienda concedidos en el 2001)	F (75) M (19) V (6)	Principalmente M y F	F (5) M (15) V (80)	V (más de 75)	F/M/Otro (86) V (14) ²⁾	V (70) El resto principalmente M
País	Italia	Luxemburgo	Países Bajos	Austria	Portugal	Finlandia
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda concedidos por las IFM, en porcentaje del PIB nominal (fin 2002)	10	32	62	15	50	22
Ajuste del tipo de interés ¹⁾ (porcentaje de todos los nuevos préstamos para vivienda concedidos en el 2001)	F (28)	V (90)	F (74) ³⁾ M (19) ³⁾ V (7) ³⁾		Principalmente V	F (2) V (97) Otro (1)

Fuentes: BCE y BCN. Véase la publicación del BCE titulada «Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.

1) Fijo (F): tipo de interés fijo por un plazo superior a cinco años o hasta el vencimiento final; Mixto (M): tipo de interés fijo entre uno y cuatro años; Variable (V): al año, el tipo de interés se revisa, se modifica de acuerdo con algún tipo de mercado, o se ajusta a discreción de la institución que ha concedido el crédito; (O): otro.

2) V: sólo préstamos con tipo de interés asociado a los tipos de mercado (no se incluyen otros con tipos de interés revisables). Flujos de los nuevos préstamos hipotecarios concedidos por entidades de crédito residentes en el año 2001.

3) Porcentaje del saldo de préstamos existente.

Recuadro 2

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda y endeudamiento total de las familias

La evolución de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda es el resultado de la interacción en el mercado de los factores de oferta y demanda, cuya importancia relativa es difícil de dilucidar. La demanda de este tipo de financiación puede considerarse consecuencia de la demanda de vivienda y de otros factores (como el marco regulatorio, los tipos de contratos hipotecarios y las comisiones por amortización), así como de las prácticas financieras que pueden propiciar el uso del crédito hipotecario para financiar los gastos corrientes. Al mismo tiempo, los intermediarios financieros, que son los proveedores principales de financiación, controlan la disponibilidad de las líneas de crédito.

Los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda representan más del 60% de los préstamos totales de las IFM a los hogares de la zona del euro (véase cuadro siguiente). A finales de los noventa, los préstamos totales concedidos por las IFM a las familias registraron un fuerte avance, alcanzando tasas de crecimiento interanuales superior al 11%, atribuibles en gran medida a la evolución de los préstamos para vivienda. Posteriormente, tras una moderada tendencia descendente, el crecimiento de los préstamos a los hogares, tanto totales como para adquisición de vivienda, pareció estabilizarse, al tiempo que se produjo un incremento relativo de estos últimos (véase gráfico siguiente). En el 2002, la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos se situó en el 7,6%, en términos nominales, y en torno al 0,9%, en términos reales, utilizando como deflactor una estimación del crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro.

La evolución de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda varía ampliamente de un país a otro (véanse también las publicaciones del BCE tituladas *Report on financial structures* (2002) y *Structural factors in the EU housing market* (2003). Aunque la dinámica de los precios de la vivienda ayuda a explicar las discrepancias entre países relativas al crecimiento nominal de estos préstamos, también desempeñan un papel importante otros factores específicos de cada país, como las cuestiones demográficas, los incentivos fiscales y las prácticas de refinanciación y de reembolso del capital inmobiliario.

Préstamos de las IFM para adquisición de vivienda en la zona del euro

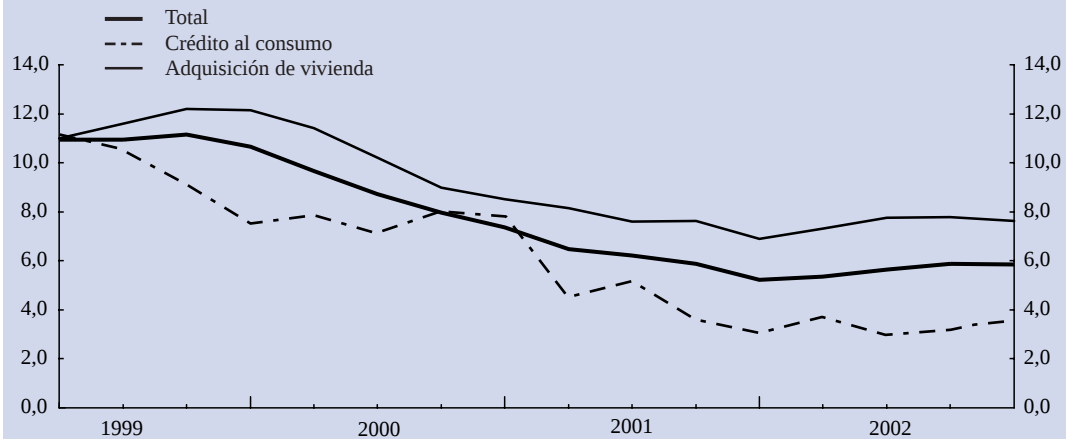
(en porcentaje)

	Porcentaje del total de préstamos a los hogares	Crecimiento interanual
Dic 1999	62,7	12,2
Dic 2000	63,8	8,5
Dic 2001	65,0	6,9
Dic 2002	66,4	7,6

El aumento del endeudamiento de los hogares de la zona del euro debido a los préstamos para vivienda no ha supuesto un incremento significativo de la carga de la deuda —pagos por intereses de los préstamos para adquisición de vivienda en porcentaje de la renta disponible de los hogares—, a causa de los sustanciales descensos de los tipos de interés, especialmente en algunos países de la zona del euro, durante el período de convergencia previo a la introducción del euro. El total de pagos por intereses efectuados por los hogares —cuya mayor parte es imputable a los préstamos para adquisición de vivienda— representa en torno al 5,5% de la renta disponible de los hogares de la zona, un porcentaje similar al observado a comienzos de los años noventa, según estimaciones preliminares. Mientras que la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda difiere ampliamente entre los países de la zona del euro, en los últimos años la dispersión de los tipos de interés reales de estos préstamos ha sido menor que la de los tipos de interés de otra clase de préstamos. Pese a ello, el coste de la financiación puede variar de un país a otro, debido al diferente tratamiento fiscal del endeudamiento hipotecario y a las distintas comisiones por firmar una hipoteca.

Crecimiento de los préstamos a los hogares de la zona del euro por finalidad

(tasa de crecimiento en porcentaje; 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» (que no figuran en el gráfico).

6 Conclusiones

La inflación de la zona del euro medida por los precios de la vivienda se mantuvo por encima de la inflación medida por los precios de consumo en los cuatro últimos años. La reciente subida de los precios de la vivienda ha sido menos pronunciada que la que se produjo a finales de los ochenta. El crecimiento de la renta y el descenso de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda han contribuido de forma importante a este aumento. Los efectos de este aumento de los precios de la vivienda sobre el consumo privado pueden haber sido relativamente moderados en la zona del euro en su conjunto, pese a que, en algunos países, la evolución de estos precios tal vez haya

tenido una influencia más significativa en las decisiones de consumo. Probablemente, las subidas de los precios de la vivienda hayan contribuido, asimismo, al incremento del endeudamiento bruto de los hogares de la zona del euro.

Las fluctuaciones de los precios de la vivienda constituyen la conexión principal entre el mercado de la vivienda y el resto de la economía, por lo que está justificado un atento seguimiento de los movimientos de estos precios, así como el análisis de sus determinantes. En este sentido, es necesario mejorar los criterios para la recogida de estadísticas de los mercados de vivienda en los países de la zona del euro.

Electronificación de los pagos en Europa

En los últimos años, como consecuencia del uso creciente de nuevas tecnologías de las comunicaciones y de la necesidad de disponer de mecanismos específicos de pago para el comercio electrónico, han surgido nuevos intermediarios que prestan servicios de transmisión y tratamiento de las órdenes de pago. Al mismo tiempo, las entidades de crédito han desarrollado también nuevos medios para acceder a las cuentas de los clientes y ordenar los pagos. La mayor parte de estas iniciativas se encuentran todavía en una fase inicial. En cumplimiento de la tarea de «promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago» que le ha sido asignada, el Banco Central Europeo considera que tiene dos funciones, la de catalizador y la de responsable de la vigilancia. Inicialmente, mientras el mercado esté todavía en fase de desarrollo, el BCE desempeñará, principalmente, la primera función, proporcionando un foro para la cooperación entre los participantes y facilitando análisis y estadísticas que servirán de ayuda en los trabajos encaminados a conseguir la integración de las distintas partes de las infraestructuras y del ciclo de pago en Europa. En cuanto a la función de vigilancia de las prestaciones relacionadas con los pagos electrónicos, ésta se centrará, al principio, en la seguridad de los instrumentos y sistemas utilizados para la realización de dichos pagos.

I Carácter cambiante de los pagos

Por lo general, por pago se entiende la transferencia efectuada por un pagador de un derecho monetario de cobro exigible a otra parte y aceptado por el beneficiario. El derecho monetario de cobro admitido en una transacción al por menor consiste, normalmente, en dinero del banco central o en depósitos o pasivos mantenidos en una entidad financiera. Recientemente, siempre que la regulación correspondiente lo permita, se ha empezado a utilizar también los pasivos de entidades no bancarias como derechos de cobro. Un derecho monetario de cobro aceptado por el beneficiario se denomina el «medio de pago».

Los instrumentos de pago son instrumentos mediante los que el pagador inicia la transferencia del medio de pago. Existe una amplia gama de instrumentos de pago para las transacciones en el punto de venta (tarjetas de débito y de crédito), para el pago de facturas y, en general, para la transferencia de fondos entre los agentes económicos (como, por ejemplo, órdenes de transferencia en ventanilla o en línea).

En la mayoría de los casos, el instrumento de pago y el medio de pago son distintos, siendo el efectivo la principal excepción. Cuando el medio de pago difiere del instrumento de pago se necesita una infraestructura para realizar la transferencia del medio de pago del pagador al beneficiario. La infraestructura utilizada para la transferencia de

pasivos entre entidades financieras es el sistema interbancario de transferencia de fondos. Cuando un pago viene efectuado sobre la base de una factura, existen además dos aspectos importantes: la entrega de la factura al pagador y la conciliación, por el beneficiario, de las facturas enviadas y de los pagos recibidos.

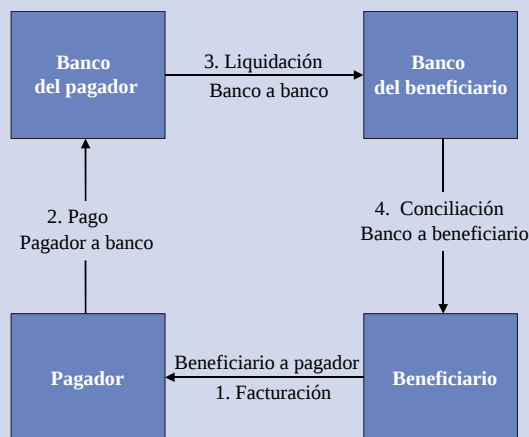
En principio, las tecnologías de la información y las telecomunicaciones permiten la ejecución automatizada de la totalidad del proceso de pago, incluida la provisión del medio electrónico de pago. La electronificación de los pagos es la migración hacia la prestación de servicios de pago altamente automatizados y efectuados enteramente por vía electrónica. En el recuadro 1 se ofrece un ejemplo gráfico del proceso de pago y de su electronificación.

De conformidad con la responsabilidad de «promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago» que le ha sido conferida, el BCE considera que el papel que debe desempeñar en el ámbito de la electronificación de los pagos consiste, principalmente, en promover la eficiencia y la seguridad de los instrumentos de pago y de los sistemas en los que éstos se procesan. La difusión de las tecnologías de la información y las telecomunicaciones y, más recientemente, de Internet, ha impulsado el desarrollo de la electronificación de los pagos en las últimas décadas.

Recuadro I

El ciclo de pago

En una operación de pago intervienen, habitualmente, cuatro partes: el pagador, el beneficiario y las dos entidades financieras responsables de realizar la transferencia de fondos. Las comunicaciones entre las partes se han ido automatizando cada vez más, por lo que es posible efectuar estas operaciones sin intervención manual. En este recuadro se presenta el ejemplo gráfico de una operación de pago en la que el medio de pago utilizado es la transferencia.



- El uso por los clientes de la factura electrónica, es decir del proceso automatizado de facturación entre el beneficiario y el pagador, es todavía limitado.
- La presentación de las órdenes de pago, es decir, la iniciación de los pagos, ha evolucionado considerablemente en los últimos años, con la aparición de numerosas iniciativas relacionadas con los instrumentos electrónicos de pago.
- Los sistemas interbancarios de transferencia de fondos son los que muestran el mayor grado de electrificación de las comunicaciones en el ciclo de pago. En estos sistemas, el intercambio automatizado de mensajes por vía electrónica está generalizado y se ha transformado en una práctica habitual.
- Finalmente, la conciliación a efectos contables de la información sobre saldos y pagos entre el proveedor de servicios de pago y el beneficiario (con extractos de cuenta y recibos) se realiza ya ampliamente por medios electrónicos entre las grandes empresas y sus entidades de crédito, y este servicio existe también, en medida creciente, en las pequeñas empresas.

En el presente artículo se describe la evolución reciente observada en este campo, centrándose en la electrificación de los instrumentos de pago utilizados para el comercio electrónico al por menor. El comercio electrónico abarca la compra-venta de bienes o servicios a través de redes informáticas, tales como Internet o las redes de operadores de telefonía móvil.

Nuevas iniciativas en el mercado

En Europa se ha asistido a la aparición de una gran variedad de nuevas iniciativas para la realización de los pagos a través de Internet y de las redes de telefonía móvil. La mayor parte de ellas se encuentran todavía en una fase inicial. Algunas han tenido éxito, mientras que muchas han fracasado.

Cabe distinguir entre los instrumentos de pago tradicionales, que han sido adaptados al comer-

cio electrónico, y los nuevos instrumentos de pago, creados específicamente para esta clase de comercio. En el primer grupo figuran los instrumentos ya existentes que, sin grandes cambios, han sido modificados para servir a las necesidades de los nuevos mercados. El conocimiento previo de estos productos por el público ha propiciado su amplia y rápida aceptación. El segundo grupo comprende soluciones que pretenden ofrecer ventajas adicionales o centrarse en determinadas partes del ciclo de pago o en ciertos nichos de mercado (tales como los sitios de subastas en Internet).

Electronificación de los instrumentos de pago tradicionales

Los principales instrumentos de pago tradicionales, que están siendo adaptados a Internet y a las redes de telefonía móvil, son las tarjetas de crédito, las transferencias y los instrumentos de débito

Recuadro 2

Utilización de instrumentos de pago distintos del efectivo en Europa

Una transferencia es una orden cursada por el pagador a su entidad de crédito para que ésta adeude su cuenta bancaria y abone la cuenta bancaria del beneficiario. Las transferencias son el instrumento de pago más utilizado en Europa. Cerca de un tercio de la totalidad de los pagos realizados con instrumentos distintos del efectivo son transferencias.

Los instrumentos de débito permiten al beneficiario cursar a su entidad de crédito la orden de que las compras del pagador se carguen (adeuden) directamente en la cuenta de éste último. Se distinguen tres tipos de instrumentos de débito: los adeudos domiciliados, las tarjetas de débito y los cheques.

1. Los adeudos domiciliados son adeudos previamente autorizados en la cuenta bancaria del pagador y ordenados por el beneficiario. La domiciliación se suele utilizar para los pagos periódicos (facturas de agua, electricidad y teléfono) o para pagos sueltos, cuando no existe contacto directo entre el pagador y el beneficiario. Una cuarta parte de los pagos se realiza mediante adeudos domiciliados, que son el segundo instrumento de pago más utilizado.

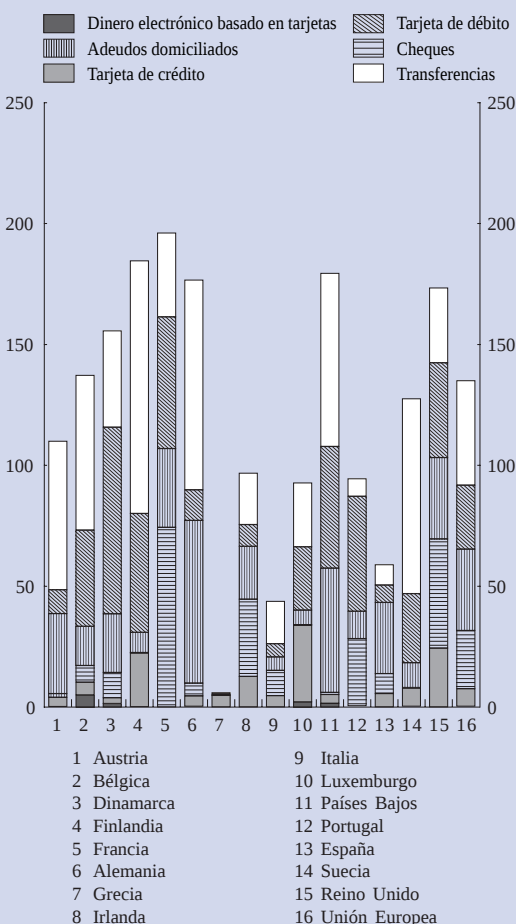
2. Las tarjetas de débito proporcionan un soporte con el que se facilita de forma sencilla la información sobre el pagador requerida para ordenar un adeudo domiciliado. Esta información está incorporada en la banda magnética (o chip) de la tarjeta. Los puntos de venta deben disponer de una terminal especial para leer la información sobre la tarjeta de débito y, posiblemente, para comprobar su validez y si la operación supera sus límites de utilización. Las tarjetas de débito son los instrumentos de pago distintos del efectivo más utilizados en los puntos de venta y representan cerca de una quinta parte de los pagos totales.

3. Un cheque es una orden escrita cursada por una parte (el librador) a otra parte (el librado, normalmente una entidad de crédito), por la que el librado debe pagar una determinada cantidad al librador o a un tercero especificado por el librador, a petición de éstos. El uso de cheques es todavía elevado en algunos países, por lo que los pagos por cheque representan entre el 19% y el 20% de la totalidad de los pagos realizados en Europa. Sin embargo, en muchos países, han dejado, prácticamente, de existir.

Las tarjetas de crédito permiten a los clientes efectuar compras y retirar efectivo de la entidad emisora de la tarjeta a crédito. El crédito concedido se liquida en su totalidad al final de un período determinado, generalmente un mes, o en parte, siendo el saldo remanente concedido como crédito. A las primeras se las denomina, a veces, tarjetas de débito diferido, pero, en aras de la simplicidad, en el presente artículo la denominación de tarjeta de crédito se aplica a ambas variantes. Las tarjetas de crédito representan entre el 5% y el 6% de todos los pagos distintos del efectivo realizados en Europa.

Utilización de instrumentos de pago distintos del efectivo en Europa

(número de transacciones por habitante y año)



Fuente: «Payments and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)», Addendum en el que se incluyen las cifras correspondientes al año 2000, BCE, julio 2002.

(como los adeudos domiciliados, las tarjetas de débito y los cheques). En el recuadro 2 se describen estos instrumentos y su uso en Europa.

Las tarjetas de crédito son, actualmente, los instrumentos de pago más utilizados para efectuar pagos a través de Internet. La elevada utilización en línea de las tarjetas de crédito puede explicarse por el hecho de que son ampliamente conocidas por los clientes y aceptadas por los comerciantes a nivel internacional. En numerosos países, la responsabilidad de las operaciones fraudulentas corresponde al comerciante o a la empresa de tarjetas de crédito, lo que hace estas tarjetas particularmente atractivas para el pagador, ya que éste puede estar seguro de que no perderá dinero en caso de fraude, siempre que cumpla con sus obligaciones.

La mayoría de las entidades de crédito de Europa ofrecen ya a sus clientes servicios de banca electrónica que permiten ordenar transferencias en línea. La banca electrónica está ganando popularidad, razón por la que se están elaborando estándares comunes para su funcionamiento en el ámbito europeo. Sin embargo, la realización de transferencias para abonar las compras efectuadas por Internet todavía no ha despegado a gran escala, si bien algunos sistemas se han implantado con éxito en los países nórdicos.

En algunos países, también pueden efectuarse adeudos domiciliados a través de Internet con procedimientos similares a los empleados para los pagos en línea mediante tarjeta de crédito. El pagador envía sus datos bancarios (número y direccionamiento de la cuenta) al beneficiario o al banco de éste último, y los fondos se adeudan en la cuenta individualmente. Por lo general, el uso de estos sistemas queda limitado a un determinado país, por lo que los adeudos domiciliados son menos adecuados para el comercio electrónico transfronterizo.

En algunos países europeos, pueden utilizarse las tarjetas de débito en tiendas de Internet. El procedimiento empleado en Internet es similar al de los adeudos domiciliados. Sin embargo, ofrece características adicionales de seguridad para los pagos, debido a la presentación de la tarjeta. El titular de la misma autentifica su identidad a través de

un lector de tarjetas conectado con el ordenador personal. El uso de tarjetas de débito para compras en Internet es todavía relativamente limitado.

Un «cheque» electrónico imita un cheque en papel, salvo que el documento tiene soporte electrónico. En algunas jurisdicciones, la ausencia de firma manuscrita puede dar lugar a una diferente clasificación jurídica de estos instrumentos. En la mayoría de los países europeos, los cheques se utilizan de forma limitada y, en los países en los que su uso está más extendido, se han desarrollado otros instrumentos y servicios de pago para el comercio electrónico.

Nuevos instrumentos y servicios de pago

Mientras que los ejemplos ofrecidos en la sección anterior se referían, principalmente, a la presentación y transmisión electrónicas de la información relativa a los pagos realizados con instrumentos de pago (tarjetas de crédito, transferencias, etc.) y medios de pago tradicionales (dinero en cuentas de entidades de crédito), los ejemplos incluidos en la presente sección se refieren a los nuevos instrumentos de pago y a los servicios correspondientes, en los que se utilizan medios de pago tradicionales u otros, tales como el dinero electrónico o los pasivos de otras empresas. Estas nuevas iniciativas tienen en común el uso de las tecnologías de la información y las telecomunicaciones, que no se empleaban anteriormente para efectuar pagos.

El dinero electrónico viene definido, en términos generales, por el BCE como «el almacenamiento electrónico de un valor monetario en un soporte técnico que pueda ser ampliamente utilizado para realizar pagos a empresas distintas del emisor, sin que hayan de verse necesariamente implicadas en la operación las cuentas corrientes de las partes, sino que funcione como instrumento prepago al portador» (Report on electronic money, BCE, agosto 1998). En esta definición, el valor electrónico es comparable al efectivo (si bien, a diferencia de éste, no tiene que hallarse necesariamente en circulación abierta) y puede almacenarse, por ejemplo, en una tarjeta inteligente (sistemas basados en tarjetas) o en un ordenador personal (sistemas basados en software). El dinero electróni-

co se ha convertido en un nuevo medio de pago a través de la legislación. En Europa, la emisión de dinero electrónico está limitada a las entidades de crédito y a empresas (una clase de entidades de crédito en sentido restringido) que se rigen por las transposiciones nacionales de la Directiva sobre el dinero electrónico (véase el apartado sobre los aspectos legislativos). La definición de dinero electrónico que figura en la Directiva es más amplia que la del BCE y puede incluir, además de los sistemas basados en tarjetas y en software, los que operan sobre cuentas.

En la actualidad, existen en la UE 25 sistemas diferentes de dinero electrónico basados en tarjetas, operados, principalmente, por entidades financieras. En general, no se han cumplido todavía las elevadas expectativas que se tenían hace unos años respecto a su utilización. Las operaciones llevadas a cabo con estos sistemas sólo representan actualmente el 0,2% de todos los pagos realizados por medios distintos al efectivo en Europa. Los países en los que tienen más éxito son Bélgica y Luxemburgo. Al igual que ocurre con muchos sistemas de pago, los sistemas de dinero electrónico tienen dificultades en alcanzar la masa crítica. De momento, no se han implantado estos sistemas a escala europea. Por lo que se refiere a los sistemas de dinero electrónico basados en software, la mayor parte de ellos se cerraron antes de poder operar a mayor escala.

El éxito creciente de los sitios de subastas en Internet ha dado lugar a la aparición de proveedores de servicios de pago que ofrecen la posibilidad de realizar pagos de persona a persona en dicha red. Estas iniciativas se denominan, en general, pagos personales en línea. Los sistemas operan de manera similar a la de los depósitos bancarios, es decir, los clientes abren en la entidad que proporciona los servicios de pago cuentas dedicadas, cuyos fondos pueden utilizarse para efectuar pagos por Internet. La aportación de fondos a estas cuentas de propósito específico se realiza mediante instrumentos de pago tradicionales, como las tarjetas de crédito o las transferencias. La principal innovación común a estas iniciativas es el uso del correo electrónico y del sitio web del proveedor de los servicios de pago para las comunicaciones entre dicho proveedor y los usuarios, y también destaca la facilidad con la que

pueden crearse nuevas cuentas. En la Unión Europea, según lo dispuesto en la normativa bancaria, los medios de pago que han de emplearse en estos sistemas son el dinero en cuentas de entidades de crédito o el dinero electrónico, para lo que debe disponerse de una licencia bancaria o de una licencia de entidad de dinero electrónico. Fuera de la UE, en algunos países se permite también operar con pasivos de entidades no bancarias («dinero en cuentas de empresas»).

Las tarjetas de rascar se utilizan de una manera similar. En estos sistemas, la dotación de fondos a las cuentas prepago de los pagadores se efectúa mediante tarjetas que se adquieren en quioscos y en tiendas contra el pago de un precio. Las cuentas prepago se mantienen en servidores a distancia, en lugar de almacenarse en el ordenador personal del usuario o en tarjetas inteligentes. Los sistemas permiten, asimismo, realizar pagos de forma anónima, al no requerir ninguna clase de registro ni la transmisión por Internet de los datos bancarios o de los relativos a las tarjetas de crédito. Estos sistemas no gozan todavía de una amplia aceptación. Al igual que con los pagos personales en línea, los medios de pago que pueden utilizarse son el dinero bancario (cuando intervenga una entidad de crédito o una entidad de dinero electrónico) o el dinero en cuentas de empresas.

Los portales de pago son otra clase de servicio que se basa en instrumentos tradicionales. Estos portales son proveedores de servicios de pago que permiten el acceso a un extenso abanico de instrumentos de pago y pueden ofrecer cuentas a minoristas en línea. En el comercio electrónico, el portal de pago se encarga del pago a los comerciantes, quienes pueden remitir a los clientes al sitio web de dicho portal para efectuar pagos en línea. Una vez realizado el pago, el portal notifica al comerciante que puede enviarse el pedido.

Los servicios de acumulación de obligaciones de pago han surgido para responder a la necesidad de efectuar pequeños pagos por Internet. Todos ellos acumulan varios pequeños pagos en una única operación, que se liquida periódicamente (por ejemplo, al final de cada mes) mediante un solo cobro al cliente. Estos servicios siguen un modelo comparable al de los pagos de liquidación diferidos para la compensación de los importes adeu-

Recuadro 3**Clasificación de los instrumentos y medios de pago**

Instrumentos de pago tradicionales	Medios de pago
Billetes y monedas	Dinero en cuentas del banco central
Transferencias	Dinero en cuentas de entidades de crédito
Instrumentos de débito	Dinero en cuentas de entidades de crédito
Tarjetas de crédito	Dinero en cuentas de entidades de crédito
Nuevos instrumentos y servicios de pago	Medios de pago
Dinero electrónico	Dinero electrónico
Pagos personales en línea	Dinero electrónico, en ctas. de entidades de crédito o «en ctas. de empresas»
Tarjetas de rascar	Dinero electrónico, en ctas. de entidades de crédito o «en ctas. de empresas»
Portales de pago	Dinero electrónico, en ctas. de entidades de crédito o «en ctas. de empresas»
Acumulación de pagos	Dinero electrónico, en ctas. de entidades de crédito o «en ctas. de empresas»
Pagos por teléfono móvil	Dinero electrónico, en ctas. de entidades de crédito o «en ctas. de empresas»

Nota: En la UE, el uso del «dinero en cuentas de empresas» está permitido a pequeña escala, en virtud de las exenciones establecidas en la Directiva sobre el dinero electrónico, siempre que no esté prohibido por otras disposiciones nacionales.

dados con tarjetas de crédito. Existen dos opciones de cobro: en primer lugar, los sistemas en los que las transacciones se liquidan periódicamente mediante instrumentos de pago tradicionales, como el adeudo domiciliado en la cuenta del cliente o como un cargo adicional en la factura de una tarjeta de crédito; en segundo lugar, los sistemas en los que las transacciones se añaden a la factura de una empresa con la que el cliente mantiene ya una relación, como la compañía telefónica o el proveedor de servicios de Internet. Los servicios de acumulación de obligaciones de pago no representan un nuevo medio de pago, sino que son un complemento añadido a los productos existentes y destinado a ahorrar costes de transacción. Algunos de ellos se utilizan para los micropagos, dado que el tratamiento de estas cantidades con los instrumentos de pago tradicionales podría ser muy oneroso tanto para el cliente como para el comerciante. Sin embargo, la utilización de los servicios de acumulación de obligaciones de pago es todavía bastante limitada.

Los pagos por teléfono móvil han sido objeto de varias iniciativas y representan, en la actualidad, un nuevo cauce de pago para realizar una transferencia o un adeudo domiciliado de fondos (dinero en cuentas de entidades de crédito) en una enti-

dad financiera. Algunos sistemas de pago mediante el teléfono móvil ofrecen también la posibilidad de efectuar pagos en modalidad de prepago. Los fondos disponibles para efectuar dichos pagos (dinero electrónico o dinero en cuentas de empresas) serán accesibles mediante el teléfono móvil y se utilizarán para pagar productos y servicios. Los teléfonos móviles son particularmente adecuados para esta clase de operaciones, al ser dispositivos personalizados, que se llevan permanentemente encima, que están diseñados para estar conectados y que han alcanzado una mayor difusión que los ordenadores personales en Europa. Asimismo, es posible utilizar el teléfono móvil para todo tipo de pagos en terminales de pago atendidas por operadores o automáticas, por Internet y, en algunos sistemas, también para pagos de una persona a otra. Se han llevado a cabo varias iniciativas para promover la interoperatividad entre distintos sistemas de pago por teléfono móvil. Entre ellas, cabe mencionar el foro MOBEY, el sistema Mobile electronic Transactions (MeT), el Mobile Payments Forum y el PayCircle. Estos foros fomentan el uso de la tecnología móvil en los servicios financieros y actúan como vínculo entre los distintos organismos de estandarización de los sectores financiero y de telefonía móvil.

2 Retos para el desarrollo

Las innovaciones tecnológicas pueden incrementar la eficiencia de los pagos al reducir los costes de transacción, aumentando así el bienestar general. Sin embargo, la creación de una infraestructura de pagos electrónicos segura y eficiente plantea numerosos retos.

Uno de los mayores problemas para la introducción de nuevos servicios de pago es que la red que emplean debe ser lo suficientemente amplia. El valor que pueden tener los instrumentos de pago depende del número de puntos o lugares en los que los mismos pueden ser aceptados, por lo que se les denomina también productos de red. Por ejemplo, cuantas más terminales acepten un determinado tipo de tarjeta de pago, más valiosa será la tarjeta para el usuario y mayores incentivos presentará para que otros usuarios hagan uso de la misma. Una de las grandes dificultades a las que ha de hacerse frente con los nuevos sistemas o productos de red es la necesidad de crear una masa crítica para poder atraer a otros usuarios. Los clientes se adherirán a la red sólo si ésta dispone de un número suficiente de puntos de aceptación y los comerciantes sólo ofrecerán un mayor número de puntos de aceptación si pueden tener suficientes clientes. Este problema del «huevo y la gallina» origina elevados costes de instalación para todos los tipos de nuevos instrumentos y servicios de pago.

Otros retos para el funcionamiento satisfactorio de los pagos electrónicos son los relacionados con la estandarización y la legislación, así como con la seguridad de los instrumentos y medios de pago. Sólo con el uso de estándares comunes pueden obtenerse los mayores beneficios de la electronificación a lo largo del ciclo de pago. También es necesario un sólido entorno jurídico para la prestación de nuevos servicios de pago. Por último, aunque no en menor medida, la seguridad de los servicios tiene una importancia capital tanto desde la perspectiva del proveedor de servicios de pago como desde la del usuario. En estos ámbitos, una amplia cooperación entre los participantes sería de lo más provechosa.

Estandarización

Es fundamental adoptar estándares y formatos de mensaje comunes, que permitan el tratamiento automatizado de principio a fin de los pagos, sin intervención manual. Tradicionalmente, la estandarización de los pagos ha estado a cargo de un grupo bastante cerrado de participantes del sector financiero y no ha traspasado las fronteras nacionales. El nuevo entorno, es decir, la dimensión internacional que ha adquirido este campo a través de Internet y de las redes de telefonía móvil, y la introducción del euro han aumentado de diversas formas la complejidad de las tareas de cooperación y el establecimiento de estándares comunes.

El número creciente de participantes en el ciclo de pago, entre los que figuran cada vez más entidades no financieras, es uno de los factores que han dificultado el establecimiento de estándares. En el recuadro 1 se observa que la cadena completa de pagos electrónicos comprende la facturación por el emisor de la factura, la iniciación del pago por el pagador, el tratamiento y la liquidación de los pagos por las entidades financieras y, por último, la conciliación de los pagos por el beneficiario. Cabe encontrar soluciones que respondan a las necesidades de todos los participantes, que deberían, en principio, intervenir en la elaboración y la puesta en práctica de los estándares aplicables a la fase que les corresponde en el ciclo de pago.

Los avances tecnológicos y la aparición de nuevos proveedores en el mercado, así como la rápida evolución de otros campos en los que las comunicaciones desempeñan un papel esencial, han incrementado las expectativas de los clientes, que esperan que los pagos se realicen con mayor prontitud y menor coste. Ello significa que la infraestructura interbancaria existente, tradicionalmente basada en el concepto de fecha valor y de liquidación diaria, deberá adaptarse al nuevo entorno. Entre los cambios que se están produciendo actualmente en los sistemas de pago figuran la implantación del acceso fácil y directo (por ejemplo, a través de Internet) y de herramientas para gestionar los riesgos de seguridad (como la Infraestructu-

Recuadro 4

Marco jurídico del comercio electrónico en Europa

Varias Directivas han sido adoptadas para aumentar la confianza en el comercio electrónico y promover el desarrollo de la provisión en línea de servicios y productos. Las tres Directivas principales en materia de pagos electrónicos son las siguientes:

- La Directiva sobre el comercio electrónico (Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2000, relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior) tiene por objeto garantizar «la libre circulación de los servicios de la sociedad de la información entre Estados miembros». La Directiva fomenta la libre circulación de los servicios en línea mediante la supervisión de los operadores de dichos servicios en el Estado miembro en el que están establecidos (principio del Estado miembro de origen). La Directiva establece también obligaciones de transparencia de las comunicaciones comerciales y de la «contratación electrónica» y asegura el reconocimiento de la validez jurídica de los contratos electrónicos.
- La Directiva sobre el dinero electrónico (Directiva 2000/46/CE sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio así como la supervisión cautelar de dichas entidades) establece una serie de normas prudenciales mínimas armonizadas para la emisión de dinero electrónico y aplica los acuerdos de reconocimiento mutuo de la supervisión por el Estado miembro de origen (previstos en la Directiva 2000/12/CE) a las entidades de dinero electrónico.
- La Directiva sobre la firma electrónica (Directiva 1999/93/CE por la que se establece un marco comunitario para la firma electrónica) establece un marco sobre las condiciones aplicables a la firma electrónica. La Directiva garantiza que todos los Estados miembros reconozcan la validez jurídica de una firma electrónica y que todos los servicios relacionados con la firma electrónica puedan prestarse en el mercado de la UE sin verse obstaculizados por las legislaciones nacionales.

Las citadas Directivas se complementan con los actos jurídicos siguientes:

- La Directiva Bancaria (Directiva 2000/12/CE de 20 de marzo de 2000) establece un pasaporte europeo para las entidades de crédito que deseen ofrecer servicios y establecer sucursales en otros Estados miembros. Asimismo, la Directiva permite a las entidades de crédito acceder a sistemas de pago extranjeros ubicados en la UE, no sólo a través de sucursales establecidas en el país, sino también mediante el acceso remoto, sin presencia física, siempre que acepten las condiciones de los respectivos sistemas.
- El Reglamento sobre los pagos transfronterizos en euros (Reglamento (CE) n° 2560/2001) establece reglas sobre los pagos transfronterizos en euros con el objeto de garantizar que las comisiones por dichos pagos sean las mismas que las de los pagos en euros efectuados en el interior de un Estado miembro (para pagos transfronterizos por un importe que será, en última instancia, de hasta 50.000 euros).
- La Recomendación relativa a las transacciones efectuadas mediante instrumentos electrónicos de pago, en particular las relaciones entre emisores y titulares de tales instrumentos (97/489/CE) incluye una descripción del reparto de responsabilidades entre el consumidor, el comerciante y el proveedor de servicios de pago.

ra de Clave Pública), modificaciones en la frecuencia y firmeza de la liquidación (a través de liquidaciones interbancarias diarias múltiples o en tiempo real), una mayor capacidad de transmisión de la información (para permitir, entre otras cosas, la conciliación automática) y formatos de mensaje variables (por ejemplo, los formatos XML).

Los procesos de consolidación e integración en curso en Europa y la creación de sistemas de pagos transfronterizos hacen la labor todavía más compleja, aunque también incrementan los posi-

bles beneficios. Los estándares nacionales utilizados en Europa difieren considerablemente de un país a otro, por lo que es difícil establecer estándares europeos o internacionales.

Aspectos legislativos

El marco legislativo europeo del comercio electrónico comprende varias Directivas que abordan los problemas que podrían derivarse del comercio y de los pagos en línea en los distintos

regímenes jurídicos, contractuales y judiciales de la UE (véase recuadro 4).

La Comisión Europea ha realizado recientemente una consulta sobre un posible marco jurídico para la zona única de pagos en el mercado interior¹. El documento de consulta, cuyo objeto era considerar la adopción de un marco jurídico coherente y moderno para los pagos en el mercado interior, contemplaba la codificación de varios instrumentos jurídicos adoptados por el Parlamento Europeo, la Comisión Europea y el Consejo en un único marco jurídico.

Dada la rapidez con la que van produciéndose los progresos tecnológicos, podría resultar difícil para los legisladores promulgar normativas adecuadas y actualizadas. Por lo tanto, todo requisito legislativo adicional relacionado con nuevos mecanismos de pago debería estudiarse a fondo para calibrar su necesidad, además de definirse como principios generales para poder aplicarse a futuros avances tecnológicos, y de establecerse en colaboración con los participantes en el mercado.

Seguridad

Los problemas de seguridad son uno de los motivos mencionados con más frecuencia por el público para no utilizar los instrumentos electróni-

cos de pago. Además, el fallo de algunas iniciativas puede atribuirse a la deficiente protección ofrecida por los proveedores de servicios de pago. Han surgido distintas iniciativas en materia de seguridad de los pagos por Internet, pero no todas se han adoptado a gran escala.

Al valorar la seguridad general de los pagos electrónicos y de las transacciones en línea, deben tenerse en cuenta varios elementos, como la disponibilidad, la autenticidad y autorización, la integridad, el no repudio y la confidencialidad. Todos estos aspectos se describen brevemente en el recuadro 5.

Varios de los citados elementos de seguridad sólo pueden implantarse mediante la combinación de distintas técnicas, generalmente utilizando tecnologías de codificación, en combinación con medidas organizativas adecuadas. Pese a que las tecnologías necesarias existen desde hace un cierto tiempo, su puesta en práctica a gran escala se ha visto obstaculizada por la dificultad de configurar adecuadamente los aspectos organizativos que las rodean. La seguridad de los pagos electrónicos no es sólo una cuestión de tecnología, sino, igualmente, de un modelo de negocio aceptado por los clientes, que no suponga un coste demasiado elevado para los usuarios.

¹ Véase www.europa.eu.int.

Recuadro 5

Elementos de seguridad

Algunos de los principales elementos de seguridad son los siguientes:

- Disponibilidad: el instrumento responde con prontitud y eficiencia, dispone de la capacidad suficiente para ofrecer resultados satisfactorios y puede volver a funcionar rápidamente después de una interrupción.
- Autenticidad y autorización: el instrumento dispone de medios adecuados para autenticar la identidad de los clientes y autorizarlos a utilizar el servicio, y para asegurarse de la legitimidad de todas las transacciones.
- Integridad: el instrumento dispone de medios adecuados para proteger la integridad de los datos de los pagos electrónicos, lo que significa que la información sobre los mismos, en tránsito o almacenada, no puede modificarse o borrarse sin autorización.
- No repudio: el instrumento dispone de medios de autenticación de los pagos electrónicos destinados a dificultar su repudio y probar su realización. Se proporciona la prueba de que un mensaje ha sido enviado y recibido, para proteger al remitente contra la falsa alegación por parte del receptor de que el mensaje no ha sido recibido, y para proteger al receptor contra la falsa alegación por parte del remitente de que los datos han sido o no han sido enviados.
- Confidencialidad: el instrumento dispone de medios adecuados para preservar la confidencialidad de la información relativa a los pagos electrónicos. No debe divulgarse información clave en un modo en el que pueda ser vista o utilizada por personas no autorizadas.

Existen diversos formatos de codificación y sistemas diseñados para garantizar una mayor seguridad en la transmisión y el almacenamiento de la información sobre los pagos. El protocolo más utilizado, el *Secure Socket Layer (SSL)*, permite el intercambio seguro de datos entre el ordenador personal del cliente y el sitio web del comerciante. Suele requerirse una contraseña adicional para identificar a los participantes. Al ser el instrumento de pago más utilizado en Internet, las tarjetas de crédito han sido objeto de un número creciente de fraudes en línea, lo que ha aumentado la preocupación por la seguridad entre las empresas de tarjetas de crédito, los comerciantes y los consumidores. En el ámbito europeo, las entidades de crédito y las empresas de tarjetas han empezado a dedicarse activamente a la prevención del fraude en el marco del recién creado Consejo Europeo de Pagos.

A un nivel más general, siempre que se debatan los elementos de seguridad, debe tenerse en cuenta la estructura de los incentivos. El riesgo de ser considerado responsable por el fallo de un elemento de seguridad representa quizás el mayor incentivo para desarrollar características de seguridad adecuadas. En el caso de los pagos elec-

trónicos, el reparto de los riesgos y de las responsabilidades entre las partes implicadas es, por lo tanto, un elemento clave en el desarrollo de pagos seguros. Es necesario asignar claramente y documentar jurídicamente las obligaciones y responsabilidades de todas las partes involucradas en el ciclo de pago. Las partes sujetas a un riesgo potencial y a su posible coste, como consecuencia de una obligación (por ejemplo, el mantenimiento de la confidencialidad o la rectificación de pagos falsos o fraudulentos), tendrán un fuerte incentivo para adoptar las medidas de seguridad necesarias.

Por último, cabe tener en cuenta que la electrificación de los pagos mejora la calidad de la información generada por el uso de los instrumentos y medios electrónicos de pago. Debido a las características de las tecnologías de la información, los pagos electrónicos generan información que va más allá del objetivo de realizar un pago (por ejemplo, información sobre el patrón de conducta de los pagadores y beneficiarios, velocidad de circulación de los medios de pago, etc.). La protección de los datos y del ámbito privado, así como el destino y uso adecuado de la información generada, son cuestiones de gran alcance, que han de ser debatidas y analizadas.

3 Interés del BCE por los pagos electrónicos

Entre los cometidos del BCE en el ámbito de los sistemas e instrumentos de pago figura el de promover su seguridad y eficiencia, salvaguardar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y la función del dinero como unidad de cuenta, y mantener la estabilidad sistémica.

En otoño del 2002, el BCE publicó un documento de discusión titulado «*E-payments in Europe – the Eurosystem's perspective*» y organizó una conferencia sobre el futuro de los pagos electrónicos y el papel del Eurosistema en este ámbito. Como resultado de las opiniones intercambiadas con los participantes en el mercado durante dicha conferencia, el BCE considera que tiene, principalmente, dos funciones, la de catalizador y la de responsable de la vigilancia. Con vistas a garantizar la eficiencia y la seguridad, mientras el mercado esté

todavía en fase de desarrollo, el BCE se centrará, inicialmente, en la primera función.

Función de catalizador

El público obtiene los mayores beneficios de los pagos electrónicos cuando las distintas partes que intervienen en el proceso de pago operan conjuntamente sin fisuras. En su función de catalizador del desarrollo de los pagos electrónicos, el BCE pretende ofrecer un foro para la cooperación entre los participantes, así como facilitar análisis y estadísticas que servirán de ayuda en la labor encaiminada a conseguir la integración.

En el 2003, el BCE decidió hacerse cargo del Observatorio de Sistemas de Pago Electrónico

(ePSO), un proyecto puesto en marcha en el 2000 por la Comisión Europea. El Observatorio es una infraestructura compartida y abierta de información sobre pagos electrónicos, cuyo objetivo es fomentar el intercambio de opiniones entre los participantes en el mercado y servir de fuente de información. La dirección del ePSO en Internet es www.e-psy.info.

A la hora de adoptar decisiones, el poder disponer de estadísticas adecuadas es fundamental para los proveedores de servicios de pago, los analistas y los expertos financieros, así como para las autoridades responsables de formular las políticas correspondientes. En el 2002 comenzaron en el BCE los trabajos destinados a mejorar la calidad y disponibilidad de las estadísticas agregadas de pagos de la UE, la zona del euro y los países en vías de adhesión a la zona. Los primeros resultados de estos trabajos se esperan para el año 2004.

El BCE tiene un interés especial en la interoperatividad de los estándares entre los países. Sin embargo, es difícil llegar a un acuerdo sobre los estándares a adoptar para los pagos, debido a las diferencias existentes entre los participantes nacionales e internacionales, a las características particulares de los productos de red, a los cambios en las demandas de los clientes y a la reestructuración del procesamiento de los pagos.

La contribución del BCE de cara a la adopción de estándares se centra en distintas partes del ciclo de pago: la iniciación de los pagos, la parte interbancaria y la conciliación. Por lo que se refiere a la iniciación de los pagos o a las comunicaciones entre el pagador y su entidad de crédito o proveedor de servicios de pago, existen ya algunos estándares internacionales, como el código internacional de cuenta bancaria (IBAN), el código de identificación bancaria (BIC) y el *electronic Payment Initiator* (ePI)². El BCE fomenta la utilización y difusión de estos estándares para la presentación de pagos electrónicos.

Por lo que respecta a la parte interbancaria del ciclo de pago, el BCE ha realizado varios análisis de las infraestructuras interbancarias de pagos al por menor y ha formulado recomendaciones para mejorarlas³. Con frecuencia, los bancos centrales son proveedores de servicios interbancarios de pa-

gos, por lo que pueden contribuir a adaptar estos sistemas a las necesidades de los pagos al por menor. Se estudiarán con más detalle los requisitos especiales aplicables a las infraestructuras interbancarias de liquidación y compensación como consecuencia de la electrificación de los pagos.

La mayor parte de las nuevas iniciativas de pago existentes no modifican el proceso de liquidación interbancaria, sino que utilizan los servicios de las entidades de crédito para efectuar la liquidación a través de sistemas interbancarios de pago. Sin embargo, las implicaciones del uso creciente de nuevas tecnologías para el proceso interbancario de pago podría impulsar la liquidación en tiempo real, dado que aumentan las expectativas del público respecto a los pagos en tiempo real y disminuyen los costes de las tecnologías de la información y las telecomunicaciones, al tiempo que se amplían sus prestaciones.

Para la última parte del ciclo de pago entre el beneficiario y su entidad de crédito o proveedor de servicios de pago, no existen estándares europeos generalmente aceptados en relación con la conciliación entre los datos de la factura y los de la cuenta del emisor de la misma. En las operaciones en línea, en las que se obtienen los mayores beneficios sólo con el tratamiento automatizado de principio a fin, esta falta eleva innecesariamente los costes del comercio electrónico. El BCE seguirá supervisando la aplicación de los estándares existentes y la elaboración de nuevos estándares que permitan el tratamiento automatizado completo, desde la presentación del pago hasta su conciliación.

Función de vigilancia

En el marco de sus funciones de vigilancia, el BCE se preocupa por la seguridad de todos los medios e instrumentos de pago utilizados por el público. Una falta percibida o real de seguridad de determinados instrumentos o sistemas de pago podría

2 Para más detalles, véase *European Committee for Banking Standards* (www.ecbs.org).

3 Véase, por ejemplo, «Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro», BCE, noviembre 2001; «Improving cross-border retail payment services - Progress report», BCE, septiembre 2000; «Improving cross-border retail payment services in the euro area - the Eurosystem's view», BCE, septiembre 1999.

conducir a una pérdida de confianza en ese instrumento o sistema y tener, en un caso extremo, un efecto negativo sobre el funcionamiento de los sistemas de pagos, si resultara difícil volver a otros medios de pago o si la pérdida de confianza se contagiara a otros instrumentos. Esto es igualmente cierto para la seguridad de los medios de pago, que se ha visto garantizada, hasta ahora, por la exigencia legal de que sólo una entidad financiera supervisada (incluidas las entidades de dinero electrónico) pueda proporcionar servicios de pago basados en depósitos.

Si bien la seguridad de los instrumentos electrónicos de pago puede mejorarse estableciendo exigencias de seguridad más estrictas, éstas pueden también encarecer el sistema para los consumidores, los comerciantes y los proveedores de servicios, en detrimento de la aceptación y eficiencia del servicio. Ante esta disyuntiva entre exigencias de seguridad y exigencias de eficiencia, habrá de encontrarse el justo equilibrio entre ambas.

El Eurosistema ha empezado a investigar la seguridad de determinados instrumentos de pago al por menor y ha presentado su enfoque común sobre el dinero electrónico en el informe titulado

«*Electronic Money System Security Objectives*», sobre el que ha realizado una consulta pública. El informe contiene una lista más específica de objetivos de seguridad para los sistemas de dinero electrónico, que deben garantizar la fiabilidad y la seguridad técnica plena de los sistemas, al tiempo que contribuyen a aumentar la confianza del público en ellos. Estos objetivos se han diseñado, asimismo, para proporcionar un marco normativo homogéneo para los distintos sistemas.

En julio del 2002, el Eurosistema realizó una consulta pública sobre los criterios de vigilancia que han de cumplir los sistemas de pago al por menor que operen en euros⁴, y publicará en breve los criterios definitivos, explicando los eventuales cambios introducidos con respecto a los que se somete a consulta. El Eurosistema ha definido estos criterios para asegurar el buen funcionamiento de los sistemas de pago al por menor que son de la mayor importancia para la economía, para garantizar su eficiencia y seguridad en igualdad de condiciones para los participantes en los distintos sistemas y, por último, para fomentar la confianza del público en el euro.

⁴ «Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros», 8 de julio de 2002.

4 Conclusiones

El proceso de pago está evolucionando hacia un mayor grado de electrificación. En la actualidad, los avances más significativos en este sentido se observan en la parte del proceso que se desarrolla entre el beneficiario y el pagador (facturación) y, especialmente, en la parte que se lleva a cabo entre el pagador y su proveedor de servicios de pago. En los últimos años ha surgido una amplia variedad de servicios de pago, muchos de los cuales ya han desaparecido. Hasta el momento, los nuevos servicios de pago a través de Internet y de las redes de telefonía móvil se han basado, principalmente, en instrumentos de pago tradicionales adaptados a los medios electrónicos.

El BCE considera que las funciones que debe desempeñar en este ámbito son la de catalizador y la

de responsable de la vigilancia. Ambas funciones tienen por finalidad promover la seguridad y la eficiencia de los sistemas e instrumentos electrónicos de pago. El BCE se esforzará por mejorar la coordinación en el mercado y difundir estadísticas en las que puedan basarse las empresas para adoptar decisiones y las autoridades para formular las políticas correspondientes. Asimismo, el BCE analizará los estándares que permitirían la plena automatización del ciclo de pago y promoverá el establecimiento de un sólido entorno jurídico para la prestación de nuevos servicios de pago. Los resultados de esta labor se harán públicos. Por otro lado, una vez superada la fase inicial de electrificación de los pagos, está previsto que la función del BCE de responsable de la vigilancia de los pagos electrónicos adquiera más importancia que la de catalizador.

La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno

Con el fin de garantizar que el Consejo de Gobierno del BCE podrá adoptar decisiones con eficacia y rapidez, incluso tras una futura ampliación a gran escala de la zona del euro, el Consejo de la UE, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, ha adoptado recientemente una decisión sobre la modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno sobre la base de una Recomendación del BCE. En este artículo se exponen los aspectos fundamentales del debate que culminó en la Recomendación del BCE sobre un nuevo sistema de votación, así como sus principales elementos y su funcionamiento. Finalmente, se recuerda el proceso que condujo a la adopción del nuevo sistema de votación y se exponen brevemente los argumentos planteados por las diversas instituciones europeas en este contexto.

I Introducción

La UE se está preparando para una importante ampliación que integrará a nuevos Estados miembros del centro, del este, y del sur de Europa. El aumento del número de miembros de la UE a los 27 países previstos en la actualidad afectará profundamente al funcionamiento de sus instituciones y organismos, entre los que se encuentra el BCE. Si bien los nuevos Estados miembros se incorporarán a la UE con el status de «Estado miembro acogido a una excepción», estarán comprometidos a la even-

tual adopción del euro, es decir, que una vez hayan demostrado su capacidad para cumplir los criterios de convergencia de Maastricht de manera sostenible, adoptarán el euro. En consecuencia, el Consejo de Gobierno del BCE también deberá estar preparado para que el número del número de Estados miembros de la zona del euro pueda aumentar de forma significativa y, por tanto, para que los gobernadores de los respectivos BCN participen en el Consejo de Gobierno.

2 La «cláusula de habilitación» del BCE

Como respuesta al desafío que plantea preservar la capacidad del Consejo de Gobierno para adoptar decisiones con eficacia y rapidez, incluso a medida que aumenta considerablemente el número de miembros, el Tratado de Niza recoge una «cláusula de habilitación» del BCE. Dicha cláusula ha quedado plasmada en un nuevo artículo 10.6 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo («los Estatutos»), que permite una modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE, establecido el artículo 10.2 de los Estatutos.

De conformidad con el artículo 10.6 de los Estatutos (véase recuadro 1), el artículo 10.2 de los Estatutos puede ser modificado por una decisión adoptada por unanimidad por el Consejo de la UE, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, bien sobre la base de una Recomendación del BCE, previa consulta a la Comisión y al

Parlamento Europeo, bien sobre la base de una Recomendación de la Comisión Europea, en cuyo caso se consultará al BCE y al Parlamento Europeo. El artículo 10.6 de los Estatutos establece asimismo que el Consejo de Gobierno debe adoptar la Recomendación del BCE por unanimidad. En una declaración anexa al Acta Final de la Conferencia Intergubernamental de preparación del Tratado de Niza, los gobiernos de los Estados miembros expresaron su confianza en que se presentaría una Recomendación referente al artículo 10.6 en cuanto fuera posible tras la entrada en vigor del Tratado.

El Consejo de Gobierno, de conformidad con la conclusión de la Conferencia Intergubernamental, debatió ampliamente las posibles opciones de modificación del derecho de voto, y el 3 de febrero de 2003 adoptó, por unanimidad, la Recomendación de BCE de Decisión del Consejo sobre la

Recuadro I

Disposiciones legales seleccionadas en relación con la modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno

Artículo 10 de los Estatutos (modificado por el Tratado de Niza)

El Consejo de Gobierno

10.1. De conformidad con lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 112 del presente Tratado, el Consejo de Gobierno estará compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales.

10.2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 10.3, sólo tendrán derecho de voto los miembros del Consejo de Gobierno presentes en las sesiones. No obstante esta norma, el reglamento interno a que hace referencia el artículo 12.3 podrá establecer la posibilidad de que los miembros del Consejo de Gobierno emitan su voto por teleconferencia. Dicho reglamento interno dispondrá también que los miembros del Consejo de Gobierno que se encuentren en la imposibilidad de votar durante un período prolongado puedan designar a un sustituto que ocupe su lugar como miembro del Consejo de Gobierno.

Sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 10.3 y 11.3, cada miembro del Consejo de Gobierno dispondrá de un voto. De no estipularse lo contrario en el presente Estatuto, el Consejo de Gobierno decidirá por mayoría simple. En caso de empate, el voto decisivo corresponderá al presidente.

En las votaciones del Consejo de Gobierno se requerirá un quórum de dos tercios de sus miembros. De no alcanzarse éste, el presidente podrá convocar una reunión extraordinaria en la que puedan adoptarse decisiones con independencia del quórum mencionado.

10.3. En todas las decisiones que se adopten con arreglo a los artículos 28, 29, 30, 32, 33 y 51, los votos de los miembros del Consejo de Gobierno se ponderarán conforme a las participaciones de los bancos centrales nacionales en el capital suscrito del BCE. La ponderación de los votos de los miembros del Comité Ejecutivo será cero. Las decisiones por mayoría cualificada se aprobarán siempre que los votos favorables representen al menos dos tercios del capital suscrito del BCE y representen al menos a la mitad de los accionistas. En caso de que un gobernador no pueda asistir a la votación, podrá designar a un sustituto que emita su voto ponderado.

10.4. Las reuniones tendrán carácter confidencial. El Consejo de Gobierno podrá decidir hacer públicos los resultados de sus deliberaciones.

10.5. El Consejo de Gobierno se reunirá al menos diez veces al año.

10.6. El apartado 2 podrá ser modificado por el Consejo, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, por unanimidad, bien sobre la base de una recomendación del BCE y previa consulta al Parlamento Europeo y a la Comisión, o bien sobre la base de una recomendación de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE. El Consejo recomendará la adopción de tales modificaciones por los Estados miembros. Dichas modificaciones entrarán en vigor tras su ratificación por todos los Estados miembros de conformidad con sus respectivas normas constitucionales.

Una recomendación formulada por el BCE de conformidad con lo dispuesto en este apartado será aprobada por el Consejo de Gobierno en una decisión adoptada por unanimidad.

* * *

Declaración relativa al artículo 10.6 del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, y que se incluirá en el Acta Final de la Conferencia

«La Conferencia confía en que se presentará cuanto antes una recomendación relativa al artículo 10.6 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo».

modificación del artículo 10.2 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (BCE/2003/1), que se presentó ante el Consejo de la UE ese mismo día. El 21 de marzo de 2003, el Consejo de la UE, reuni-

do en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, adoptó la decisión sobre esta modificación de los Estatutos, que ahora debe ser ratificada por los Estados miembros de conformidad con sus respectivas normas constitucionales.

3 El marco del debate sobre un nuevo sistema de votación

Un aumento considerable del número de miembros del Consejo de Gobierno no sólo repercutirá en la adopción de decisiones, sino que también afectará a la percepción, por parte de la opinión pública y de los mercados, de la capacidad del BCE para adoptar decisiones con eficacia y rapidez. En consecuencia, era imprescindible que el Consejo de Gobierno presentara una propuesta de reforma que salvaguarde la efectividad de las estructuras de gobierno del BCE tras la ampliación de la zona del euro.

Los límites impuestos por la «cláusula de habilitación»

Al concebir un nuevo sistema de votación adecuado, el Consejo de Gobierno estaba obligado por los límites impuestos por la cláusula de habilitación, que circunscriben la reforma a una modificación del derecho de voto con arreglo a lo dispuesto en el artículo 10.2 de los Estatutos. En consecuencia, las modificaciones del derecho de voto debían efectuarse sin perjuicio del derecho de todos los miembros del Consejo de Gobierno a asistir a sus reuniones (artículo 10.1 de los Estatutos), y a participar en sus deliberaciones. Además, las modificaciones del derecho de voto no debían afectar a la adopción de decisiones con arreglo a los artículos 28, 29, 30, 32, 33 y 51 de los Estatutos (artículo 10.3 de los Estatutos). En consecuencia, otras opciones de reforma más fundamentales, como mo-

dificaciones en la composición del Consejo de Gobierno, o una distribución diferente de las funciones entre el Comité Ejecutivo y el Consejo de Gobierno —como mencionaban, entre otros, los Dictámenes oficiales del Parlamento Europeo y de la Comisión (véase sección 5)— quedaban fuera del ámbito de la cláusula de habilitación.

Cinco principios fundamentales

A fin de que el Consejo de Gobierno siga siendo capaz de adoptar decisiones con eficacia y rapidez en una zona del euro ampliada, el Consejo de Gobierno acordó que el número de gobernadores con derecho de voto tendría que ser inferior al número total de gobernadores en el Consejo de Gobierno. A juicio del Consejo de Gobierno, un sistema de rotación constituye una solución justa, eficaz y adecuada para asignar el derecho de voto a los gobernadores en el Consejo de Gobierno.

El Consejo de Gobierno consideró que los miembros del Comité Ejecutivo deben mantener un derecho de voto permanente, dada su especial posición, establecida en el Tratado, de ser los únicos miembros del Consejo de Gobierno que son designados a nivel europeo con arreglo a lo dispuesto en el Tratado y que actúan exclusivamente en el ámbito de la zona del euro y para el BCE, cuya competencia abarca el conjunto de la zona. Además, el Presidente, que es miembro del Comité

Ejecutivo, decide con su voto en caso de empate en el Consejo de Gobierno.

Al diseñar los aspectos concretos del sistema de rotación, el Consejo de Gobierno se guió por los siguientes principios fundamentales:

Un voto por miembro

Tal y como se señalaba en el Dictamen del BCE de 5 de diciembre de 2000 (CON/00/30) sobre la cláusula de habilitación, el Consejo de Gobierno considera que el principio de «un voto por miembro» es fundamental en la adopción de sus decisiones. Un sistema de rotación implica necesariamente que, aunque al incrementarse el número de gobernadores no todos los miembros del Consejo de Gobierno tendrán un derecho de voto permanente, este principio debe seguir aplicándose a aquellos miembros del Consejo de Gobierno que ejerzan un derecho de voto, lo que descarta las propuestas de reforma basadas en un voto ponderado. Ni un sistema de voto ponderado explícito, es decir, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10.3 de los Estatutos, ni ningún sistema de doble mayoría, con un mecanismo para verificar si una mayoría simple de los gobernadores representa un porcentaje establecido de un indicador determinado de la zona del euro (como sugirió, por ejemplo, el Parlamento Europeo, véase sección 5), serían compatibles con la preservación del principio de «un voto por miembro».

Participación personal

Todos los miembros del Consejo de Gobierno deben seguir participando en sus reuniones a título personal e independiente (participación personal), y tengan o no el derecho de voto. Por consiguiente, un nuevo sistema de votación basado en circunscripciones o agrupaciones por países, en el que los gobernadores designan un representante que actúa y vota en representación de un grupo de países o de una circunscripción, o basado en la delegación del voto en un sistema de rotación, sería incompatible con este principio.

Representatividad

La introducción de un sistema de rotación del derecho de voto podría provocar situaciones en

las que pudiera considerarse que un grupo de gobernadores con derecho de voto pertenecen a Estados miembros que, tomados conjuntamente, no son suficientemente representativos de la economía de la zona del euro en su conjunto. En consecuencia, el nuevo sistema de votación debería concebirse de forma que evitara ese resultado.

Para lograr la representatividad, es posible que los gobernadores no puedan ejercer el derecho de voto con la misma frecuencia, y que los gobernadores de los Estados miembros con economías de «mayor tamaño» tengan el derecho de voto con mayor frecuencia que los gobernadores de los Estados miembros con economías de «menor tamaño». Al mismo tiempo, cualquier referencia al país al que representa un gobernador debe realizarse, *exclusivamente*, a efectos de determinar la frecuencia con la que cada gobernador ejerce el derecho de voto. Aunque la introducción del concepto de representatividad constituye una desviación de las normas de votación del Consejo de Gobierno vigentes, responde únicamente a la necesidad de adaptar el proceso de adopción de decisiones del BCE a los efectos de la ampliación. El principio de «un voto por miembro» debe seguir aplicándose a todos los gobernadores que, en un momento determinado, tengan el derecho de voto. Por consiguiente, la diferenciación no debe influir en la adopción de decisiones en lo que se refiere al fondo, sino que únicamente será relevante en el proceso de determinación de quién vota en cada momento.

Automatismo

Dado que el ritmo de las futuras ampliaciones de la zona del euro es incierto, el nuevo sistema de votación debe ser lo suficientemente sólido como para evitar tener que modificar las normas cada vez que se incorporen nuevos Estados miembros. Por consiguiente, las normas del nuevo sistema de votación deben establecerse de forma que permitan la adaptación automática del sistema a la incorporación de nuevos gobernadores al Consejo de Gobierno en el contexto de la ampliación de la zona del euro. Además, el sistema de rotación debe ser capaz de adaptar cualquier ritmo concebible de ampliación de la zona del euro hasta un máximo de 27 Estados miembros, esto es, los actuales Estados miembros de la UE y los 12 países candi-

datos a la adhesión enumerados en la Declaración relativa a la ampliación de la Unión Europea anexa al Tratado de Niza. El funcionamiento automático del sistema también debe evitar situaciones en las que, por efecto del sistema de rotación, los gobernadores de Estados miembros con economías de «menor tamaño» tengan el derecho de voto con más frecuencia que los gobernadores de Estados miembros con economías de «mayor tamaño».

Transparencia

El nuevo sistema de votación debe ser transparente, de forma que sus principales elementos y su funcionamiento puedan darse a conocer de forma relativamente sencilla. Así, la nueva redacción del artículo 10.2 de los Estatutos debe ser razonablemente accesible y cumplir los requisitos del Derecho comunitario primario.

4 El nuevo sistema de votación

Tratar de cumplir simultáneamente estos cinco principios, al tiempo que se respetan los límites impuestos por la cláusula de habilitación, constituía un reto considerable. No obstante, el Consejo de Gobierno consiguió alcanzar un acuerdo unánime sobre un nuevo sistema de votación, que presenta las siguientes características:

Asignación de quince derechos de voto por rotación a los gobernadores y de seis derechos permanentes de voto a los miembros del Comité Ejecutivo

Con arreglo al nuevo sistema de votación, el número de gobernadores con derecho de voto no excederá de quince, que es el número implícito en el *statu quo* institucional, pues el Tratado actual estipula que el Consejo de Gobierno está formado por los miembros del Comité Ejecutivo y los gobernadores de los BCN de los Estados miembros. Dado que, cuando se efectuó la ampliación de 1995 —cuando la UE se amplió a 15 Estados miembros— no se realizaron modificaciones a las disposiciones del Tratado de Maastricht, esto implica que los gobernadores de los BCN disponen de quince votos. Cada uno de los seis miembros del Comité Ejecutivo mantiene un derecho de voto permanente.

Los gobernadores de los BCN disfrutarán del derecho de voto con distinta frecuencia

De conformidad con el principio de representatividad, los gobernadores tendrán el derecho de

voto con distinta frecuencia, en función de un indicador del tamaño relativo de la economía y del sector financiero de su Estado miembro dentro de la zona del euro. Un sistema de rotación basado en grupos garantiza que esta distinción entre gobernadores en lo que se refiere a su legitimación para ejercer el derecho de voto se ajusta a normas claras y transparentes.

Distribución de los gobernadores en grupos a partir de una clasificación por países

La distribución en grupos se basará en una clasificación de los Estados miembros de los correspondientes gobernadores, obtenida a partir de la participación de los Estados miembros en el conjunto de la zona del euro, con arreglo a un indicador establecido de «representatividad». Esta distribución determina la frecuencia con la que un gobernador disfruta del derecho de voto.

Indicador sintético para determinar la clasificación de los países

Esta clasificación por países debe basarse en un indicador sintético de dos componentes:

- El producto interior bruto a precio de mercado: el primer componente es la participación del producto interior bruto a precio de mercado de un Estado miembro con respecto al total correspondiente a los Estados miembros

que hayan adoptado el euro. El peso económico de un Estado miembro, reflejado en su producto interior bruto total a precio de mercado, es un componente adecuado porque las repercusiones de las decisiones de un banco central son mayores en los Estados miembros con economías de mayor tamaño que en aquellos con economías de menor tamaño.

- El balance agregado de las instituciones financieras monetarias de los Estados miembros que hayan adoptado el euro: al mismo tiempo, el tamaño del sector financiero de un Estado miembro también es muy importante en relación con las decisiones de un banco central, ya que este sector comprende las entidades de contrapartida que operan con dicho banco central. Por este motivo, introduce un segundo componente, la participación de un Estado miembro en el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias de los Estados miembros que hayan adoptado el euro.

En cuanto a la asignación del peso relativo de los dos componentes del indicador sintético, parece adecuado asignar un peso de 5/6 al producto interior bruto y un peso de 1/6 al balance agregado de las instituciones financieras monetarias para garantizar una representación suficiente y significativa del componente financiero.

Implantación del sistema de rotación en dos fases

Con el fin de facilitar su introducción, el sistema de rotación se implantará en dos fases. En primer lugar, el sistema de rotación se introducirá en el

momento en que el número de Estados miembros de la zona del euro llegue a 16, y se establecerán dos grupos. Posteriormente, desde el momento en que el número de países de la zona del euro exceda de 21, habrá tres grupos.

Normas de distribución de los gobernadores en grupos y derechos de voto de los grupos

Durante la primera fase, los gobernadores se distribuirán en dos grupos, con arreglo a las siguientes normas:

- El primer grupo estará formado por los gobernadores de los cinco países de la zona del euro que ocupan las cinco primeras posiciones en la clasificación por países, y dispondrá de cuatro votos.
- El segundo grupo estará formado por los demás gobernadores, y dispondrá de once votos.

Tal y como se indica en el cuadro 1, la distribución del derecho de voto entre los dos grupos podría modificarse en caso de que haya 16, 17 ó 18 gobernadores en el Consejo de Gobierno. Esta modificación transitoria podría ser necesaria a fin de garantizar que la frecuencia de voto de los gobernadores del primer grupo no es inferior a la frecuencia de voto de los del segundo grupo, tal y como exige el principio de automatismo. La modificación consiste en que los gobernadores del primer grupo tendrían, transitoriamente, una frecuencia de voto del 100%. La cuestión de si se planteará o no esta situación dependerá del ritmo de futuras ampliaciones de la

Cuadro 1
Sistema de rotación con dos grupos (primera fase) - frecuencia de voto de los gobernadores en cada grupo

		Número de gobernadores en el Consejo de Gobierno						
		16	17	18	19	20	21	22 ó más
<i>Primer grupo</i>	Nº de votos/ Nº de gobernadores	5/5	5/5	5/5	4/5	4/5	4/5	<i>Segunda fase: sistema de rotación con tres grupos (véase cuadro 2)</i>
	Frecuencia de voto	100%	100%	100%	80%	80%	80%	
<i>Segundo grupo</i>	Nº de votos/ Nº de gobernadores	10/11	10/12	10/13	11/14	11/15	11/16	
	Frecuencia de voto	91%	83%	77%	79%	73%	69%	
Σ votos		15	15	15	15	15	15	15

Cuadro 2

Sistema de rotación con tres grupos (segunda fase) - frecuencia de voto de los gobernadores en cada grupo

		Número de gobernadores en el Consejo de Gobierno						
		16 – 21	22	23	24	25	26	27
Primer grupo	Nº de votos/ Nº de gobernadores	Primera fase: sistema de rotación con dos grupos (véase cuadro 1)	4/5	4/5	4/5	4/5	4/5	4/5
	Frecuencia de voto		80%	80%	80%	80%	80%	80%
Segundo grupo	Nº de votos/ Nº de gobernadores		8/11	8/12	8/12	8/13	8/13	8/14
	Frecuencia de voto		73%	67%	67%	62%	62%	57%
Tercer grupo	Nº de votos/ Nº de gobernadores		3/6	3/6	3/7	3/7	3/8	3/8
	Frecuencia de voto		50%	50%	43%	43%	38%	38%
Σ votos		15	15	15	15	15	15	15

zona del euro, esto es, de si varios países se incorporan a la zona del euro al mismo tiempo o lo hacen de uno en uno. En cualquier caso, tal situación podría evitarse, si se aplazara la introducción del sistema de rotación hasta el momento en que el número de gobernadores exceda de dieciocho, en virtud de una decisión del Consejo de Gobierno adoptada por mayoría de dos tercios de todos sus miembros, tengan o no el derecho de voto.

En el momento en que el número de Estados miembros de la zona del euro llegue a 22, el sistema funcionará con tres grupos y con arreglo a las siguientes normas:

- El primer grupo estará formado por los gobernadores de los cinco países de la zona del euro que ocupan las cinco primeras posiciones en la clasificación, y dispondrá de cuatro votos.
- El segundo grupo estará formado por la mitad del número total de gobernadores, redondeándose las fracciones al número entero siguiente, seleccionados entre los que ocupen los puestos siguientes en la clasificación, y dispondrá de ocho votos.
- El tercer grupo estará integrado por los restantes gobernadores, y dispondrá de tres votos.

En el cuadro 2 se muestra la frecuencia de voto con arreglo a estas normas.

Disposiciones de desarrollo a adoptar por el Consejo de Gobierno

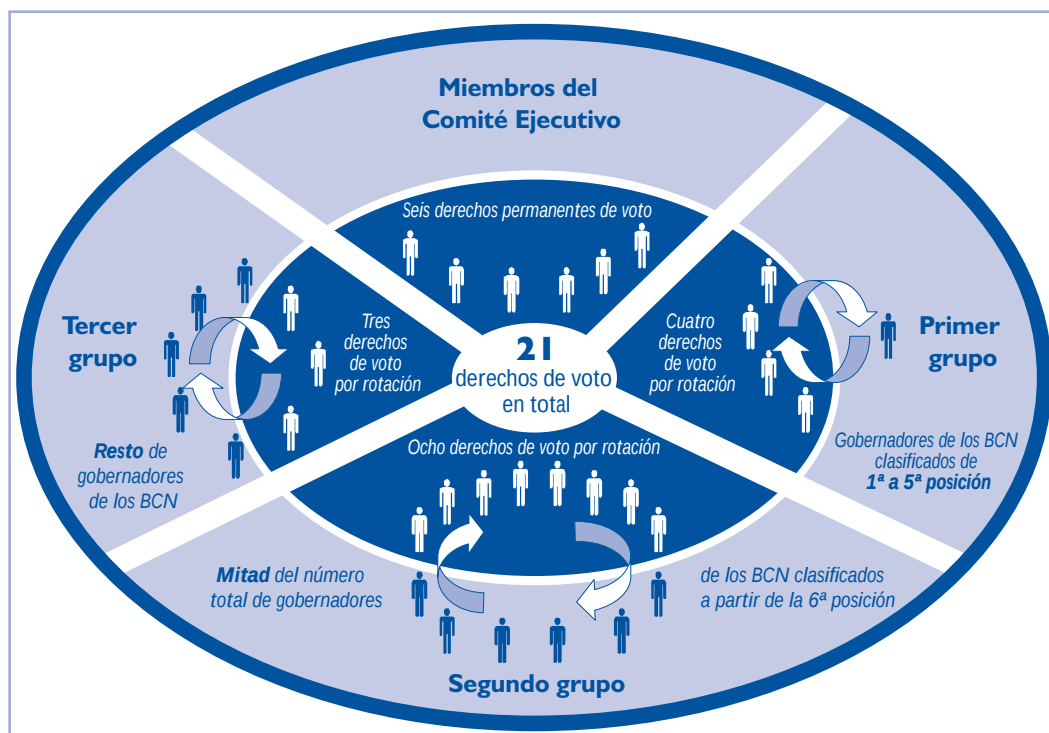
El Consejo de Gobierno adoptará disposiciones de desarrollo en las que se especifique la rotación de los derechos de voto en cada grupo, así como los intervalos de rotación del derecho de voto, sobre la base de una disposición del artículo 10.2 modificado de los Estatutos. No es necesario que se estipulen claramente estos parámetros de naturaleza técnica en los Estatutos, porque no son de índole constitucional y sólo instrumentan los derechos de voto en función de la asignación de los gobernadores a los grupos. Además, la incertidumbre vinculada al ritmo de futuras ampliaciones de la zona del euro requiere cierta flexibilidad en la implantación exacta del sistema de rotación. En aras de la simplicidad del texto legal del nuevo artículo 10.2 de los Estatutos, estas cuestiones se resolverán en ulteriores decisiones de desarrollo. Estas disposiciones de desarrollo se aprobarán con un sistema especial de votación que se establecerá en el artículo 10.2 modificado, de una mayoría de dos tercios de todos los miembros del Consejo de Gobierno, tengan o no derecho de voto.

Datos para calcular el indicador sintético

Los datos relevantes para el cálculo de las participaciones en el producto interior bruto total a precio de mercado serán facilitados por la Comisión con arreglo a las normas adoptadas por el Consejo sobre la base del artículo 29.2 de los Estatutos

Diagrama

Sistema de rotación en el Consejo de Gobierno del BCE con tres grupos
(escenario para una zona del euro con 27 Estados miembros)



para el cálculo de la clave de suscripción del capital del BCE. Los datos para el cálculo de las participaciones en el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias serán facilitados por el BCE con arreglo al sistema estadístico de aplicación en la UE.

El tamaño o la composición de los grupos de gobernadores se revisará siempre que se ajusten las participaciones de cada Estado miembro en el producto interior bruto total a precio de mercado y en el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias de los Estados miembros que hayan adoptado el euro de conformidad

con el artículo 29.3 de los Estatutos (revisiones periódicas) o siempre que se incorpore un nuevo gobernador al Consejo de Gobierno (revisiones no periódicas). El tamaño o la composición de los grupos resultantes de las revisiones periódicas será de aplicación desde el primer día del año siguiente. El tamaño o la composición de los grupos resultantes de las revisiones no periódicas será de aplicación desde el día en que el gobernador o gobernadores se incorporen al Consejo de Gobierno. Estos detalles operativos se especifican en las disposiciones de desarrollo que debe adoptar el Consejo de Gobierno por mayoría de dos tercios de todos sus miembros, tengan o no el derecho de voto.

5 El debate en las instituciones de la UE

Tal y como prevé la cláusula de habilitación, el BCE puso en marcha el mecanismo para modificar el artículo 10.2 con la presentación formal de la Recomendación del BCE ante el Consejo de la UE. Además, representantes del BCE aprovecharon las reuniones

del Eurogrupo, del Consejo ECOFIN y del Comité Económico y Financiero para presentar y explicar detalladamente el nuevo sistema de votación recomendado a los representantes de los Estados miembros y de la Comisión Europea.

Consulta ante la Comisión Europea

De conformidad con el procedimiento previsto por el artículo 10.6 de los Estatutos, la Comisión Europea presentó su dictamen el 19 de febrero de 2003. La Comisión consideró que el nuevo sistema de votación recomendado por el BCE «constituía un paso importante en la revisión de la capacidad de adopción de decisiones (del Consejo de Gobierno) en el contexto de la ampliación». Dentro de una evaluación positiva en su conjunto, la Comisión también propuso «posibles mejoras del modelo de rotación con tres grupos», entre las que se encuentran:

- un número de gobernadores con derecho de voto inferior a los 15 recomendados por el BCE, a fin de incrementar aún más la rapidez y la eficacia de la adopción de decisiones;
- la introducción de una medida de población en el indicador para la clasificación por países (utilizando, por ejemplo, la clave de capital del BCE), con el fin de asegurar que la asignación de gobernadores a los grupos sea considerada neutral e imparcial, tanto por los actuales como por los futuros Estados miembros;
- una mayor concreción de las medidas necesarias para poner en funcionamiento el sistema (como el intervalo entre rotaciones, etc.); y
- una aclaración en relación con la fecha concreta de introducción del sistema de rotación.

Finalmente, la Comisión reconocía que los límites impuestos por la cláusula de habilitación restringían claramente el alcance de las posibles opciones de reforma. En consecuencia, la Comisión señaló que las adaptaciones de mayor alcance potencial, como por ejemplo, las relativas a la adopción de decisiones en el ámbito de la política monetaria, así como el papel del Comité Ejecutivo a este respecto, tendrían que desarrollarse en el marco, más amplio, de la Convención sobre el futuro de Europa y de la próxima Conferencia Intergubernamental.

Consulta ante el Parlamento Europeo

En su sesión plenaria del 13 de marzo de 2003, el Parlamento Europeo aprobó una resolución so-

bre la Recomendación del BCE, a partir de un informe del Comité de Asuntos Económicos y Monetarios. En dicha resolución, el Parlamento Europeo no estaba de acuerdo con la Recomendación del BCE argumentando que el modelo de rotación propuesto había sido objeto de críticas por su complejidad, incluso si se tiene en cuenta la dificultad de la tarea dados los límites impuestos por el artículo 10.6 de los Estatutos.

Como alternativa, el Parlamento Europeo se mostró a favor de un proceso con dos fases, y propuso que, por el momento, se mantuviera el *statu quo*, es decir, que todos los miembros del Consejo de Gobierno siguieran participando en la adopción de decisiones con pleno derecho de voto y que las decisiones continuaran adoptándose por mayoría simple. No obstante, la Convención sobre el futuro de Europa debería plantear una reforma más amplia y formular la correspondiente propuesta ante la próxima Conferencia Intergubernamental. Por otra parte, a juicio del Parlamento Europeo, dicha reforma debería distinguir entre decisiones operativas, que serían adoptadas por «un Comité Ejecutivo ampliado, formado por nueve miembros, que representara adecuadamente a la economía de la zona del euro», y decisiones estratégicas y generales de política monetaria, a adoptar por el Consejo de Gobierno. En relación con la adopción de este último tipo de decisiones, el Consejo de Gobierno debería utilizar un sistema de doble mayoría, con el que se comprobaría si una mayoría simple de gobernadores son representativos de una mayoría «de la población de los Estados miembros, del tamaño total de la economía y del tamaño relativo del sector de servicios financieros».

Adopción por parte del Consejo y etapas posteriores

El 21 de marzo de 2003, el Consejo de la UE, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, adoptó por unanimidad la «Decisión sobre la modificación del apartado 2 del artículo 10 de los Estatutos del SEBC y del BCE» en relación con los derechos de voto del Consejo de Gobierno del BCE. Su aprobación por unanimidad fue posible después de que dos Estados miembros

Recuadro 2

Nuevo sistema de votación del Consejo de Gobierno: Apartado 2 del artículo 10 de los Estatutos, modificado por la Decisión del Consejo de la UE de 21 de marzo de 2003

10.2 Cada miembro del Consejo de Gobierno dispondrá de un voto. Desde el momento en que el número de miembros del Consejo de Gobierno exceda de 21, cada miembro del Comité Ejecutivo dispondrá de un voto, y el número de gobernadores con derecho de voto será de 15. El derecho de voto de los gobernadores se asignará y rotará con arreglo a lo siguiente:

- Desde el momento en que el número de gobernadores exceda de 15 y hasta que llegue a 22, los gobernadores se distribuirán en dos grupos de acuerdo con el tamaño de la participación del Estado miembro correspondiente a su banco central nacional en el producto interior bruto total a precio de mercado y en el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias de los Estados miembros que hayan adoptado el euro. Se asignará a las participaciones en el producto interior bruto total a precio de mercado y en el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias un peso de 5/6 y 1/6 respectivamente. El primer grupo estará formado por 5 gobernadores y el segundo grupo estará formado por los demás gobernadores. La frecuencia del derecho de voto de los gobernadores del primer grupo no será inferior a la frecuencia del derecho de voto de los gobernadores del segundo grupo, sin perjuicio de lo cual, el primer grupo dispondrá de cuatro votos y el segundo de once.
- Desde el momento en que su número llegue a 22, los gobernadores se distribuirán en tres grupos de acuerdo con la clasificación basada en los criterios expuestos. El primer grupo estará formado por 5 gobernadores y dispondrá de cuatro votos. El segundo grupo comprenderá la mitad del número total de gobernadores, redondeándose las fracciones al número entero siguiente, y dispondrá de ocho votos. El tercer grupo estará formado por los gobernadores restantes y dispondrá de tres votos.
- En cada grupo, los gobernadores tendrán el derecho de voto por igual plazo.
- A efectos del cálculo de las participaciones en el producto interior bruto total a precio de mercado se aplicará el apartado 2 del artículo 29. El balance agregado total de las instituciones financieras monetarias se calculará con arreglo al sistema estadístico vigente en la Comunidad Europea en el momento del cálculo.
- Siempre que el producto interior bruto total a precio de mercado se ajuste de conformidad con el apartado 3 del artículo 29 de los Estatutos o siempre que aumente el número de gobernadores, se revisará el tamaño o la composición de los grupos con arreglo a los principios expuestos.
- Por mayoría de dos tercios de todos sus miembros tengan o no el derecho de voto, el Consejo de Gobierno tomará las medidas necesarias para la aplicación de los principios expuestos, y podrá decidir que se aplaze la introducción del sistema de rotación hasta que el número de gobernadores exceda de 18.

El derecho de voto se ejercerá en persona. No obstante esta norma, el reglamento interno a que hace referencia el apartado 3 del artículo 12 podrá establecer la posibilidad de que los miembros del Consejo de Gobierno emitan su voto por teleconferencia. El reglamento interno dispondrá también que los miembros del Consejo de Gobierno que no puedan asistir a las reuniones del Consejo de Gobierno por un período prolongado puedan designar a un sustituto que ocupe su lugar como miembro del Consejo de Gobierno.

Las disposiciones de los párrafos precedentes no afectan al derecho de voto que todos los miembros del Consejo de Gobierno, con y sin derecho de voto, tienen en virtud de los apartados 3 y 6 del artículo 10 y del apartado 2 del artículo 41.

De no estipularse lo contrario en los presentes Estatutos, el Consejo de Gobierno decidirá por mayoría simple de sus miembros con derecho de voto. En caso de empate, el voto decisivo corresponderá al Presidente.

En las votaciones del Consejo de Gobierno se requerirá un quórum de dos tercios de sus miembros con derecho de voto. De no alcanzarse éste, el Presidente podrá convocar una reunión extraordinaria en la que podrán tomarse decisiones con independencia del quórum mencionado.

(Finlandia y los Países Bajos) retiraran ciertas reservas formuladas previamente. No obstante, insistieron en que la próxima Conferencia Intergubernamental reconsiderara la cuestión del gobierno del BCE, e hicieron constar en acta estos comentarios. Además, a iniciativa de los Países Bajos, el Consejo accedió a que se recogiera en el acta una declaración en la que se estipulaba que el modelo establecido para el Consejo de Gobierno del BCE «no debe considerarse un precedente en relación con la futura composición y el proceso de

adopción de decisiones de otras instituciones comunitarias».

El nuevo artículo 10.2 de los Estatutos se reproduce en el recuadro 2. Una vez adoptada la Decisión del Consejo de la UE, la modificación de los Estatutos debe ser ratificada por los Estados miembros de conformidad con sus respectivas normas constitucionales. En general, no se espera que ninguno de los Estados miembros convoque un referéndum al respecto.

6 Conclusiones finales

La ratificación de la modificación del artículo 10.2 de los Estatutos, tal y como fue adoptada por el Consejo de la UE, dota al Consejo de Gobierno de un nuevo sistema de votación que garantiza su capacidad de adopción de decisiones con eficacia y rapidez, incluso en una zona del euro sustancialmente ampliada. Dicho esto, al analizar los comentarios y las sugerencias de las distintas instituciones involucradas en el proceso, así como los aportados por observadores externos, habría que tener en cuenta las siguientes consideraciones.

El nuevo sistema de votación —como cualquier sistema de rotación— se caracteriza, inevitablemente, por tener cierta complejidad, al intentar conseguir simultáneamente una serie de principios. Cabe observar que el nuevo sistema de votación es similar al utilizado en el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos, en el que los Presidentes de los Bancos de la Reserva Federal también están asignados a grupos y ejercen su derecho de voto con distinta frecuencia. Por otra parte, aunque la participación de *todos* los gobernadores en las

reuniones del Consejo de Gobierno no implicará necesariamente que las deliberaciones sean más sencillas, es obvio que el nuevo sistema de votación mejora la eficacia del proceso de adopción de decisiones. Finalmente, aunque el nuevo sistema de votación introduce el principio de representatividad, únicamente lo hace para determinar quién vota en cada momento. El principio de participación personal de los gobernadores sigue teniendo validez, y el principio de «un voto por miembro» se aplica a todos los miembros que ejerzan un derecho de voto. Todo esto garantizará que, también en un Consejo de Gobierno ampliado, lo más importante en las deliberaciones es la fuerza de los argumentos, y no el país de origen de un gobernador o si ese país es grande o pequeño.

En su conjunto, el nuevo sistema de votación preserva los elementos, ya sometidos a prueba, del actual marco institucional del Eurosistema, y de esta forma garantiza que el Consejo de Gobierno podrá adoptar sus decisiones desde una clara perspectiva de la zona del euro en su conjunto, también después de la ampliación de dicha zona.



Estadísticas de la zona del euro



Panorámica general de la zona del euro	5*
1 Estadísticas de política monetaria	
1.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema	6*
1.2 Tipos de interés de intervención del BCE	8*
1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	8*
1.4 Estadísticas de reservas mínimas	10*
1.5 Posición de liquidez del sistema bancario	11*
2 Evolución monetaria y fondos de inversión en la zona del euro	
2.1 Balance agregado del Eurosistema	12*
2.2 Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema	13*
2.3 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluido el Eurosistema	14*
2.4 Agregados monetarios y contrapartidas	16*
2.5 Préstamos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión	21*
2.6 Depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento	24*
2.7 Principales activos y pasivos de las IFM frente a no residentes en la zona del euro	26*
2.8 Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro	28*
2.9 Balance agregado de los fondos de inversión en 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 de los mercados bursátiles	36*
3.4 Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela	37*
3.5 Emisiones de valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	38*
3.6 Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión, residencia y sector emisor	40*
3.7 Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	46*
3.8 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	48*
4 IAPC y otros precios en la zona del euro	
4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo	50*
4.2 Otros indicadores de precios	51*
5 Indicadores de la economía real en 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 laboral	56*
6 Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro	
6.1 Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros	59*
6.2 Inversión financiera y financiación de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones	63*
6.3 Ahorro, inversión y financiación	65*
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	66*
7.2 Deuda	67*
7.3 Variaciones de la deuda	68*

1) Véase la dirección del BCE en Internet (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	69*
8.2	Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital	70*
8.3	Balanza de pagos: cuenta de rentas	71*
8.4	Balanza de pagos: cuenta de inversiones directas	72*
8.5	Balanza de pagos: cuenta de inversiones de cartera	73*
8.6	Balanza de pagos: cuenta de otras inversiones y activos de reserva	74*
8.7	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 en los otros Estados miembros de la UE	82*
12	Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE	
12.1	Evolución económica y financiera	83*
12.2	Ahorro, inversión y financiación	84*
	Notas técnicas	85*
	Notas generales	89*

Signos utilizados en los cuadros

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

Panorámica general de la zona del euro

Cuadro resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1) 2)}		Crédito de IFM a otros residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores emitidos por sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	Media móvil de tres meses (centrada)				
2001	3,6	4,2	5,3	-	7,8	27,6	4,26	5,03
2002	7,3	6,5	7,2	-	5,3	21,9	3,32	4,92
2002 II	6,6	6,5	7,3	-	5,6	24,3	3,45	5,26
III	7,6	6,5	7,0	-	5,2	18,0	3,36	4,77
IV	8,8	6,7	7,0	-	4,8	16,1	3,11	4,54
2003 I	10,2	7,0	7,5	-	4,9	.	2,69	4,16
2002 Nov	9,1	6,9	7,0	6,9	4,5	15,4	3,12	4,59
Dic	9,9	6,6	6,9	7,0	4,7	15,4	2,94	4,41
2003 Ene	9,5	6,5	7,2	7,3	4,9	14,9	2,83	4,27
Feb	10,3	7,3	7,9	7,7	5,1	16,6	2,69	4,06
Mar	11,6	7,9	7,9	.	4,5	.	2,53	4,13
Abr	.	.	.	.	.	.	2,54	4,23

2. Evolución de los precios y la economía real

	IAPC	Precios de producción industrial	Costes laborales por hora (total economía)	PIB real	Producción industrial (excluida construcción)	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados (total economía)	Parados (% de la población activa)
	9	10	11	12	13	14	15	16
2001	2,3	2,2	3,4	1,4	0,4	83,1	1,4	8,0
2002	2,3	0,0	3,6	0,8	-0,6	81,2	0,4	8,3
2002 II	2,1	-0,7	3,4	0,7	-0,7	81,1	0,5	8,2
III	2,1	0,0	3,5	0,9	0,0	81,3	0,3	8,3
IV	2,3	1,3	3,6	1,3	1,2	81,4	0,2	8,4
2003 I	2,3	2,4	.	.	.	81,1	.	8,6
2002 Nov	2,3	1,2	-	-	2,7	-	-	8,4
Dic	2,3	1,6	-	-	-0,4	-	-	8,5
2003 Ene	2,1	2,3	-	-	1,3	81,3	-	8,6
Feb	2,4	2,7	-	-	2,0	-	-	8,6
Mar	2,4	2,4	-	-	.	-	-	8,7
Abr	2,1	.	-	-	.	80,9	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipo de cambio efectivo del euro: grupo amplio (1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense / euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	-9,8	75,5	-102,8	64,7	392,7	91,0	87,8	0,896
2002	73,5	133,3	-45,5	110,6	366,1	95,6	91,7	0,946
2002 II	5,7	31,3	-9,2	72,2	367,0	93,9	90,2	0,919
III	25,3	38,5	-12,0	35,7	380,9	97,9	93,8	0,984
IV	27,3	36,8	-8,3	38,4	366,1	99,4	95,0	0,999
2003 I	.	.	.	.	339,2	104,1	99,3	1,073
2002 Nov	12,0	13,7	0,5	15,8	372,6	99,3	94,7	1,001
Dic	10,0	10,7	-1,7	-2,6	366,1	100,4	96,0	1,018
2003 Ene	-4,4	0,8	-0,9	-5,5	363,4	103,0	98,1	1,062
Feb	2,4	9,5	0,7	10,7	352,2	104,4	99,4	1,077
Mar	.	.	.	.	339,2	105,1	100,2	1,081
Abr	.	.	.	.	.	105,2	100,2	1,085

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

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

1) Las tasas de crecimiento mensuales se refieren al final del período, mientras que las tasas de crecimiento trimestrales y anuales se han calculado como medias del período. Las tasas de crecimiento de M1, M2, M3 y el crédito se calculan sobre la base de flujos y saldos mensuales desestacionalizados.

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

I Estadísticas de política monetaria

Cuadro 1.1

Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

		Oro y derechos en oro	Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	Préstamos en euros a entidades de crédito de la zona del euro	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Operaciones temporales de ajuste
		1	2	3	4	5	6	7	8
2002 Dic	6	131.065	248.397	20.125	3.668	219.704	173.791	45.000	0
	13	131.034	250.736	20.192	3.700	221.816	176.792	45.000	0
	20	130.961	248.555	20.196	3.720	223.805	168.501	45.000	9.999
	27	130.858	248.634	19.881	4.020	236.589	191.501	45.000	0
2003 Ene	3	130.739	236.765	19.948	4.030	225.117	180.000	45.000	0
	10	130.702	237.058	16.585	4.085	219.066	174.001	45.000	0
	17	130.686	235.409	15.565	4.369	208.613	160.999	45.000	0
	24	130.664	231.755	16.584	4.378	215.343	169.999	45.000	0
	31	130.641	233.338	18.335	4.924	219.190	174.001	45.000	0
Feb	7	130.641	231.438	17.498	5.305	214.019	169.000	45.000	0
	14	130.640	229.822	17.331	5.690	206.155	161.000	45.000	0
	21	130.314	228.010	17.686	6.230	216.190	170.001	45.000	0
	28	130.314	228.349	17.331	5.926	223.186	178.001	45.000	0
Mar	7	130.314	227.928	17.384	6.164	182.175	137.090	45.000	0
	14	130.314	226.868	17.048	5.511	270.123	225.091	45.000	0
	21	130.314	223.947	17.725	5.121	234.917	189.001	45.000	0
	28	130.314	224.146	16.800	5.202	232.049	187.000	45.000	0
Abr	4	122.728	216.872	17.072	4.783	220.040	174.999	45.000	0
	11	122.728	215.994	16.736	4.496	217.097	172.000	44.973	0
	18	122.728	215.786	16.528	4.551	223.000	177.998	44.973	0
	25	122.274	215.757	16.919	4.575	247.011	201.999	44.973	0
May	2	122.274	214.456	16.721	4.597	207.989	163.001	44.979	0

2. Pasivo

		Billetes en circulación	Pasivos en euros de entidades de crédito de la zona del euro	Cuentas corrientes (incluidos los depósitos vinculados al sistema de reservas mínimas)	Facilidad de depósito	Depósitos a plazo	Operaciones temporales de ajuste	Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	Certificados de deuda emitidos
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 Dic	6	351.340	127.068	127.002	66	0	0	0	262	2.029
	13	355.673	130.036	129.942	94	0	0	0	15	2.029
	20	367.890	127.909	126.745	1.164	0	0	0	15	2.029
	27	374.600	129.305	129.146	159	0	0	0	15	2.029
2003 Ene	3	354.528	130.012	129.938	74	0	0	0	15	2.029
	10	346.293	133.539	133.441	89	0	0	9	15	2.029
	17	341.636	132.870	132.748	118	0	0	4	15	2.029
	24	338.201	127.180	127.168	9	0	0	3	15	2.029
	31	339.517	126.760	126.631	128	0	0	1	62	2.029
Feb	7	342.781	133.194	133.161	33	0	0	0	62	2.029
	14	342.890	128.006	127.947	59	0	0	0	61	2.029
	21	341.561	131.392	128.951	2.441	0	0	0	61	2.029
	28	345.414	125.405	125.346	59	0	0	0	62	2.029
Mar	7	350.078	89.529	89.431	98	0	0	0	62	2.029
	14	350.014	177.351	177.262	89	0	0	0	15	2.029
	21	350.482	128.616	127.972	623	0	0	21	15	2.029
	28	351.783	129.392	129.356	23	0	0	13	15	2.029
Abr	4	357.775	131.573	131.477	90	0	0	6	76	2.029
	11	360.186	128.359	128.321	29	0	0	9	76	2.029
	18	367.559	132.655	132.436	216	0	0	3	15	2.029
	25	363.873	147.509	147.427	80	0	0	2	15	2.029
May	2	367.432	122.600	122.512	87	0	0	1	15	2.029

Fuente: BCE.

							Total		
Operaciones temporales estructurales	Facilidad marginal de crédito	Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Otros préstamos en euros a entidades de crédito de la zona del euro	Valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro	Créditos en euros a las AAPP	Otros activos			
9	10	11	12	13	14	15	16		
0	892	21	211	33.231	67.224	89.080	812.706	2002 Dic	6
0	15	9	197	33.205	67.106	90.733	818.720		13
0	275	30	163	33.253	67.106	92.688	820.448		20
0	40	48	109	33.098	66.306	93.062	832.558		27
0	45	72	120	27.824	44.486	105.962	794.992	2003 Ene	3
0	10	55	103	27.919	44.475	106.625	786.619		10
0	2.575	39	174	28.016	44.485	105.949	773.267		17
0	299	45	238	28.522	44.485	106.893	778.863		24
0	170	19	296	29.054	44.485	106.466	786.730		31
0	3	16	330	30.675	44.436	107.701	782.044	Feb	7
0	110	45	326	31.685	44.355	109.365	775.370		14
0	1.145	44	250	32.602	44.355	109.171	784.809		21
0	148	37	552	33.484	44.355	107.151	790.649		28
0	50	35	938	33.495	44.340	107.218	749.960	Mar	7
0	2	30	473	36.694	44.342	107.546	838.923		14
0	889	27	276	37.823	44.345	107.801	802.273		21
0	10	39	275	38.149	44.344	107.391	798.674		28
0	3	38	289	38.760	44.318	109.563	774.429	Abr	4
0	109	15	164	39.658	44.322	109.351	770.550		11
0	14	15	134	39.785	44.279	109.666	776.461		18
0	30	9	116	40.185	44.273	109.529	800.643		25
0	1	8	111	40.295	44.273	109.631	760.351	May	2

								Total		
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	Contrapartida de los derechos especiales de giro emitidos por el FMI	Otros pasivos	Cuentas de revalorización	Capital y reservas			
10	11	12	13	14	15	16	17	18		
62.194	8.489	1.341	20.045	6.567	62.616	106.307	64.448	812.706	2002 Dic	6
58.514	8.428	1.296	22.432	6.567	62.972	106.307	64.451	818.720		13
49.967	9.541	1.382	20.693	6.567	63.728	106.307	64.420	820.448		20
55.085	8.810	1.232	20.067	6.567	64.121	106.307	64.420	832.558		27
47.408	11.555	1.126	20.996	6.339	73.817	82.844	64.323	794.992	2003 Ene	3
48.541	8.278	1.147	19.714	6.339	73.640	82.844	64.240	786.619		10
42.522	8.346	1.136	17.259	6.339	74.025	82.844	64.246	773.267		17
58.993	8.872	1.125	14.978	6.339	74.217	82.844	64.070	778.863		24
65.146	9.426	1.054	15.759	6.339	73.719	82.848	64.071	786.730		31
52.197	8.473	1.017	15.776	6.339	73.256	82.848	64.072	782.044	Feb	7
51.338	8.543	1.017	15.195	6.339	72.734	82.848	64.370	775.370		14
58.968	8.421	1.025	14.113	6.339	74.543	82.840	63.517	784.809		21
70.147	8.704	1.024	14.054	6.339	70.187	82.840	64.444	790.649		28
60.226	8.659	1.050	14.772	6.339	69.932	82.840	64.444	749.960	Mar	7
60.064	8.607	1.054	16.093	6.339	70.055	82.840	64.462	838.923		14
72.700	8.441	1.076	14.706	6.339	70.565	82.840	64.464	802.273		21
73.624	8.395	1.071	14.490	6.339	64.227	82.840	64.469	798.674		28
53.949	8.858	1.081	15.366	6.168	65.081	68.005	64.468	774.429	Abr	4
51.602	8.717	1.005	14.572	6.168	65.227	68.005	64.604	770.550		11
44.996	9.172	1.045	14.304	6.168	65.907	68.005	64.606	776.461		18
59.278	8.455	1.048	14.132	6.168	65.475	68.005	64.656	800.643		25
40.143	9.506	1.048	12.990	6.168	65.853	67.910	64.657	760.351	May	2

Cuadro 1.2

Tipos de interés de intervención del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

Cuadro 1.3

Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas¹⁾

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación ²⁾

Fecha de liquidación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable			Vencimiento a [...] días
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ³⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
2002 Nov 13	85.033	51.000	-	3,25	3,28	3,28	14
20	120.351	99.000	-	3,25	3,27	3,29	14
27	108.905	62.000	-	3,25	3,29	3,31	14
Dic 4	111.791	111.791	-	3,25	3,25	3,25	14
11	100.511	65.000	-	2,75	2,82	2,83	13
18	103.502	103.502	-	2,75	2,75	2,87	13
24	146.157	88.000	-	2,75	3,02	3,08	15
31	117.377	92.000	-	2,75	2,85	2,95	15
2003 Ene 8	133.781	82.000	-	2,75	2,83	2,84	14
15	120.349	79.000	-	2,75	2,80	2,81	14
22	123.705	91.000	-	2,75	2,80	2,81	14
29	114.931	83.000	-	2,75	2,79	2,81	14
Feb 5	115.836	86.000	-	2,75	2,78	2,79	14
12	100.544	75.000	-	2,75	2,76	2,78	14
19	125.104	95.000	-	2,75	2,77	2,78	13
26	110.698	83.000	-	2,75	2,75	2,76	14
Mar 4	54.090	54.090	-	2,75	2,75	2,75	15
12	126.251	106.000	-	2,50	2,57	2,63	13
12	75.870	65.000	-	2,50	2,55	2,64	7
19	129.827	83.000	-	2,50	2,58	2,59	14
25	115.518	104.000	-	2,50	2,53	2,55	15
Abr 2	112.031	71.000	-	2,50	2,53	2,54	14
9	133.547	101.000	-	2,50	2,53	2,53	14
16	126.889	77.000	-	2,50	2,53	2,54	14
23	156.979	125.000	-	2,50	2,54	2,55	14
30	106.071	38.000	-	2,50	2,55	2,55	14
May 7	120.843	76.000	-	2,50	2,53	2,54	14
7	67.356	53.000	-	2,50	2,53	2,54	7

2. Operaciones de financiación a plazo más largo

Fecha de liquidación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días
			Tipo fijo	Tipo marginal ³⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6
2001 May 31	46.448	20.000	-	4,49	4,51	91
Jun 28	44.243	20.000	-	4,36	4,39	91
Jul 26	39.369	20.000	-	4,39	4,42	91
Ago 30	37.855	20.000	-	4,20	4,23	91
Sep 27	28.269	20.000	-	3,55	3,58	85
Oct 25	42.308	20.000	-	3,50	3,52	98
Nov 29	49.135	20.000	-	3,32	3,34	91
Dic 21	38.178	20.000	-	3,29	3,31	97
2002 Ene 31	44.547	20.000	-	3,31	3,33	84
Feb 28	47.001	20.000	-	3,32	3,33	91
Mar 28	39.976	20.000	-	3,40	3,42	91
Abr 25	40.580	20.000	-	3,35	3,36	91
May 30	37.602	20.000	-	3,45	3,47	91
Jun 27	27.670	20.000	-	3,38	3,41	91
Jul 25	28.791	15.000	-	3,35	3,37	98
Ago 29	33.527	15.000	-	3,33	3,34	91
Sep 26	25.728	15.000	-	3,23	3,26	88
Oct 31	27.820	15.000	-	3,22	3,24	91
Nov 28	38.644	15.000	-	3,02	3,04	91
Dic 23	42.305	15.000	-	2,93	2,95	94
2003 Ene 30	31.716	15.000	-	2,78	2,80	90
Feb 27	24.863	15.000	-	2,48	2,51	91
Mar 27	33.367	15.000	-	2,49	2,51	91
Abr 30	35.096	15.000	-	2,50	2,51	92

3. Otras operaciones por subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ³⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000 Ene 5 ⁴⁾	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	14.420	-	-	3,00	3,00	7
Jun 21	Operaciones temporales	18.845	7.000	-	-	4,26	4,28	1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001 Abr 30	Operaciones temporales	105.377	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
Sep 12	Operaciones temporales	69.281	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operaciones temporales	40.495	40.495	4,25	-	-	-	1
Nov 28	Operaciones temporales	73.096	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 Ene 4	Operaciones temporales	57.644	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operaciones temporales	59.377	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
Dic 18	Operaciones temporales	28.480	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6

Fuente: BCE.

1) Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en el cuadro 1.1, columnas 6 a 8, debido a operaciones adjudicadas pero no liquidadas.

2) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.

3) En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

4) Esta operación se llevó a cabo con un tipo de interés máximo del 3%.

Cuadro 1.4

Estadísticas de reservas mínimas

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

(mm de euros; fin de período)

Pasivos computables en:	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años ³⁾	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso de más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2002 Mar	11.031,8	6.178,0	400,6	1.349,9	663,1	2.440,1
Abr	11.076,4	6.176,1	404,9	1.355,1	699,1	2.441,2
May	11.111,6	6.150,4	410,5	1.355,8	741,7	2.453,2
Jun	11.009,1	6.083,3	407,5	1.355,3	699,2	2.463,9
Jul	10.999,6	6.069,3	408,6	1.368,0	691,0	2.462,7
Ago	10.952,0	6.010,3	401,5	1.359,7	703,2	2.477,2
Sep	11.054,3	6.055,4	405,0	1.373,5	747,6	2.472,7
Oct	11.113,6	6.052,0	414,2	1.379,1	790,5	2.477,8
Nov	11.207,0	6.142,9	426,9	1.365,2	784,2	2.487,7
Dic	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3
2003 Ene	11.100,8	6.048,5	426,0	1.385,7	773,9	2.466,7
Feb	11.214,2	6.092,6	434,0	1.396,4	808,2	2.483,0
Mar ^(p)	11.211,2	6.116,3	424,7	1.404,0	782,3	2.484,0

Fuente: BCE.

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

2. Reservas mantenidas¹⁾

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias ²⁾	Reservas reales mantenidas ³⁾	Exceso de reservas ⁴⁾	Incumplimientos ⁵⁾	Tipos de interés de las reservas obligatorias ⁶⁾
	1	2	3	4	5
2002 May	131,0	131,5	0,5	0,0	3,30
Jun	131,0	131,7	0,7	0,0	3,33
Jul	130,7	131,3	0,6	0,0	3,32
Ago	129,3	129,7	0,5	0,0	3,29
Sep	129,0	129,5	0,5	0,0	3,28
Oct	127,7	128,2	0,5	0,0	3,28
Nov	128,7	129,2	0,5	0,0	3,28
Dic	128,8	129,4	0,7	0,0	3,06
2003 Ene	130,9	131,4	0,6	0,0	2,87
Feb	130,4	131,0	0,6	0,0	2,78
Mar	128,9	129,5	0,6	0,0	2,67
Abr	130,0	130,5	0,5	0,0	2,53
May ^(p)	130,3	.	.	.	.

Fuente: BCE.

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

Cuadro 1.5

Posición de liquidez del sistema bancario¹⁾

(mm de euros; medias de saldos diarios)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito ⁴⁾	Base monetaria ⁵⁾
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema							Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ³⁾		
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ²⁾					
	1	2	3	4	5	6	7					
2002 Mar	386,7	114,6	60,0	0,2	0,0	0,1	0,0	283,3	54,2	91,8	132,1	415,6
Abr	395,4	112,7	60,0	0,4	0,0	0,2	0,0	285,9	55,9	95,3	131,2	417,3
May	397,7	110,6	60,0	0,1	0,0	0,3	0,0	293,7	49,2	93,5	131,7	425,6
Jun	396,2	112,6	60,0	0,5	0,0	0,4	0,0	300,8	45,1	91,2	131,8	433,0
Jul	369,1	130,4	60,0	0,2	0,0	0,2	0,0	313,4	54,4	60,3	131,4	445,0
Ago	360,0	139,2	55,2	0,1	0,0	0,1	0,0	322,8	50,9	50,8	129,9	452,8
Sep	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 ^(p)	337,4	179,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	358,5	52,1	20,5	130,6	489,3

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 en la zona del euro

Cuadro 2.1

Balance agregado del Eurosistema

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

1. Activo

	Préstamos a residentes en la zona del euro	IFM ¹⁾	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ²⁾	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	IFM	Otros residentes en la zona del euro	Resto del mundo ¹⁾	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2000	445,0	427,4	17,1	0,5	97,4	2,5	93,6	1,3	15,3	4,3	11,0	380,7	11,2	56,1	1.005,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>															
2001 I	401,7	373,9	27,2	0,6	105,0	2,7	101,2	1,1	14,7	4,6	10,1	396,7	11,3	54,3	983,8
II	426,0	398,2	27,2	0,6	105,8	3,1	101,5	1,2	14,2	4,6	9,6	414,7	11,9	54,5	1.027,2
III	388,2	360,4	27,2	0,6	106,6	3,7	101,9	1,1	13,1	4,8	8,3	397,1	11,9	54,8	971,7
IV	412,7	386,4	25,7	0,6	107,0	3,8	101,8	1,3	13,8	4,6	9,2	399,0	11,9	54,3	998,6
2002 Mar	381,3	354,9	25,8	0,6	106,5	4,1	101,0	1,4	13,8	4,7	9,1	414,4	11,9	101,5	1.029,4
Abr	344,2	317,8	25,8	0,6	107,5	5,0	101,4	1,1	13,5	4,7	8,8	401,2	12,0	103,3	981,7
May	356,1	329,7	25,7	0,6	107,0	4,9	101,0	1,0	13,3	4,7	8,6	394,4	12,0	105,5	988,3
Jun	387,7	361,3	25,7	0,6	107,9	4,9	101,6	1,4	12,9	4,7	8,2	372,7	12,0	108,9	1.001,9
Jul	364,0	337,7	25,7	0,6	108,8	5,3	101,9	1,7	12,7	4,7	7,9	377,9	12,1	110,5	986,0
Ago	363,4	337,5	25,3	0,6	110,8	5,4	103,3	2,1	12,8	4,8	8,0	377,9	12,1	110,9	987,9
Sep	365,6	339,6	25,3	0,6	112,5	5,8	104,6	2,2	12,3	4,8	7,5	386,0	12,1	112,5	1.000,9
Oct	370,8	344,8	25,3	0,6	113,5	6,5	106,1	0,9	13,0	4,9	8,1	379,9	12,1	115,1	1.004,5
Nov	377,3	351,3	25,3	0,6	115,0	7,0	107,1	0,9	13,6	5,0	8,6	378,9	9,8	119,2	1.013,8
Dic	416,1	391,3	24,2	0,6	94,5	7,6	86,0	0,8	13,3	5,1	8,2	374,6	12,1	125,1	1.035,7
2003 Ene	412,3	387,5	24,2	0,6	96,8	8,6	87,4	0,8	12,8	4,9	7,9	373,4	12,2	109,8	1.017,9
Feb	410,2	385,4	24,1	0,6	100,7	9,1	90,8	0,8	12,7	5,0	7,8	363,4	12,0	121,1	1.020,6
Mar ^(p)	411,8	387,0	24,1	0,6	105,2	9,5	94,8	0,8	12,5	5,2	7,3	349,7	11,9	123,5	1.015,1

2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM ¹⁾	Administración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	Capital y reservas	Resto del mundo ¹⁾	Otros pasivos	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	390,2	327,3	270,4	47,1	9,8	3,8	197,5	29,9	57,0	1.005,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001 I	370,5	312,6	253,4	46,8	12,4	5,5	204,6	26,8	63,8	983,8
II	368,8	342,2	274,1	51,8	16,3	5,6	223,7	32,6	54,2	1.027,2
III	346,1	323,6	269,4	37,6	16,6	5,5	209,2	30,0	57,3	971,7
IV	285,9	391,9	342,4	35,1	14,4	4,6	209,8	35,6	70,8	998,6
2002 Mar	309,2	355,1	282,4	56,3	16,4	4,6	217,8	36,9	105,9	1.029,4
Abr	311,3	323,5	254,8	50,8	17,9	4,6	212,7	32,4	97,2	981,7
May	319,6	326,6	268,4	40,7	17,4	4,6	207,9	31,6	98,0	988,3
Jun	329,4	354,3	285,2	51,5	17,5	4,6	182,3	31,0	100,5	1.001,9
Jul	340,1	316,0	247,4	52,9	15,6	4,6	183,7	35,1	106,6	986,0
Ago	342,3	318,7	255,8	47,3	15,6	4,6	186,4	31,0	104,9	987,9
Sep	347,0	317,6	258,9	41,7	17,0	4,6	190,2	32,5	109,1	1.000,9
Oct	355,3	313,5	254,4	40,8	18,3	4,6	187,9	31,4	111,9	1.004,5
Nov	360,8	319,3	255,2	46,2	17,9	3,6	185,7	31,5	112,9	1.013,8
Dic	393,0	328,4	283,3	29,5	15,6	3,6	156,2	32,9	121,7	1.035,7
2003 Ene	352,1	348,3	284,1	49,3	15,0	3,6	154,5	30,2	129,1	1.017,9
Feb	358,1	346,0	276,9	54,2	14,9	2,8	159,5	28,6	125,5	1.020,6
Mar ^(p)	365,4	345,8	279,0	50,7	16,2	2,7	149,2	28,7	123,2	1.015,1

Fuente: BCE..

1) A partir de finales de noviembre del 2000, los saldos derivados del sistema TARGET se compensan diariamente por novación. Por lo tanto, los saldos bilaterales de cada BCN frente al BCE y a otros BCN deben sustituirse por un único saldo bilateral neto frente al BCE. Para los saldos brutos de fin de mes de TARGET correspondientes a los años 1999 y 2000 (enero a octubre), véase la nota correspondiente en el Boletín Mensual del BCE de febrero y de diciembre del 2000.

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

Cuadro 2.2

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

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

1. Activo

																Total
	Préstamos a				Valores distintos				Participaciones en FMM	Acciones y			Resto del mundo	Activo fijo	Otros activos	
	residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro		participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	IFM	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2000	10.419,8	3.510,4	817,8	6.091,5	2.311,5	1.051,4	995,9	264,2	23,3	750,9	240,2	510,8	2.026,2	158,7	1.015,2	16.705,6
Ampliación de la zona del euro																
2001 I	10.814,0	3.715,6	824,4	6.274,0	2.454,0	1.100,6	1.066,2	287,1	25,6	812,3	255,3	557,0	2.242,1	160,8	1.097,2	17.606,0
II	10.894,4	3.698,3	808,5	6.387,6	2.529,2	1.123,3	1.104,9	300,9	32,9	799,3	251,3	548,0	2.290,1	163,5	1.128,3	17.837,7
III	10.953,2	3.729,3	802,6	6.421,3	2.543,2	1.123,5	1.093,3	326,4	36,1	771,6	245,1	526,4	2.300,6	165,7	1.115,8	17.886,2
IV	11.134,7	3.794,0	822,0	6.518,7	2.535,9	1.122,9	1.077,4	335,6	38,5	810,8	251,9	559,0	2.408,8	168,1	1.129,5	18.226,3
2002 Mar	11.210,8	3.778,4	826,8	6.605,5	2.646,9	1.173,5	1.128,1	345,3	46,6	811,4	260,0	551,4	2.430,8	164,5	1.031,1	18.342,2
Abr	11.264,9	3.817,7	806,7	6.640,6	2.653,2	1.183,6	1.127,8	341,8	47,5	825,4	267,5	557,9	2.425,3	164,2	1.011,2	18.391,8
May	11.329,0	3.866,4	803,4	6.659,1	2.673,9	1.188,7	1.141,2	343,9	50,8	826,0	265,7	560,3	2.451,4	164,4	984,6	18.480,1
Jun	11.334,7	3.839,8	804,4	6.690,5	2.675,0	1.195,9	1.137,5	341,7	58,3	819,0	263,4	555,6	2.358,6	164,3	1.002,3	18.412,2
Jul	11.339,5	3.844,7	802,8	6.691,9	2.671,9	1.192,8	1.135,5	343,6	60,5	808,1	266,9	541,2	2.378,8	164,6	1.025,6	18.449,0
Ago	11.321,2	3.836,8	792,7	6.691,7	2.657,6	1.187,0	1.131,7	338,9	60,9	816,7	265,5	551,1	2.367,3	165,6	1.011,0	18.400,2
Sep	11.406,6	3.885,0	795,5	6.726,1	2.687,2	1.190,0	1.148,6	348,6	62,1	805,1	263,6	541,5	2.427,5	166,2	1.057,9	18.612,6
Oct	11.463,5	3.926,4	795,1	6.742,0	2.680,0	1.185,5	1.142,3	352,2	63,7	819,5	266,0	553,5	2.483,6	167,1	1.021,1	18.698,6
Nov	11.592,2	4.034,5	803,9	6.753,9	2.706,7	1.203,5	1.147,3	355,8	65,6	822,9	264,7	558,2	2.558,2	167,1	1.055,3	18.968,1
Dic	11.610,1	4.020,8	812,0	6.777,4	2.672,9	1.171,9	1.134,2	366,9	62,9	827,9	257,5	570,4	2.463,6	168,1	1.057,1	18.862,6
2003 Ene	11.658,6	4.051,9	803,4	6.803,3	2.782,4	1.220,5	1.187,3	374,5	65,5	814,6	254,6	559,9	2.475,9	164,3	1.024,9	18.986,5
Feb	11.733,1	4.102,7	803,8	6.826,6	2.817,4	1.229,6	1.206,9	380,9	66,8	812,1	254,5	557,5	2.544,3	163,2	1.047,9	19.185,0
Mar ^(p)	11.724,1	4.068,6	805,2	6.850,2	2.832,4	1.236,9	1.212,9	382,6	67,2	815,9	257,5	558,4	2.534,8	161,0	1.046,0	19.181,5

2. Pasivo

															Total
	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM	Administración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro				Participaciones en FMM ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ^{1) 2)}	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos		
					residen-tes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Dispo-nibles con preaviso							Cesio-nes tempo-rales
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2000	0,0	9.057,1	3.679,3	117,4	5.260,5	1.648,9	2.159,8	1.276,9	174,9	323,3	2.712,9	940,5	2.299,5	1.372,2	16.705,6
Ampliación de la zona del euro															
2001 I	0,0	9.325,3	3.814,5	103,6	5.407,2	1.624,0	2.237,8	1.322,8	222,6	369,2	2.817,4	982,4	2.638,7	1.473,1	17.606,0
II	0,0	9.424,1	3.805,6	113,7	5.504,8	1.715,9	2.236,6	1.330,8	221,5	390,2	2.861,3	998,1	2.713,8	1.450,1	17.837,7
III	0,0	9.484,8	3.839,0	110,2	5.535,5	1.733,7	2.233,5	1.342,6	225,7	417,3	2.875,5	1.011,1	2.613,4	1.484,1	17.886,2
IV	0,0	9.696,6	3.829,6	103,9	5.763,1	1.882,1	2.257,5	1.405,0	218,5	436,5	2.882,9	1.041,9	2.687,4	1.480,9	18.226,3
2002 Mar	0,0	9.695,4	3.852,1	101,2	5.742,1	1.823,1	2.266,3	1.423,0	229,6	477,9	2.966,1	1.057,6	2.754,4	1.390,7	18.342,2
Abr	0,0	9.742,5	3.871,8	106,7	5.763,9	1.852,1	2.269,0	1.414,7	228,1	485,0	2.969,4	1.064,1	2.741,5	1.389,4	18.391,8
May	0,0	9.810,7	3.920,5	108,3	5.781,9	1.852,8	2.278,8	1.415,5	234,8	493,4	2.994,0	1.071,3	2.723,4	1.387,2	18.480,1
Jun	0,0	9.836,4	3.926,6	103,5	5.806,3	1.898,8	2.256,3	1.421,7	229,6	497,5	2.984,6	1.071,6	2.589,0	1.433,2	18.412,2
Jul	0,0	9.818,1	3.932,1	99,0	5.787,1	1.870,1	2.263,8	1.424,3	228,8	510,7	2.989,6	1.081,4	2.613,1	1.436,1	18.449,0
Ago	0,0	9.779,9	3.918,3	93,6	5.768,0	1.836,2	2.265,4	1.429,8	236,5	524,3	3.002,0	1.088,2	2.585,3	1.420,5	18.400,2
Sep	0,0	9.870,6	3.960,8	104,6	5.805,2	1.891,3	2.242,8	1.432,8	238,3	522,5	3.004,3	1.094,1	2.642,2	1.478,9	18.612,6
Oct	0,0	9.942,0	4.020,2	111,0	5.810,8	1.873,5	2.263,8	1.438,1	235,6	526,4	3.010,3	1.097,0	2.666,6	1.456,3	18.698,6
Nov	0,0	10.091,7	4.126,6	101,3	5.863,8	1.925,7	2.259,8	1.448,7	229,6	542,8	3.038,6	1.100,1	2.706,3	1.488,6	18.968,1
Dic	0,0	10.190,5	4.133,0	106,9	5.950,6	1.985,1	2.261,3	1.477,8	226,4	532,9	2.990,4	1.102,0	2.596,5	1.450,4	18.862,6
2003 Ene	0,0	10.197,6	4.159,5	105,8	5.932,3	1.935,2	2.263,5	1.500,6	233,0	600,3	3.012,8	1.106,9	2.635,7	1.433,3	18.986,5
Feb	0,0	10.292,8	4.214,7	121,7	5.956,5	1.932,9	2.275,7	1.514,0	233,9	613,8	3.033,3	1.104,3	2.689,1	1.451,7	19.185,0
Mar ^(p)	0,0	10.295,1	4.184,4	119,3	5.991,3	1.968,6	2.275,2	1.524,3	223,3	617,6	3.041,8	1.110,3	2.666,7	1.450,0	19.181,5

Fuente: BCE..

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

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

Cuadro 2.3

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

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

1. Activo: Saldos

	Préstamos						Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos	Total
	a residentes en la zona del euro	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ²⁾	AAPP	Otros residentes en la zona del euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001 Sep	7.251,7	829,8	6.421,9	1.522,6	1.195,2	327,4	534,7	2.697,8	177,6	1.134,1	13.318,6
Oct	7.278,8	827,2	6.451,6	1.516,6	1.186,8	329,9	543,7	2.742,5	178,3	1.164,2	13.424,2
Nov	7.345,2	843,3	6.501,9	1.524,1	1.191,0	333,1	544,6	2.827,6	179,1	1.153,9	13.574,5
Dic	7.367,0	847,7	6.519,3	1.516,1	1.179,2	336,9	568,1	2.807,8	180,0	1.137,6	13.576,7
2002 Ene	7.379,2	844,8	6.534,4	1.548,3	1.206,3	341,9	568,1	2.829,6	177,5	1.164,8	13.667,3
Feb	7.396,2	847,5	6.548,7	1.557,7	1.207,8	349,9	566,7	2.833,2	176,6	1.126,8	13.657,2
Mar	7.458,8	852,6	6.606,1	1.575,7	1.229,1	346,6	560,5	2.845,2	176,4	1.077,8	13.694,4
Abr	7.473,6	832,4	6.641,2	1.572,2	1.229,3	342,9	566,8	2.826,5	176,2	1.065,0	13.680,2
May	7.488,9	829,2	6.659,7	1.587,2	1.242,3	345,0	568,9	2.845,8	176,4	1.044,4	13.711,6
Jun	7.521,2	830,1	6.691,1	1.582,0	1.239,0	343,0	563,9	2.731,2	176,2	1.067,7	13.642,2
Jul	7.521,1	828,5	6.692,6	1.582,7	1.237,4	345,3	549,1	2.756,7	176,7	1.092,7	13.679,1
Ago	7.510,4	818,0	6.692,3	1.576,0	1.235,0	341,0	559,1	2.745,3	177,7	1.080,7	13.649,2
Sep	7.547,5	820,8	6.726,8	1.603,9	1.253,2	350,8	549,1	2.813,5	178,3	1.130,0	13.822,3
Oct	7.563,1	820,4	6.742,7	1.601,6	1.248,5	353,1	561,5	2.863,5	179,3	1.094,8	13.863,8
Nov	7.583,7	829,2	6.754,5	1.611,1	1.254,4	356,7	566,8	2.937,1	177,0	1.135,1	14.010,7
Dic	7.614,2	836,2	6.778,0	1.587,9	1.220,2	367,7	578,6	2.838,2	180,2	1.130,5	13.929,7
2003 Ene	7.631,6	827,6	6.803,9	1.650,0	1.274,7	375,3	567,9	2.849,3	176,6	1.094,7	13.970,7
Feb	7.655,2	828,0	6.827,2	1.679,4	1.297,7	381,7	565,3	2.907,8	175,1	1.130,3	14.113,7
Mar ^(p)	7.680,2	829,3	6.850,9	1.691,2	1.307,8	383,4	565,7	2.884,6	172,9	1.131,3	14.126,5

2. Pasivo: Saldos

	Efectivo en circulación							Participaciones en FMM ⁴⁾	Instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones y participaciones ^{2)(b)}	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total
	1	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001 Sep	309,6	147,8	5.552,2	1.749,9	2.233,9	1.342,6	225,7	381,2	1.753,9	970,4	2.643,4	1.541,4	18,7	13.318,6
Oct	295,5	153,3	5.574,8	1.750,3	2.237,6	1.351,9	235,1	392,3	1.767,9	981,1	2.665,2	1.588,7	5,5	13.424,2
Nov	279,7	150,2	5.628,1	1.798,1	2.239,2	1.365,0	225,9	400,8	1.760,3	982,6	2.729,9	1.632,4	10,4	13.574,5
Dic	239,7	139,0	5.777,6	1.896,2	2.257,9	1.405,0	218,5	398,0	1.760,8	995,2	2.723,0	1.551,8	-8,5	13.576,7
2002 Ene	246,5	148,9	5.736,9	1.847,8	2.254,1	1.418,8	216,2	416,6	1.775,9	1.007,5	2.759,4	1.573,6	2,0	13.667,3
Feb	240,3	155,7	5.736,7	1.843,3	2.251,4	1.420,9	221,1	427,0	1.778,2	1.011,5	2.768,0	1.538,8	1,1	13.657,2
Mar	254,3	157,5	5.758,5	1.839,1	2.266,7	1.423,0	229,6	431,2	1.793,1	1.010,7	2.791,3	1.496,6	1,3	13.694,4
Abr	261,7	157,5	5.781,8	1.869,7	2.269,3	1.414,7	228,1	437,5	1.785,5	1.004,6	2.774,0	1.486,6	-8,9	13.680,2
May	273,9	149,0	5.799,3	1.869,8	2.279,1	1.415,5	234,8	442,6	1.805,0	1.008,8	2.755,1	1.485,2	-7,3	13.711,6
Jun	285,8	155,0	5.823,9	1.916,0	2.256,6	1.421,7	229,6	439,2	1.788,3	985,8	2.619,9	1.533,6	10,7	13.642,2
Jul	296,8	151,9	5.802,6	1.885,4	2.264,1	1.424,3	228,8	450,3	1.796,1	993,4	2.648,1	1.542,7	-2,9	13.679,1
Ago	301,2	141,0	5.783,6	1.851,6	2.265,7	1.429,8	236,5	463,4	1.814,3	1.004,3	2.616,3	1.525,4	-0,2	13.649,2
Sep	306,7	146,3	5.822,2	1.908,0	2.243,1	1.432,8	238,3	460,4	1.813,0	1.015,9	2.674,8	1.588,0	-5,0	13.822,3
Oct	313,9	151,8	5.829,1	1.891,4	2.264,1	1.438,1	235,6	462,7	1.822,9	1.013,9	2.698,0	1.568,2	3,3	13.863,8
Nov	321,4	147,5	5.881,6	1.943,2	2.260,1	1.448,7	229,6	477,1	1.831,7	1.016,0	2.737,8	1.601,5	-4,0	14.010,7
Dic	341,3	136,4	5.966,1	2.000,3	2.261,6	1.477,8	226,4	470,1	1.814,5	995,6	2.629,3	1.572,1	4,3	13.929,7
2003 Ene	312,1	155,1	5.947,2	1.949,8	2.263,8	1.500,6	233,0	534,7	1.787,2	1.001,8	2.665,9	1.562,5	4,2	13.970,7
Feb	319,4	175,9	5.971,4	1.947,4	2.276,0	1.514,0	233,9	547,0	1.797,3	1.004,3	2.717,7	1.577,2	3,5	14.113,7
Mar ^(p)	327,2	170,0	6.007,5	1.984,5	2.275,5	1.524,3	223,3	550,4	1.798,1	996,8	2.695,4	1.573,2	7,7	14.126,5

Fuente: BCE.

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

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

3) Véase el cuadro 2.1, nota 1.

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

3. Activo: Flujos¹⁾

											Total
	Préstamos			Valores			Acciones y participa- ciones emiti- das por residentes en la zona del euro	Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos	
	a residentes en la zona del euro	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ²⁾	AAPP	Otros residentes en la zona del euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001 Oct	25,7	-2,7	28,4	-7,0	-9,6	2,6	5,7	43,7	0,7	30,1	99,0
Nov	65,7	16,0	49,7	9,9	7,9	2,1	-3,2	66,0	1,1	5,9	145,6
Dic	25,5	3,7	21,8	-8,4	-10,3	2,0	22,1	-26,2	1,1	-17,1	-3,0
2002 Ene	9,5	-3,1	12,6	27,1	21,9	5,2	-0,3	-0,1	-2,5	26,6	60,2
Feb	19,0	2,7	16,2	9,2	1,2	8,0	0,6	0,3	-0,9	-39,3	-11,1
Mar	64,2	5,2	59,0	14,1	16,9	-2,9	-7,6	19,9	0,0	-48,1	42,4
Abr	21,7	-20,0	41,7	-1,9	1,5	-3,3	6,3	18,0	-0,2	-13,1	30,8
May	25,4	-2,8	28,2	12,7	9,7	3,0	0,9	73,9	0,2	-20,8	92,3
Jun	40,7	1,4	39,3	-3,0	-1,3	-1,7	-5,1	-26,8	-0,2	23,7	29,2
Jul	-4,7	-1,8	-2,9	-2,5	-2,0	-0,5	-11,7	-2,4	0,5	23,9	3,1
Ago	-10,6	-10,9	0,3	-5,7	-3,1	-2,6	9,4	-10,5	1,0	-12,1	-28,6
Sep	38,3	2,8	35,4	20,8	11,5	9,3	-4,4	65,5	0,6	47,8	168,5
Oct	18,2	-0,4	18,6	-0,4	-2,6	2,2	10,2	55,0	0,9	-35,8	48,1
Nov	28,4	9,0	19,4	9,7	6,1	3,6	3,2	84,8	-2,3	39,6	163,3
Dic	44,9	7,4	37,5	-4,4	-14,9	10,6	10,7	-35,2	1,7	-15,9	2,0
2003 Ene	28,2	0,6	27,5	23,9	19,9	4,0	-6,2	17,3	-2,4	-21,8	39,4
Feb	24,1	-1,4	25,5	24,5	17,8	6,7	-1,5	68,6	-1,5	34,9	149,2
Mar ^(p)	28,8	1,5	27,3	14,4	12,4	2,1	1,9	-6,2	-0,2	-5,2	33,5

4. Pasivo: Flujos¹⁾

														Total
	Efectivo en circula- ción	Depó- sitos de la Adminis- tración Central	Depó- sitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro					Participa- ciones en FMM ⁴⁾	Valores distintos de accio- nes y participa- ciones ^{2) 4)}	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Discre- pancias de pasivos entre IFM	
				A la vista	A plazo	Disponi- bles con preaviso	Cesiones tempora- les							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001 Oct	-14,2	5,4	22,6	0,9	3,0	9,2	9,5	11,5	13,1	7,9	18,7	45,7	-11,8	99,0
Nov	-15,7	-3,0	51,4	47,2	0,3	13,1	-9,2	9,7	24,1	2,9	38,8	32,9	4,6	145,6
Dic	-40,0	-11,2	149,3	98,4	18,4	40,0	-7,4	-1,3	-0,5	13,6	-17,3	-76,2	-19,5	-3,0
2002 Ene	6,8	10,4	-42,5	-49,5	-3,1	12,4	-2,3	19,5	10,6	14,2	14,1	15,6	11,3	60,2
Feb	-6,2	6,9	0,2	-4,3	-2,5	2,1	4,9	10,4	4,8	-0,8	11,3	-36,9	-0,7	-11,1
Mar	14,0	1,7	22,8	-3,8	16,1	2,2	8,4	3,3	18,4	2,7	25,5	-55,2	9,3	42,4
Abr	7,4	0,0	27,6	32,1	5,2	-8,2	-1,5	7,9	-2,1	-5,2	20,6	-15,9	-9,6	30,8
May	12,2	-8,5	24,6	2,4	14,4	1,1	6,7	4,0	29,2	3,7	34,9	-9,3	1,5	92,3
Jun	12,0	6,0	31,1	48,2	-17,3	6,4	-6,1	-7,2	0,6	-17,1	-67,8	56,1	15,6	29,2
Jul	11,0	-3,1	-24,5	-31,8	5,4	2,5	-0,7	12,0	5,4	9,6	-5,1	11,3	-13,5	3,1
Ago	4,4	-11,0	-4,7	-33,6	15,7	5,5	7,7	12,3	4,0	9,0	-24,8	-20,5	2,8	-28,6
Sep	5,6	1,6	39,5	56,4	-22,3	3,0	2,4	-2,7	15,8	9,3	47,4	53,9	-1,9	168,5
Oct	7,2	5,5	7,8	-16,4	21,7	5,3	-2,8	2,1	11,4	-0,1	25,6	-20,8	9,4	48,1
Nov	7,5	-4,3	55,6	52,9	-3,7	10,6	-4,4	14,7	14,9	2,7	49,6	29,2	-6,5	163,3
Dic	19,9	-11,0	80,8	49,1	5,5	29,4	-3,2	-6,6	-14,2	-3,1	-53,0	-19,0	8,3	2,0
2003 Ene	-7,6	15,6	-12,1	-49,0	-1,3	23,0	15,1	19,6	9,9	7,4	11,4	-8,2	3,5	39,4
Feb	7,3	18,3	24,3	-2,4	12,4	13,4	0,9	12,1	10,8	5,3	56,7	12,5	1,9	149,2
Mar ^(p)	7,8	-5,9	37,9	37,7	0,5	10,3	-10,6	4,2	1,7	-1,7	-13,6	-1,1	4,1	33,5

Cuadro 2.4

Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

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

1. Agregados monetarios: Saldos a fin de período

	M2							
	M1				Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Índice dic 01=100 ⁴⁾
	Total		Índice dic 01=100 ⁴⁾					
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista						
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001 Sep	309,6	1.815,1	2.124,7	96,23	1.070,9	1.299,7	4.495,3	96,40
Oct	295,5	1.816,1	2.111,6	95,66	1.074,7	1.311,6	4.497,9	96,46
Nov	279,7	1.864,6	2.144,3	97,11	1.077,6	1.326,4	4.548,2	97,50
Dic	239,7	1.968,2	2.207,9	100,00	1.088,8	1.367,9	4.664,6	100,00
2002 Ene	246,5	1.921,9	2.168,4	98,16	1.080,9	1.390,4	4.639,7	99,44
Feb	240,3	1.917,1	2.157,4	97,67	1.076,7	1.394,5	4.628,7	99,21
Mar	254,3	1.914,2	2.168,5	98,19	1.088,5	1.397,9	4.654,8	99,79
Abr	261,7	1.945,5	2.207,2	100,01	1.092,0	1.391,9	4.691,2	100,65
May	273,9	1.945,4	2.219,3	100,66	1.099,6	1.394,0	4.712,8	101,24
Jun	285,8	1.992,1	2.277,9	103,41	1.074,8	1.400,0	4.752,8	102,23
Jul	296,8	1.959,3	2.256,1	102,37	1.083,7	1.403,0	4.742,8	101,89
Ago	301,2	1.927,4	2.228,6	101,13	1.096,8	1.408,9	4.734,3	101,72
Sep	306,7	1.984,3	2.291,0	103,96	1.073,6	1.411,1	4.775,7	102,61
Oct	313,9	1.968,3	2.282,2	103,57	1.093,6	1.417,7	4.793,5	103,00
Nov	321,4	2.020,9	2.342,3	106,35	1.086,2	1.428,8	4.857,3	104,40
Dic	341,3	2.083,2	2.424,5	109,71	1.075,1	1.458,9	4.958,5	106,47
2003 Ene	312,1	2.030,6	2.342,7	107,06	1.076,6	1.485,9	4.905,2	105,86
Feb	319,4	2.029,0	2.348,4	107,32	1.079,0	1.501,4	4.928,8	106,37
Mar ^(p)	327,2	2.067,0	2.394,2	109,45	1.072,0	1.513,1	4.979,4	107,49

2. Agregados monetarios: Flujos⁵⁾

							M2	
	M1			Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ³⁾	
			Total					Tasa de crecimiento interanual ³⁾
Efectivo en circulación	Depósitos a la vista							
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001 Oct	-14,2	1,6	-12,6	5,0	3,3	11,8	2,6	5,4
Nov	-15,7	47,8	32,0	5,5	1,9	14,8	48,7	5,9
Dic	-40,0	103,8	63,8	5,1	11,1	41,5	116,4	6,1
2002 Ene	6,8	-47,3	-40,6	6,7	-6,7	21,1	-26,2	6,7
Feb	-6,2	-4,6	-10,8	6,3	-4,0	4,1	-10,7	6,3
Mar	14,0	-2,6	11,4	6,3	12,3	3,4	27,1	6,4
Abr	7,4	32,8	40,2	6,6	5,4	-5,8	39,8	6,4
May	12,2	2,1	14,3	6,4	10,9	2,3	27,5	6,7
Jun	12,0	48,6	60,6	7,3	-20,6	6,3	46,3	6,6
Jul	11,0	-33,8	-22,9	7,3	4,2	2,8	-15,9	6,4
Ago	4,4	-31,7	-27,3	8,0	13,5	6,0	-7,9	6,6
Sep	5,6	56,9	62,4	8,0	-23,3	2,2	41,3	6,4
Oct	7,2	-15,8	-8,6	8,3	20,4	6,7	18,5	6,8
Nov	7,5	53,8	61,2	9,5	-7,3	11,1	65,0	7,1
Dic	19,9	54,2	74,1	9,7	-8,0	30,3	96,4	6,5
2003 Ene	-7,6	-51,0	-58,6	9,1	2,6	27,2	-28,8	6,5
Feb	7,3	-1,6	5,7	9,9	2,5	15,5	23,7	7,2
Mar ^(p)	7,8	38,7	46,5	11,5	-6,2	11,8	52,1	7,7

Fuente: BCE.

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

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

M3 ²⁾					
Cesiones temporales	Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años ⁵⁾	Total	Índice dic 01=100 ³⁾	
9	10	11	12	13	
225,7	381,2	147,6	5.249,9	96,71	2001 Sep
235,1	392,3	149,5	5.274,7	97,16	Oct
225,9	400,8	152,2	5.327,1	98,16	Nov
218,5	398,0	145,9	5.427,0	100,00	Dic
216,2	416,6	141,8	5.414,4	99,83	2002 Ene
221,1	427,0	138,8	5.415,5	99,84	Feb
229,6	431,2	137,2	5.453,0	100,56	Mar
228,1	437,5	134,7	5.491,5	101,35	Abr
234,8	442,6	144,0	5.534,2	102,23	May
229,6	439,2	132,9	5.554,4	102,70	Jun
228,8	450,3	125,5	5.547,4	102,45	Jul
236,5	463,4	126,5	5.560,8	102,70	Ago
238,3	460,4	131,3	5.605,7	103,52	Sep
235,6	462,7	133,6	5.625,4	103,89	Oct
229,6	477,1	131,2	5.695,3	105,24	Nov
226,4	470,1	128,3	5.783,3	106,77	Dic
233,0	534,7	107,0	5.780,0	106,96	2003 Ene
233,9	547,0	107,9	5.817,6	107,65	Feb
223,3	550,4	101,1	5.854,1	108,35	Mar ^(p)

M3 ²⁾					
Cesiones temporales	Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años ⁵⁾	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ³⁾	
9	10	11	12	13	
9,5	11,5	0,6	24,2	7,3	2001 Oct
-9,2	9,7	5,2	54,4	7,6	Nov
-7,4	-1,3	-7,8	99,9	7,6	Dic
-2,3	19,5	-0,2	-9,1	7,7	2002 Ene
4,9	10,4	-3,9	0,7	7,3	Feb
8,4	3,3	0,2	39,0	7,3	Mar
-1,5	7,9	-3,6	42,6	7,2	Abr
6,7	4,0	9,5	47,8	7,5	May
-6,1	-7,2	-7,8	25,2	7,2	Jun
-0,7	12,0	-8,6	-13,2	6,9	Jul
7,7	12,3	1,1	13,2	7,1	Ago
2,4	-2,7	3,6	44,6	7,0	Sep
-2,8	2,1	2,5	20,3	6,9	Oct
-4,4	14,7	-2,6	72,8	7,2	Nov
-3,2	-6,6	-3,8	82,9	6,8	Dic
15,1	19,6	4,3	10,2	7,1	2003 Ene
0,9	12,1	0,7	37,3	7,8	Feb
-10,6	4,2	-7,7	38,0	7,7	Mar ^(p)

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

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

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

Cuadro 2.4 (cont.)
Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas
(mm de euros y tasas de crecimiento, salvo indicación en contrario)
3. Saldos a fin de período desestacionalizados

							M2	Total	Índice ⁴⁾
	M1				Otros depósitos a corto plazo ⁵⁾				
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Índice ⁴⁾	Total	Índice ⁴⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8		
2001 Sep	309,0	1.819,5	2.128,5	96,40	2.392,8	97,47	4.521,3	96,96	
Oct	297,2	1.841,8	2.139,0	96,90	2.406,3	98,00	4.545,3	97,48	
Nov	279,8	1.870,3	2.150,0	97,37	2.421,1	98,56	4.571,1	97,99	
Dic	233,3	1.917,8	2.151,1	97,43	2.447,8	99,64	4.598,9	98,59	
2002 Ene	251,7	1.924,5	2.176,2	98,52	2.452,9	99,83	4.629,1	99,21	
Feb	244,8	1.932,3	2.177,1	98,57	2.449,6	99,71	4.626,7	99,17	
Mar	254,2	1.921,7	2.175,8	98,52	2.471,8	100,64	4.647,7	99,64	
Abr	263,4	1.939,2	2.202,7	99,81	2.477,4	100,95	4.680,1	100,41	
May	272,5	1.945,4	2.217,9	100,60	2.481,1	101,24	4.699,0	100,94	
Jun	281,9	1.948,2	2.230,1	101,24	2.486,5	101,64	4.716,6	101,45	
Jul	292,3	1.959,4	2.251,7	102,17	2.497,1	101,88	4.748,9	102,02	
Ago	299,1	1.970,9	2.270,1	103,01	2.503,4	102,15	4.773,4	102,56	
Sep	307,5	1.988,5	2.296,0	104,19	2.511,1	102,47	4.807,2	103,28	
Oct	315,7	1.996,0	2.311,7	104,91	2.531,8	103,33	4.843,5	104,08	
Nov	321,9	2.017,8	2.339,7	106,23	2.532,7	103,37	4.872,4	104,73	
Dic	332,8	2.032,3	2.365,1	107,03	2.527,5	103,29	4.892,6	105,06	
2003 Ene	317,3	2.042,1	2.359,5	107,83	2.538,4	103,79	4.897,9	105,70	
Feb	323,8	2.055,6	2.379,4	108,74	2.551,9	104,35	4.931,3	106,42	
Mar ^(p)	332,4	2.073,8	2.406,2	110,00	2.572,2	105,21	4.978,5	107,47	

4. Flujos desestacionalizados⁷⁾

	M2										
									Total	Tasa de crecimiento mensual (%) ⁴⁾	Tasa de crecimiento interanual (%) ⁴⁾
	M1					Otros depósitos a corto plazo ⁵⁾					
			Total	Tasa de crecimiento mensual ⁴⁾	Tasa de crecimiento interanual ⁴⁾	Total	Tasa de crecimiento mensual ⁴⁾	Tasa de crecimiento interanual ⁴⁾			
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2001 Oct	-11,8	22,9	11,1	0,5	5,1	12,9	0,5	5,7	24,0	0,5	5,4
Nov	-17,4	27,8	10,3	0,5	5,9	13,8	0,6	5,9	24,1	0,5	5,9
Dic	-46,4	47,7	1,3	0,1	5,4	26,5	1,1	7,2	27,8	0,6	6,4
2002 Ene	18,4	5,7	24,1	1,1	6,6	4,8	0,2	6,9	28,8	0,6	6,8
Feb	-6,9	8,0	1,0	0,0	6,1	-3,0	-0,1	6,5	-2,0	0,0	6,3
Mar	9,3	-10,2	-0,9	0,0	6,0	22,8	0,9	6,5	21,9	0,5	6,3
Abr	9,3	19,0	28,3	1,3	6,7	7,6	0,3	6,2	35,9	0,8	6,4
May	9,1	8,4	17,5	0,8	6,8	7,3	0,3	6,6	24,7	0,5	6,7
Jun	9,3	4,8	14,1	0,6	6,9	9,8	0,4	6,0	23,9	0,5	6,4
Jul	10,5	10,1	20,5	0,9	7,6	5,8	0,2	5,5	26,3	0,6	6,5
Ago	6,8	11,8	18,6	0,8	7,7	6,6	0,3	5,4	25,2	0,5	6,5
Sep	8,4	17,5	25,9	1,1	8,1	7,7	0,3	5,1	33,7	0,7	6,5
Oct	8,2	7,6	15,8	0,7	8,3	21,1	0,8	5,4	37,0	0,8	6,8
Nov	6,2	22,9	29,1	1,3	9,1	1,0	0,0	4,9	30,2	0,6	6,9
Dic	10,9	6,7	17,6	0,8	9,9	-1,9	-0,1	3,7	15,6	0,3	6,6
2003 Ene	6,5	11,2	17,7	0,7	9,5	12,2	0,5	4,0	29,8	0,6	6,5
Feb	6,4	13,5	19,9	0,8	10,3	13,6	0,5	4,7	33,6	0,7	7,3
Mar ^(p)	8,7	18,9	27,5	1,2	11,6	21,2	0,8	4,5	48,7	1,0	7,9

Fuente: BCE.

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

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

3) En la página 20*, se presentan, sin desestacionalizar, los préstamos, junto con otros componentes del crédito.

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

M3 ²⁾				Préstamos a otros residentes en la zona del euro (excluidas AAPP) ³⁾		
Instrumentos negociables ⁶⁾		Total	Índice ⁴⁾	Total	Índice ⁴⁾	
Total	Índice ⁴⁾					
9	10	11	12	13	14	
761,9	99,55	5.283,2	97,33	6.432,5	98,63	2001 Sep
783,6	102,31	5.329,0	98,16	6.466,8	99,14	Oct
784,0	102,85	5.355,1	98,68	6.511,5	99,81	Nov
789,1	103,50	5.388,0	99,28	6.513,1	99,91	Dic
778,5	102,74	5.407,5	99,71	6.534,3	100,19	2002 Ene
780,9	102,96	5.407,6	99,70	6.558,6	100,59	Feb
784,5	103,50	5.432,2	100,18	6.595,8	101,19	Mar
787,6	103,99	5.467,7	100,91	6.625,1	101,74	Abr
800,8	105,62	5.499,8	101,59	6.661,8	102,45	May
802,3	105,65	5.518,9	102,04	6.660,8	102,56	Jun
809,9	106,61	5.558,7	102,66	6.680,5	102,79	Jul
824,0	108,35	5.597,4	103,37	6.718,4	103,38	Ago
838,3	110,20	5.645,5	104,25	6.737,2	103,69	Sep
838,5	110,22	5.682,0	104,94	6.757,2	104,04	Oct
843,8	111,14	5.716,2	105,63	6.764,4	104,26	Nov
853,4	112,36	5.746,0	106,08	6.775,0	104,64	Dic
877,9	114,14	5.775,7	106,88	6.805,5	105,14	2003 Ene
882,0	114,63	5.813,4	107,57	6.838,2	105,68	Feb
859,5	111,69	5.837,9	108,05	6.839,4	105,76	Mar ^(p)

M3 ²⁾							Préstamos a otros residentes en la zona del euro (excluidas AAPP) ³⁾			
Instrumentos negociables ⁶⁾			Total	Tasa de crecimiento mensual ⁴⁾ (%)	Tasa de crecimiento interanual ⁴⁾ (%)	Media móvil de tres meses centrada (%)	Total	Tasa de crecimiento mensual ⁴⁾ (%)	Tasa de crecimiento interanual ⁴⁾ (%)	
Total	Tasa de crecimiento mensual ⁴⁾ (%)	Tasa de crecimiento interanual ⁴⁾ (%)								
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
21,1	2,8	19,4	45,1	0,9	7,3	7,2	33,0	0,5	6,5	2001 Oct
4,1	0,5	19,4	28,2	0,5	7,7	7,6	44,1	0,7	6,6	Nov
5,0	0,6	17,6	32,8	0,6	7,9	7,8	6,0	0,1	6,1	Dic
-5,8	-0,7	13,9	23,1	0,4	7,7	7,6	18,7	0,3	5,7	2002 Ene
1,6	0,2	13,5	-0,3	0,0	7,3	7,4	26,2	0,4	5,6	Feb
4,1	0,5	12,8	26,0	0,5	7,2	7,2	38,7	0,6	5,5	Mar
3,7	0,5	12,6	39,6	0,7	7,3	7,3	36,0	0,5	5,5	Abr
12,4	1,6	12,9	37,1	0,7	7,6	7,3	46,4	0,7	5,8	May
0,2	0,0	10,8	24,1	0,4	7,1	7,2	6,9	0,1	5,4	Jun
7,3	0,9	10,1	33,6	0,6	7,0	7,0	15,3	0,2	5,1	Jul
13,3	1,6	9,8	38,5	0,7	7,0	7,0	38,4	0,6	5,4	Ago
14,1	1,7	10,7	47,7	0,9	7,1	7,0	19,9	0,3	5,1	Sep
0,2	0,0	7,7	37,1	0,7	6,9	7,0	22,6	0,3	4,9	Oct
7,0	0,8	8,1	37,1	0,7	7,0	6,9	14,7	0,2	4,5	Nov
9,2	1,1	8,6	24,9	0,4	6,9	7,0	24,6	0,4	4,7	Dic
13,5	1,6	11,1	43,4	0,8	7,2	7,3	32,1	0,5	4,9	2003 Ene
3,8	0,4	11,3	37,4	0,6	7,9	7,7	34,9	0,5	5,1	Feb
-22,6	-2,6	7,9	26,0	0,4	7,9	.	4,8	0,1	4,5	Mar ^(p)

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

6) Instrumentos negociables, incluyen cesiones temporales, participaciones en FMM y valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.

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

Cuadro 2.4 (cont.)

Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

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

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

	Pasivos a largo plazo de IFM				Créditos ²⁾				Activos exteriores netos	Activo fijo
	Depósitos a plazo superior a 2 años	Depósitos con preaviso superior a 3 meses	Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	Crédito a AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Del cual:			
							Prés- tamos	Índice dic 01 =100 ³⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 Sep	1.163,0	118,6	1.604,7	970,4	2.025,0	7.284,1	6.421,9	98,47	54,3	177,6
Oct	1.162,9	116,9	1.617,0	981,1	2.014,0	7.325,2	6.451,6	98,90	77,3	178,3
Nov	1.161,6	115,8	1.606,6	982,6	2.034,3	7.379,6	6.501,9	99,67	97,7	179,1
Dic	1.169,1	115,8	1.613,6	995,2	2.026,9	7.424,4	6.519,3	100,00	84,7	180,0
2002 Ene	1.173,2	112,3	1.632,9	1.007,5	2.051,1	7.444,4	6.534,4	100,19	70,1	177,5
Feb	1.174,7	111,2	1.638,8	1.011,5	2.055,3	7.465,4	6.548,7	100,44	65,2	176,6
Mar	1.178,2	109,9	1.655,8	1.010,7	2.081,7	7.513,2	6.606,1	101,35	54,0	176,4
Abr	1.177,3	108,0	1.650,2	1.004,6	2.061,7	7.550,9	6.641,2	101,99	52,5	176,2
May	1.179,6	106,8	1.660,6	1.008,8	2.071,5	7.573,6	6.659,7	102,42	90,8	176,4
Jun	1.181,7	106,6	1.655,2	985,8	2.069,1	7.598,0	6.691,1	103,02	111,3	176,2
Jul	1.180,4	106,6	1.670,1	993,4	2.065,9	7.587,0	6.692,6	102,98	108,5	176,7
Ago	1.168,9	106,8	1.687,0	1.004,3	2.053,0	7.592,5	6.692,3	102,98	129,0	177,7
Sep	1.169,5	107,2	1.680,8	1.015,9	2.073,9	7.626,6	6.726,8	103,53	138,7	178,3
Oct	1.170,5	106,2	1.688,7	1.013,9	2.068,8	7.657,3	6.742,7	103,81	165,5	179,3
Nov	1.174,0	105,7	1.698,9	1.016,0	2.083,6	7.678,0	6.754,5	104,11	199,2	177,0
Dic	1.186,4	105,8	1.685,0	995,6	2.056,4	7.724,4	6.778,0	104,69	208,9	180,2
2003 Ene	1.187,2	106,3	1.679,4	1.001,8	2.102,4	7.747,1	6.803,9	105,12	183,5	176,6
Feb	1.197,0	105,0	1.688,9	1.004,3	2.125,7	7.774,2	6.827,2	105,51	190,0	175,1
Mar ^(p)	1.203,4	103,5	1.696,2	996,8	2.137,1	7.800,0	6.850,9	105,93	189,1	172,9

6. Principales contrapartidas de M3: Flujos⁴⁾

	Pasivos a largo plazo de IFM				Créditos ²⁾				Activos exteriores netos	Activo fijo
	Depósitos a plazo superior a 2 años	Depósitos con preaviso superior a 3 meses	Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	Crédito a AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Del cual:			
							Préstamos	Tasa de variación interanual (%) ³⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 Oct	-0,3	-1,7	12,7	7,9	-12,3	36,8	28,4	6,5	25,0	0,7
Nov	-1,6	-1,1	18,7	2,9	23,8	48,6	49,7	6,6	27,2	1,1
Dic	7,3	0,1	7,6	13,6	-6,6	45,9	21,8	6,0	-9,0	1,1
2002 Ene	3,6	-3,6	11,0	14,2	18,7	17,5	12,6	5,7	-14,3	-2,5
Feb	1,6	-1,0	9,3	-0,8	3,9	24,9	16,2	5,6	-11,0	-0,9
Mar	3,7	-1,3	18,7	2,7	22,1	48,5	59,0	5,5	-5,6	0,0
Abr	-0,2	-1,9	1,0	-5,2	-18,5	44,6	41,7	5,5	-2,6	-0,2
May	3,5	-1,2	19,7	3,7	6,9	32,1	28,2	5,8	39,0	0,2
Jun	3,3	-0,2	8,6	-17,1	0,1	32,5	39,3	5,4	41,0	-0,2
Jul	1,3	0,0	13,8	9,6	-3,8	-15,1	-2,9	5,1	2,7	0,5
Ago	2,2	0,2	2,7	9,0	-14,0	7,1	0,3	5,4	14,3	1,0
Sep	1,0	0,4	12,1	9,3	14,3	40,3	35,4	5,1	18,1	0,6
Oct	1,3	-1,0	9,1	-0,1	-3,0	31,0	18,6	5,0	29,4	0,9
Nov	3,6	-0,5	16,6	2,7	15,1	26,2	19,4	4,5	35,1	-2,3
Dic	13,5	0,1	-10,1	-3,1	-7,5	58,9	37,5	4,7	17,8	1,7
2003 Ene	-3,9	0,5	6,0	7,4	20,6	25,3	27,5	4,9	5,8	-2,4
Feb	9,9	-1,2	10,4	5,3	16,4	30,8	25,5	5,0	12,0	-1,5
Mar ^(p)	6,7	-1,6	9,0	-1,7	13,9	31,3	27,3	4,5	7,4	-0,2

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

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

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

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

Cuadro 2.5

Préstamos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión¹⁾

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

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

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones			Empresas de seguros y fondos de pensiones			AAPP							
	Total		Índice dic 01 =100 ²⁾	Total		Índice dic 01 =100 ²⁾	Adminis- tración Central ³⁾	Otras AAPP				Total	Índice dic 01 =100 ²⁾	
	Hasta 1 año	1		Hasta 1 año	2			Administración Regional	Administración Local	Admones de Seguridad Social	12			
														Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001 II	425,5	280,7	97,5	36,2	26,7	102,9	174,1	294,0	254,9	350,4	312,4	17,2	835,7	98,6
III	409,0	256,8	93,7	37,4	26,9	107,3	167,3	293,9	254,1	349,7	312,0	18,9	829,8	98,0
IV	434,4	276,0	100,0	34,9	24,8	100,0	170,1	298,3	252,0	362,9	322,3	16,4	847,7	100,0
2002 I	459,4	305,3	105,9	38,9	28,3	111,3	180,3	294,0	248,2	361,8	317,9	16,4	852,6	100,6
II	461,1	303,4	106,3	42,5	30,5	120,8	163,0	280,9	245,8	366,6	314,5	19,5	830,1	98,0
III	452,4	288,0	104,3	42,1	30,1	113,6	156,4	274,7	241,6	367,8	315,6	21,9	820,8	96,9
IV ^(p)	454,7	287,4	105,5	32,9	20,0	88,9	155,5	277,7	237,0	382,0	324,6	21,0	836,2	98,8

2. Préstamos a instituciones financieras no monetarias y las AAPP: Flujos⁴⁾

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones			Empresas de seguros y fondos de pensiones			AAPP												
	Total		Tasa de crecimiento interanual (%) ²⁾	Total		Tasa de crecimiento interanual (%) ²⁾	Adminis- tración Central ³⁾	Otras AAPP					Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ²⁾					
	Hasta 1 año	1		Hasta 1 año	2			Administración Regional	8	Más de 5 años	9	Administración Local			10	Más de 5 años	11	Admones de Seguridad Social	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14						
2001 III	-16,8	-23,9	7,8	1,5	0,2	13,8	-6,2	0,0	-0,7	-0,7	-0,4	1,7	-5,2	-0,8					
IV	27,5	21,3	11,8	-2,5	-2,1	11,3	1,9	4,4	-2,1	13,2	10,3	-2,5	16,9	-0,9					
2002 I	25,6	29,8	10,5	3,9	3,5	7,5	10,1	-4,3	-3,8	-1,1	-4,4	0,1	4,8	0,0					
II	1,6	-1,8	9,0	3,3	2,1	17,4	-16,2	-13,1	-2,4	4,8	-3,5	3,1	-21,4	-0,6					
III	-8,7	-15,4	11,3	-2,5	-0,4	5,9	-6,7	-6,8	-4,7	1,2	1,1	2,4	-9,9	-1,1					
IV ^(p)	5,5	2,8	5,5	-9,2	-10,2	-11,1	-0,4	3,1	-4,6	14,2	9,0	-0,9	15,9	-1,2					

Fuente: BCE.

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

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

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

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

Cuadro 2.5 (cont.)

Préstamos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión¹⁾

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

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

	Sociedades no financieras					Crédito al consumo ³⁾				
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice dic 01=100 ²⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice dic 01=100 ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 II	1.051,7	456,3	1.343,7	2.851,8	97,8	100,1	171,1	217,7	488,8	98,4
III	1.027,2	467,3	1.372,1	2.866,6	98,7	100,6	170,7	221,7	493,1	99,3
IV	1.019,0	489,8	1.394,5	2.903,3	100,0	102,5	170,4	224,2	497,1	100,0
2002 I	1.018,8	494,8	1.418,9	2.932,5	100,8	99,3	170,5	226,5	496,2	99,8
II	1.008,4	502,7	1.434,1	2.945,2	102,1	102,2	173,6	230,1	505,9	101,3
III	992,9	505,4	1.450,4	2.948,8	102,2	104,1	175,6	233,8	513,5	102,4
IV ^(p)	987,7	513,9	1.469,3	2.970,9	103,5	102,2	180,2	235,9	518,3	103,7

4. Préstamos a instituciones no financieras distintos de las AAPP: Flujos⁴⁾

	Sociedades no financieras					Crédito al consumo ³⁾				
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ²⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 III	-19,2	14,3	32,3	27,4	7,6	0,9	-0,5	4,1	4,5	3,6
IV	-9,1	23,2	22,4	36,5	6,2	1,8	-0,7	2,4	3,5	3,0
2002 I	-2,1	4,7	20,3	22,8	5,0	-4,2	1,2	2,3	-0,7	3,7
II	-2,3	13,3	27,5	38,6	4,4	2,9	0,7	3,7	7,3	3,0
III	-13,1	-1,2	16,3	2,0	3,5	1,9	0,0	3,7	5,6	3,2
IV ^(p)	1,2	12,4	25,8	39,4	3,5	1,3	4,1	1,0	6,3	3,7

Fuente: BCE.

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

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

Hogares												Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares		
Préstamos para compra de vivienda ³⁾					Otras finalidades					Total	Índice dic 01 =100 ²⁾	Total	Índice dic 01=100 ²⁾	
Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice dic 01 =100 ²⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Índice dic 01 =100 ²⁾					
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
22,3	62,4	1.868,0	1.952,8	96,6	148,8	100,9	342,7	592,4	100,1	3.034,0	97,5	40,7	104,3	2001 II
22,5	61,1	1.905,9	1.989,5	98,4	144,3	100,8	342,1	587,2	99,3	3.069,8	98,7	39,0	99,9	III
22,7	61,0	1.937,6	2.021,3	100,0	143,9	101,9	343,6	589,3	100,0	3.107,6	100,0	39,1	100,0	IV
23,1	60,7	1.975,6	2.059,3	101,9	142,1	101,2	337,7	581,1	99,5	3.136,7	101,1	38,7	99,1	2002 I
23,7	60,7	2.019,8	2.104,1	104,1	145,6	103,3	339,4	588,4	101,0	3.198,4	103,1	43,9	112,5	II
24,6	60,7	2.059,7	2.145,0	106,1	141,8	100,0	343,3	585,2	101,0	3.243,7	104,6	39,8	102,0	III
25,8	64,5	2.087,5	2.177,8	107,6	145,9	95,8	342,3	584,0	101,5	3.280,2	105,8	39,4	102,5	IV ^(p)

Hogares												Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares		
Préstamos para compra de vivienda ³⁾					Otras finalidades					Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ²⁾	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ²⁾	
Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ²⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ²⁾					
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
0,2	-1,4	38,4	37,3	7,6	-4,5	0,1	0,2	-4,3	2,1	37,4	5,9	-1,7	3,7	2001 III IV
0,1	-0,1	31,4	31,4	6,9	-0,4	2,3	2,0	3,9	1,7	38,9	5,2	0,0	2,2	
0,4	-0,4	38,1	38,1	7,3	-1,3	-0,3	-1,2	-2,8	0,4	34,6	5,4	-0,4	3,9	2002 I II III IV ^(p)
0,6	0,0	44,2	44,8	7,8	3,7	2,4	2,3	8,4	0,9	60,6	5,7	5,3	7,9	
0,9	0,0	39,6	40,5	7,8	-3,8	-1,3	5,2	0,1	1,7	46,3	5,9	-4,1	2,1	
1,2	2,0	27,4	30,5	7,6	1,8	1,0	0,4	3,2	1,5	40,0	5,8	0,2	2,5	

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

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

Cuadro 2.6

Depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento¹⁾

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

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

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones					Empresas de seguros y fondos de pensiones					AAPP					
	Total ²⁾				Índice dic 01 =100 ³⁾	Total ²⁾				Índice dic 01 =100 ³⁾	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Total	Índice dic 01 =100 ³⁾
	Depósi- tos a la vista	Depósi- tos a plazo	Cesiones temporales	Depósi- tos a la vista		Depósi- tos a plazo	Cesiones temporales	Adminis- tración Regional	Adminis- tración Local			Admone- s de Seguridad Social				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2001 II	455,6	164,3	196,0	89,3	100,6	486,3	41,4	424,2	16,9	98,2	165,5	31,4	66,8	60,8	324,6	108,6
III	455,3	162,7	201,8	85,6	98,8	487,8	39,3	426,9	17,9	98,5	147,8	33,3	67,4	60,4	308,9	103,3
IV	465,8	157,9	217,3	85,3	100,0	495,4	48,0	427,5	16,4	100,0	139,0	30,0	68,9	61,0	299,0	100,0
2002 I	485,5	157,8	228,8	92,8	103,8	498,6	43,9	433,0	17,7	100,6	157,5	31,0	64,2	61,8	314,5	105,4
II	492,4	164,0	229,9	93,0	104,8	503,9	48,4	432,9	19,0	101,7	155,0	34,2	65,7	59,8	314,7	105,4
III	488,5	158,2	219,4	105,2	106,4	506,3	50,1	437,9	14,4	102,2	146,3	34,3	63,8	55,0	299,4	99,1
IV ^(p)	480,4	154,0	223,8	96,0	104,9	522,6	56,3	445,4	17,4	105,5	136,4	31,7	68,8	53,0	290,0	96,0

2. Depósitos mantenidos por instituciones financieras no monetarias y las AAPP: Flujos ⁴⁾

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

Fuente: BCE.

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

2) Incluye los depósitos disponibles con preaviso.

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

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

Cuadro 2.6 (cont.)

Depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento¹⁾

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

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

	Sociedades no financieras						Hogares ²⁾					
	Depósitos a la vista	Depósitos a la plaza	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Total	Índice dic 01=100 ³⁾	Depósitos a la vista	Depósitos a la plaza	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Total	Índice dic 01=100 ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001 II	514,6	331,2	24,4	29,1	899,3	90,6	947,2	1.198,8	1.293,5	81,3	3.520,8	95,5
III	514,8	318,4	25,4	32,0	890,7	91,5	963,6	1.203,8	1.305,3	84,6	3.557,3	96,5
IV	577,1	335,2	27,5	36,2	976,0	100,0	1.043,5	1.194,6	1.365,7	76,6	3.680,4	100,0
2002 I	529,1	344,5	27,5	33,8	934,9	95,7	1.039,1	1.180,1	1.382,6	80,6	3.682,4	100,1
II	555,7	337,5	27,7	37,0	957,9	99,9	1.076,3	1.174,7	1.382,0	77,0	3.710,0	100,9
III	562,3	337,9	28,7	36,4	965,3	100,7	1.066,7	1.172,2	1.391,8	78,4	3.709,0	100,9
IV ^(p)	595,1	340,5	30,7	36,0	1.002,3	105,6	1.119,1	1.179,7	1.433,8	74,7	3.807,3	103,3

4. Depósitos mantenidos por sectores no financieros distintos de las AAPP: Flujos ⁴⁾

	Sociedades no financieras						Hogares ²⁾					
	Depósitos a la vista	Depósitos a la plaza	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ³⁾	Depósitos a la vista	Depósitos a la plaza	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Total	Tasa de crecimiento interanual (%) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001 III	3,9	1,6	0,4	3,0	8,9	5,4	16,2	5,2	12,7	3,4	37,4	6,0
IV	62,1	14,5	2,0	4,3	82,8	10,2	80,1	-4,1	60,3	-8,0	128,3	7,6
2002 I	-48,5	9,2	0,0	-2,5	-41,8	8,0	-4,5	-10,1	15,1	4,0	4,5	6,5
II	33,0	4,6	0,2	3,0	40,8	10,3	36,9	-5,1	1,6	-3,7	29,7	5,7
III	5,6	1,4	0,9	0,0	8,0	10,1	-9,2	-2,8	9,7	1,4	-0,8	4,5
IV ^(p)	36,5	7,8	3,1	-0,4	47,1	5,6	41,9	7,6	41,3	-3,7	87,1	3,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

Cuadro 2.7

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

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

1. Saldos a fin de período

	Préstamos a no residentes								Valores distintos de acciones emitidos por no residentes							
	Bancos ^{1) 2)}		No bancos				Total	Índice dic 01 =100 ³⁾	Bancos ¹⁾		No bancos				Total	Índice dic 01 =100 ³⁾
	Total	Índice dic 01 =100 ³⁾	AAPP	Otros	Total	Índice dic 01 =100 ³⁾			Total	Índice dic 01 =100 ³⁾	AAPP	Otros	Total	Índice dic 01 =100 ³⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2001 II	1.073,2	94,3	79,2	519,0	598,1	94,8	1.671,3	94,5	210,6	87,6	294,6	208,7	503,3	97,2	713,9	94,1
III	1.084,7	97,4	75,1	527,4	602,5	99,0	1.687,2	97,9	206,7	88,8	273,8	213,1	486,9	97,1	693,6	94,5
IV	1.119,7	100,0	75,2	543,3	618,6	100,0	1.738,3	100,0	236,6	100,0	290,2	218,0	508,2	100,0	744,8	100,0
2002 I	1.104,8	98,5	76,8	556,1	633,0	102,5	1.737,8	99,9	262,9	110,8	275,9	217,8	493,7	97,3	756,6	101,6
II	1.083,4	102,9	73,2	529,6	602,9	104,8	1.686,3	103,6	244,0	109,2	244,5	214,6	459,2	96,0	703,2	100,2
III	1.122,2	105,6	76,3	540,1	616,3	106,3	1.738,5	105,9	249,8	110,2	253,1	231,8	484,9	99,9	734,7	103,2
IV ^(p)	1.169,2	112,9	73,4	533,1	606,4	108,1	1.775,6	111,2	242,2	109,9	245,7	232,7	478,4	101,6	720,6	104,2

2. Flujos ⁴⁾

	Préstamos a no residentes								Valores distintos de acciones emitidos por no residentes							
	Bancos ^{1) 2)}		No bancos				Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) ³⁾	Bancos ¹⁾		No bancos				Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) ³⁾
	Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) ³⁾	AAPP	Otros	Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) ³⁾			Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) ³⁾	AAPP	Otros	Total	Tasa de crecimiento inter-anual (%) ³⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2001 III	34,8	10,1	-4,1	30,5	26,4	19,6	61,2	13,4	2,9	26,7	-22,3	21,9	-0,4	3,2	2,6	9,2
IV	29,2	14,0	0,1	6,1	6,2	16,0	35,4	14,7	26,0	33,3	16,7	-2,1	14,6	7,3	40,6	14,3
2002 I	-17,3	4,4	3,6	11,8	15,4	6,3	-2,0	5,1	25,6	35,7	-10,9	-2,8	-13,7	0,9	11,9	10,7
II	50,2	9,1	-3,6	18,1	14,5	10,6	64,7	9,7	-3,8	24,7	-34,1	27,5	-6,6	-1,2	-10,4	6,5
III	28,4	8,5	3,0	5,3	8,3	7,4	36,7	8,1	2,3	24,1	4,6	14,0	18,6	2,9	20,9	9,2
IV ^(p)	76,9	12,9	-2,9	13,3	10,4	8,1	87,3	11,2	-0,7	9,9	-7,5	15,7	8,2	1,6	7,5	4,2

Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 2.7 (cont.)

Acciones y participaciones emitidas por no residentes						Depósitos mantenidos por no residentes								
Bancos ¹⁾		Otros		Total	Índice dic 01 =100 ³⁾	Bancos ¹⁾		No bancos				Total	Índice dic 01 =100 ³⁾	
Total	Índice dic 01 =100 ³⁾	Total	Índice dic 01 =100 ³⁾			Total	Índice dic 01 =100 ³⁾	AAPP	Otros	Total	Índice dic 01 =100 ³⁾			
17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	
61,1	87,5	97,2	107,5	158,3	98,8	1.817,5	103,3	94,9	587,1	681,9	94,3	2.499,4	100,7	2001 II
63,6	90,9	89,9	99,2	153,5	95,6	1.710,8	100,7	93,0	588,5	681,5	97,2	2.392,3	99,7	III
73,1	100,0	89,8	100,0	162,9	100,0	1.718,4	100,0	95,3	615,0	710,3	100,0	2.428,8	100,0	IV
77,1	104,5	98,5	110,9	175,6	108,0	1.740,4	100,4	99,0	636,8	735,9	103,3	2.476,3	101,3	2002 I
77,0	104,2	100,9	113,4	177,9	109,3	1.605,9	98,9	96,2	607,6	703,8	104,6	2.309,7	100,6	II
79,5	107,6	94,3	105,9	173,9	106,7	1.644,0	99,3	102,5	613,5	715,9	105,8	2.359,9	101,2	III
78,7	107,4	98,7	113,2	177,4	110,6	1.605,8	99,7	98,4	596,4	694,9	105,3	2.300,7	101,4	IV ^(p)

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

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

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

Cuadro 2.8

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

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

Saldos de pasivos

1. Depósitos colocados por residentes en la zona del euro

	Emitidos por IFM								Emitidos por no IFM							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
	1	2	3	4	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
					5	6	7	8					13	14	15	16
2001 II	4.079,7	3.590,3	52,8	436,6	309,0	43,3	65,4	19,0	5.686,6	5.476,6	30,7	179,3	133,5	21,0	11,6	13,2
III	4.108,4	3.628,3	48,9	431,2	300,6	41,7	71,0	17,9	5.700,0	5.503,7	28,2	168,1	125,7	19,4	10,8	12,2
IV	4.171,9	3.699,5	46,6	425,9	307,6	33,5	67,2	17,6	5.916,6	5.715,8	26,0	174,8	127,4	23,9	10,5	13,0
2002 I	4.134,6	3.645,4	46,1	443,0	315,8	40,6	65,6	21,0	5.915,9	5.712,5	28,8	174,6	126,8	22,4	10,7	14,6
II	4.211,9	3.771,7	41,3	398,8	276,4	40,8	62,8	18,8	5.978,9	5.791,1	26,7	161,0	115,0	22,3	10,9	12,8
III	4.219,7	3.799,3	38,8	381,6	266,0	37,1	58,1	20,4	5.968,5	5.782,3	27,3	158,9	115,6	20,8	9,5	13,0
IV ^(p)	4.416,3	4.011,7	35,3	369,2	252,6	34,0	60,2	22,5	6.102,6	5.925,5	25,1	151,9	107,7	20,1	10,9	13,2

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

	Emitidos por bancos ³⁾								Emitidos por no bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
	1	2	3	4	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
					5	6	7	8					13	14	15	16
2001 II	1.817,5	690,1	133,8	993,6	815,4	72,9	73,2	32,2	681,9	286,7	73,2	322,0	274,2	19,3	13,6	14,9
III	1.710,8	664,3	140,3	906,2	745,2	53,5	76,3	31,2	681,5	297,7	69,2	314,5	263,0	18,4	17,1	16,0
IV	1.718,4	631,1	132,3	955,1	799,1	48,5	75,3	32,1	710,3	308,1	60,8	341,4	293,9	16,8	18,1	12,6
2002 I	1.740,4	661,8	144,8	933,8	781,0	44,4	74,6	33,8	735,9	312,7	66,6	356,6	302,8	20,0	18,9	14,8
II	1.605,9	648,9	141,6	815,4	665,8	40,5	73,4	35,7	703,8	322,4	63,3	318,1	268,7	19,4	17,8	12,2
III	1.644,0	703,2	147,8	793,0	649,0	37,7	73,0	33,3	715,9	335,7	68,2	312,1	261,7	17,7	16,4	16,4
IV ^(p)	1.605,8	702,7	141,3	761,8	627,4	34,2	69,1	31,2	694,9	334,2	72,3	288,3	244,1	15,6	13,6	15,0

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

	Valores distintos de acciones								Instrumentos del mercado monetario							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
	1	2	3	4	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
					5	6	7	8					13	14	15	16
2001 II	2.731,3	2.358,3	53,9	319,1	189,3	69,4	39,6	20,8	275,5	227,0	4,3	44,2	35,8	4,7	2,5	1,1
III	2.751,5	2.384,7	52,9	313,9	187,4	68,6	38,5	19,5	265,0	217,9	4,0	43,2	36,0	3,1	2,8	1,2
IV	2.780,1	2.377,9	67,9	334,4	209,7	63,8	40,6	20,2	254,7	204,8	6,0	43,9	37,9	2,8	2,1	1,1
2002 I	2.844,8	2.428,7	71,5	344,6	219,8	56,4	43,3	25,2	274,7	226,1	5,4	43,2	36,9	2,4	2,6	1,3
II	2.850,7	2.448,4	67,9	334,4	209,4	55,1	44,1	25,8	285,3	233,7	7,2	44,5	38,0	1,5	2,7	2,3
III	2.862,4	2.457,8	72,3	332,4	203,2	53,4	47,8	28,1	287,0	234,6	6,8	45,6	40,4	1,0	3,1	1,1
IV ^(p)	2.848,7	2.441,4	72,6	334,7	206,2	53,7	46,8	27,9	289,4	238,1	7,9	43,4	37,9	0,9	3,6	1,0

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Los datos trimestrales de valores distintos de acciones e instrumentos del mercado monetario aparecerán por separado hasta que se publiquen por primera vez datos del 2003. Para más detalles, véanse las notas generales.

Cuadro 2.8 (cont.)

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

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

Saldos de activos

4. Préstamos a residentes en la zona del euro

	IFM								No IFM							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2001 II	4.096,6	-	-	-	-	-	-	-	7.223,9	6.857,3	29,4	337,2	205,0	51,7	74,0	6,5
III	4.089,7	-	-	-	-	-	-	-	7.251,7	6.907,3	30,9	313,5	178,2	52,1	77,3	5,8
IV	4.180,4	-	-	-	-	-	-	-	7.367,0	7.025,2	29,8	312,0	181,6	47,8	77,5	5,1
2002 I	4.133,3	-	-	-	-	-	-	-	7.458,8	7.106,7	30,5	321,5	187,4	51,0	76,8	6,3
II	4.201,2	-	-	-	-	-	-	-	7.521,2	7.209,0	28,9	283,3	152,5	46,7	78,3	5,8
III	4.224,7	-	-	-	-	-	-	-	7.547,5	7.238,6	28,4	280,5	148,1	45,4	81,2	5,8
IV ^(p)	4.412,0	-	-	-	-	-	-	-	7.614,3	7.323,1	28,5	262,6	133,7	40,6	82,6	5,7

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

	Emitidos por IFM								Emitidos por no IFM							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2001 II	1.114,1	1.071,0	11,0	32,1	22,1	6,5	1,6	1,8	1.508,6	1.466,8	4,9	36,9	21,7	13,3	1,1	0,8
III	1.109,6	1.070,1	9,6	29,9	21,0	5,9	1,5	1,5	1.522,6	1.483,6	4,2	34,8	20,4	12,6	1,2	0,6
IV	1.113,6	1.068,6	12,4	32,6	23,1	6,3	1,4	1,8	1.516,1	1.478,6	3,6	33,9	20,1	12,1	1,1	0,6
2002 I	1.161,3	1.113,2	14,8	33,3	24,0	5,6	1,8	1,9	1.575,7	1.539,1	3,7	32,9	19,5	11,7	1,1	0,6
II	1.183,6	1.136,6	13,5	33,5	23,9	5,8	2,0	1,8	1.582,0	1.547,8	4,5	29,8	15,5	12,2	1,2	0,8
III	1.177,0	1.132,2	14,1	30,7	22,2	4,9	2,0	1,7	1.603,9	1.568,9	5,1	29,8	15,9	11,7	1,4	0,7
IV ^(p)	1.050,1	1.006,9	13,2	29,9	21,9	4,6	1,8	1,7	1.587,9	1.552,4	6,1	29,4	16,2	11,0	1,5	0,7

6. Préstamos a no residentes en la zona del euro

	Bancos ³⁾								No bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2001 II	1.073,2	474,4	103,0	495,8	375,9	48,2	36,7	35,0	598,1	184,7	47,7	365,7	318,1	12,1	26,9	8,6
III	1.084,7	488,3	101,5	494,8	378,6	42,0	40,3	33,9	602,5	201,5	46,8	354,2	307,5	12,7	24,9	9,0
IV	1.119,7	452,2	114,7	552,9	435,9	45,2	37,9	33,8	618,6	202,3	46,8	369,5	323,4	12,0	25,7	8,4
2002 I	1.104,8	432,2	131,1	541,6	424,4	45,6	37,3	34,3	633,0	199,4	49,9	383,7	331,2	16,4	26,9	9,2
II	1.083,4	457,7	129,9	495,9	375,0	61,4	36,1	23,4	602,9	205,7	46,6	350,5	300,8	12,8	28,1	8,8
III	1.122,2	495,3	143,8	483,0	369,9	55,8	33,4	23,9	616,3	219,8	46,2	350,3	297,0	15,4	29,0	8,9
IV ^(p)	1.169,2	545,6	122,3	501,3	392,8	53,3	32,4	22,8	606,4	221,4	44,3	340,7	288,9	14,3	28,0	9,5

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

	Emitidos por bancos ³⁾								Emitidos por no bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2001 II	210,6	72,5	25,5	112,6	98,4	6,8	2,6	4,8	503,3	121,4	25,8	356,1	316,2	26,9	3,0	9,9
III	206,7	76,5	27,0	103,2	93,1	4,7	2,1	3,4	486,9	129,1	27,1	330,7	292,7	27,1	3,9	7,1
IV	236,6	80,7	27,6	128,3	118,1	4,2	2,7	3,3	508,2	131,5	27,1	349,6	306,4	30,3	4,2	8,7
2002 I	262,9	87,1	33,5	142,4	130,5	4,4	2,9	4,5	493,7	127,9	26,9	339,0	298,6	24,6	5,0	10,8
II	244,0	87,5	32,6	123,9	111,8	4,0	2,3	5,9	459,2	132,4	25,0	301,7	260,7	24,3	5,0	11,7
III	249,8	90,9	38,7	120,1	111,6	4,0	1,4	3,2	484,9	136,3	31,6	316,9	273,8	26,2	5,4	11,6
IV ^(p)	242,2	88,1	35,4	118,7	110,9	3,9	1,3	2,6	478,4	134,3	33,5	310,7	269,4	24,2	5,8	11,3

Cuadro 2.9

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

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

1. Activo

	Depósitos	Tenencias de valores distintos de acciones			Tenencias de acciones y otras participaciones	Tenencias de participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos	Total
			Hasta un año	Más de un año					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 II	248,7	1.293,6	62,0	1.231,7	1.340,4	211,9	104,3	92,2	3.291,3
III	242,4	1.293,9	62,6	1.231,4	1.053,9	192,4	105,0	90,4	2.977,9
IV	244,6	1.309,9	63,5	1.246,5	1.219,1	209,6	108,9	98,7	3.190,8
2002 I	253,6	1.308,7	70,7	1.238,0	1.263,3	224,6	111,0	98,0	3.259,2
II	242,8	1.312,6	75,4	1.237,1	1.056,1	215,2	108,0	99,8	3.034,4
III	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	103,2	2.846,5
IV ^(p)	242,0	1.336,6	72,5	1.264,1	853,6	203,4	123,5	106,8	2.865,9

2. Pasivo

				Total
	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos	
	1	2	3	4
2001 II	39,3	3.164,2	87,8	3.291,3
III	41,5	2.858,8	77,6	2.977,9
IV	41,1	3.075,6	74,1	3.190,8
2002 I	42,6	3.137,7	78,8	3.259,2
II	39,1	2.919,8	75,5	3.034,4
III	38,9	2.732,3	75,3	2.846,5
IV ^(p)	40,1	2.748,6	77,2	2.865,9

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 II	947,5	1.019,3	857,1	123,6	343,8	2.510,3	781,0	3.291,3	
III	738,2	1.019,1	756,0	127,0	337,7	2.241,8	736,1	2.977,9	
IV	839,6	1.031,7	810,3	134,0	375,2	2.408,1	782,7	3.190,8	
2002 I	862,4	1.039,3	820,3	142,3	394,8	2.464,2	794,9	3.259,2	
II	728,7	1.037,0	762,6	139,2	366,9	2.262,4	772,0	3.034,4	
III	585,2	1.063,2	699,9	145,6	352,6	2.092,3	754,2	2.846,5	
IV ^(p)	593,5	1.068,1	701,7	150,8	351,7	2.091,0	774,9	2.865,9	

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 (sin desestacionalizar; fin de período)]

1. Activo de los fondos de renta variable

	Depósitos	Tenencias de valores distintos de acciones			Tenencias de acciones y otras participaciones	Tenencias de participaciones en fondos de inversión	Otros activos	Total
			Hasta un año	Más de un año				
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001 II	48,8	34,7	4,5	30,2	830,5	21,0	12,6	947,5
III	41,2	30,6	4,2	26,4	636,1	16,7	13,6	738,2
IV	39,5	29,0	3,0	26,1	735,2	19,4	16,5	839,6
2002 I	39,3	28,7	2,9	25,8	759,1	20,6	14,7	862,4
II	34,0	27,4	4,0	23,4	630,0	22,2	15,0	728,7
III	29,0	26,5	3,7	22,8	496,5	19,1	14,1	585,2
IV ^(p)	26,7	28,2	3,1	25,1	505,6	18,3	14,9	593,5

2. Pasivo de los fondos de renta variable

				Total
	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos	
	1	2	3	4
2001 II	3,2	936,4	8,0	947,5
III	4,1	727,9	6,1	738,2
IV	2,6	831,4	5,6	839,6
2002 I	3,5	852,7	6,1	862,4
II	4,4	718,7	5,6	728,7
III	4,1	576,0	5,1	585,2
IV ^(p)	3,9	586,0	3,6	593,5

3. Activo de los fondos de renta fija

	Depósitos	Tenencias de valores distintos de acciones			Tenencias de acciones y otras participaciones	Tenencias de participaciones en fondos de inversión	Otros activos	Total
			Hasta un año	Más de un año				
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001 II	78,6	858,5	29,4	829,1	36,4	12,3	33,6	1.019,3
III	74,9	865,5	32,2	833,3	34,3	12,7	31,6	1.019,1
IV	73,2	875,5	33,2	842,3	38,5	11,2	33,4	1.031,7
2002 I	77,9	874,0	37,3	836,7	42,9	11,5	33,0	1.039,3
II	75,9	882,2	38,5	843,8	33,2	10,8	34,9	1.037,0
III	78,3	902,1	37,2	865,0	32,6	11,6	38,5	1.063,2
IV ^(p)	83,9	902,5	36,9	865,6	32,0	12,3	37,5	1.068,1

4. Pasivo de los fondos de renta fija

				Total
	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos	
	1	2	3	4
2001 II	7,3	984,5	27,5	1.019,3
III	8,1	991,2	19,8	1.019,1
IV	8,4	1.007,3	16,0	1.031,7
2002 I	8,5	1.013,2	17,7	1.039,3
II	7,9	1.011,5	17,6	1.037,0
III	7,0	1.039,2	17,0	1.063,2
IV ^(p)	7,7	1.044,0	16,5	1.068,1

Fuente: BCE.

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

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

5. Activo de los fondos mixtos

	Depósitos 1	Tenencias de valores distintos de acciones 2			Tenencias de acciones y otras participaciones 5	Tenencias de participaciones en fondos de inversión 6	Activo fijo 7	Otros activos 8	Total 9
			Hasta un año 3	Más de un año 4					
2001 II	55,8	296,3	18,0	278,3	382,8	93,8	2,6	25,9	857,1
III	55,2	290,4	16,4	274,0	297,5	85,7	2,5	24,8	756,0
IV	56,9	286,5	17,0	269,5	347,5	92,7	2,4	24,3	810,3
2002 I	52,6	283,8	18,1	265,7	357,0	100,3	2,3	24,4	820,3
II	54,2	286,9	20,6	266,3	298,8	94,6	2,1	26,0	762,6
III	53,0	291,7	21,3	270,4	234,3	88,1	5,2	27,7	699,9
IV ^(p)	53,9	295,4	21,4	274,0	233,0	87,8	3,4	28,2	701,7

6. Pasivo de los fondos mixtos

Pasivos de los fondos mixtos				Total
	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos	
	1	2	3	
2001 II	3,4	834,1	19,6	857,1
III	3,3	734,4	18,3	756,0
IV	2,9	790,9	16,5	810,3
2002 I	2,9	799,4	18,0	820,3
II	3,1	741,3	18,2	762,6
III	3,5	676,9	19,5	699,9
IV ^(p)	3,0	677,3	21,5	701,7

7. Activo de los fondos inmobiliarios

	Depósitos 1	Tenencias de valores distintos de acciones 2			Tenencias de acciones y otras participaciones 5	Tenencias de participaciones en fondos de inversión 6	Activo fijo 7	Otros activos 8	Total 9
			Hasta un año 3	Más de un año 4					
2001 II	6,6	8,7	0,5	8,2	1,0	1,3	101,5	4,4	123,6
III	9,8	7,6	0,5	7,1	0,9	1,5	102,3	4,9	127,0
IV	8,6	10,7	0,5	10,1	1,0	2,0	106,1	5,7	134,0
2002 I	11,5	12,9	0,6	12,3	1,1	2,1	108,3	6,4	142,3
II	13,5	9,8	0,6	9,2	0,9	3,9	105,1	6,0	139,2
III	13,3	10,7	0,6	10,1	0,8	5,1	109,5	6,2	145,6
IV ^(p)	10,9	9,5	0,5	8,9	0,8	7,0	115,7	6,9	150,8

8. Pasivo de los fondos inmobiliarios

				Total
	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos	
	1	2	3	
				4
2001 II	24,1	95,0	4,5	123,6
III	24,8	97,9	4,4	127,0
IV	25,9	103,3	4,8	134,0
2002 I	26,7	110,7	4,9	142,3
II	22,3	112,1	4,8	139,2
III	22,9	117,7	5,0	145,6
IV ^(p)	24,5	120,9	5,4	150,8

Fuente: BCE.

Cuadro 2.11

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

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

1. Activo de los fondos abiertos al público

	Depósitos	Tenencias de valores distintos de acciones	Tenencias de acciones y otras participaciones	Tenencias de participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	2	3	4	5	6	7
2001 II	209,3	919,1	1.047,7	170,4	96,5	67,4	2.510,3
III	196,4	912,1	820,2	151,6	96,4	65,1	2.241,8
IV	201,0	928,7	949,2	167,0	99,1	63,2	2.408,1
2002 I	213,3	921,8	984,8	176,8	100,6	66,9	2.464,2
II	199,2	915,7	818,4	166,7	96,1	66,3	2.262,4
III	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,5	2.092,3
IV ^(p)	190,7	905,4	663,0	153,1	108,9	69,9	2.091,0

2. Pasivo de los fondos abiertos al público

	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos	Total
	1	2	3	4
2001 II	35,7	2.397,4	77,3	2.510,3
III	37,4	2.137,4	67,0	2.241,8
IV	36,4	2.312,9	58,8	2.408,1
2002 I	38,1	2.360,2	65,9	2.464,2
II	34,0	2.166,0	62,4	2.262,4
III	33,0	1.997,8	61,5	2.092,3
IV ^(p)	33,6	1.995,7	61,7	2.091,0

3. Activo de los fondos dirigidos a inversores especiales

	Depósitos	Tenencias de valores distintos de acciones	Tenencias de acciones y otras participaciones	Tenencias de participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	2	3	4	5	6	7
2001 II	39,4	374,6	292,7	41,5	7,8	24,9	781,0
III	46,0	381,8	233,7	40,7	8,6	25,3	736,1
IV	43,6	381,2	270,0	42,6	9,8	35,6	782,7
2002 I	40,3	386,9	278,4	47,8	10,3	31,2	794,9
II	43,6	396,9	237,7	48,5	11,9	33,5	772,0
III	48,8	419,8	190,3	47,5	13,1	34,7	754,2
IV ^(p)	51,3	431,2	190,6	50,3	14,7	36,9	774,9

4. Pasivo de los fondos dirigidos a inversores especiales

	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos	Total
	1	2	3	4
2001 II	3,6	766,8	10,6	781,0
III	4,2	721,4	10,5	736,1
IV	4,6	762,8	15,3	782,7
2002 I	4,5	777,5	12,9	794,9
II	5,1	753,8	13,1	772,0
III	5,9	734,5	13,8	754,2
IV ^(p)	6,5	753,0	15,4	774,9

Fuente: BCE.

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

Cuadro 3.1

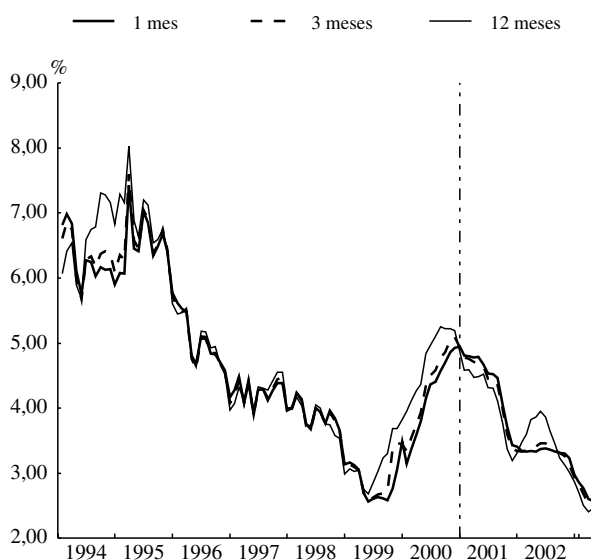
Tipos de interés del mercado monetario¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ⁴⁾					Estados Unidos ⁵⁾	Japón ⁶⁾
	Depósitos a 1 día ^{2) 3)}	Depósitos a 1 mes ⁵⁾	Depósitos a 3 meses ⁵⁾	Depósitos a 6 meses ⁵⁾	Depósitos a 12 meses ⁵⁾	Depósitos a 3 meses	Depósitos a 3 meses
	1	2	3	4	5	6	7
1998	3,09	3,84	3,83	3,78	3,77	5,57	0,66
1999	2,74	2,86	2,96	3,06	3,19	5,42	0,22
2000	4,12	4,24	4,40	4,55	4,78	6,53	0,28
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001	4,39	4,33	4,26	4,16	4,09	3,78	0,15
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2002 Abr	3,32	3,34	3,41	3,54	3,86	1,97	0,08
May	3,31	3,37	3,46	3,62	3,95	1,91	0,08
Jun	3,35	3,38	3,46	3,59	3,87	1,88	0,07
Jul	3,30	3,36	3,41	3,48	3,64	1,85	0,07
Ago	3,29	3,33	3,35	3,38	3,44	1,78	0,07
Sep	3,32	3,32	3,31	3,27	3,24	1,80	0,07
Oct	3,30	3,31	3,26	3,17	3,13	1,78	0,07
Nov	3,30	3,23	3,12	3,04	3,02	1,46	0,07
Dic	3,09	2,98	2,94	2,89	2,87	1,41	0,06
2003 Ene	2,79	2,86	2,83	2,76	2,71	1,37	0,06
Feb	2,76	2,77	2,69	2,58	2,50	1,34	0,06
Mar	2,75	2,60	2,53	2,45	2,41	1,29	0,06
Abr	2,56	2,58	2,54	2,47	2,45	1,30	0,06
2003 Abr 4	2,54	2,58	2,52	2,43	2,41	1,28	0,06
11	2,54	2,57	2,52	2,45	2,43	1,29	0,06
18	2,64	2,59	2,56	2,52	2,51	1,32	0,06
25	2,55	2,58	2,54	2,47	2,44	1,31	0,06
May 2	2,55	2,57	2,50	2,41	2,36	1,29	0,06

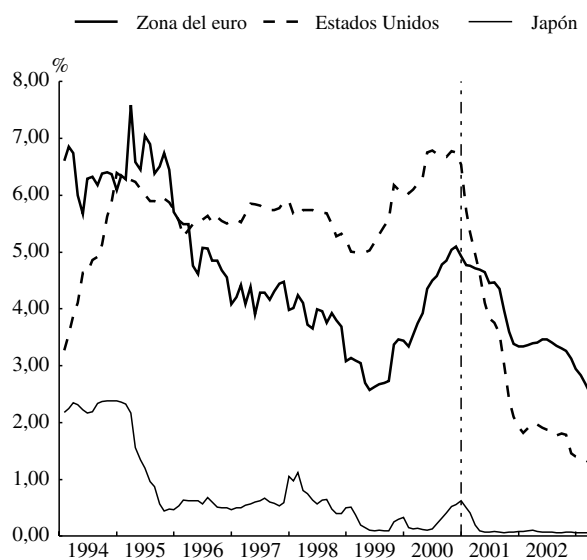
Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro

(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 ofrecidos en la toma de depósitos. A partir de enero de 1999, la columna 1 recoge el índice medio a un día para la zona del euro (EONIA).

3) Hasta diciembre de 1998, datos fin de 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 interbancarios de oferta de la zona del euro (EURIBOR). Hasta diciembre de 1998, tipos de oferta en el interbancario de Londres (LIBOR), cuando se dispone de ellos.

6) Tipos de oferta en el interbancario de Londres (LIBOR).

Cuadro 3.2

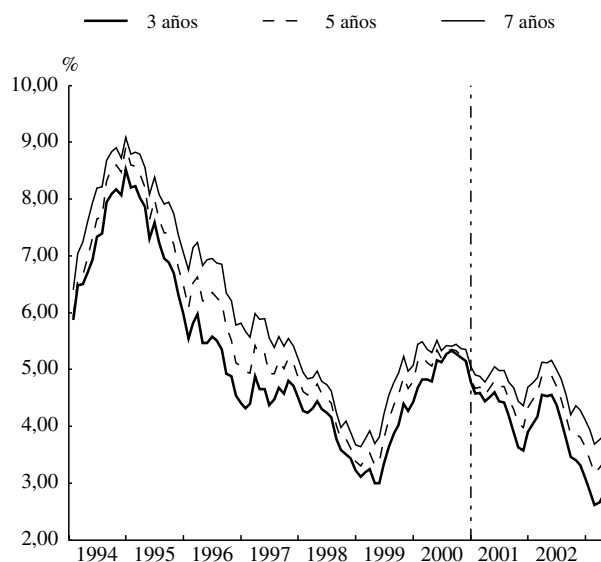
Rendimientos de la deuda pública¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ²⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1999	3,38	3,63	4,01	4,38	4,66	5,64	1,75
2000	4,90	5,03	5,19	5,37	5,44	6,03	1,76
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001	4,11	4,23	4,49	4,79	5,03	5,01	1,34
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2002 Abr	4,21	4,53	4,86	5,12	5,30	5,21	1,39
May	4,25	4,55	4,89	5,16	5,30	5,15	1,38
Jun	4,10	4,37	4,70	4,99	5,16	4,90	1,36
Jul	3,83	4,10	4,48	4,84	5,03	4,62	1,30
Ago	3,47	3,76	4,15	4,54	4,73	4,24	1,26
Sep	3,19	3,46	3,85	4,20	4,52	3,88	1,16
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
2003 Abr 4	2,55	2,72	3,38	3,86	4,26	3,93	0,70
11	2,62	2,87	3,44	3,91	4,28	3,97	0,68
18	2,66	2,89	3,43	3,89	4,24	3,96	0,63
25	2,53	2,78	3,29	3,77	4,17	3,88	0,62
May 2	2,49	2,75	3,27	3,78	4,16	3,90	0,61

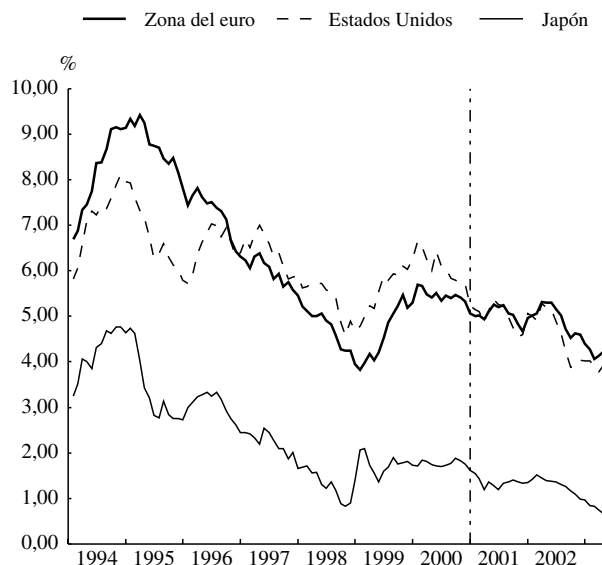
Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensual)



Rendimientos de la deuda pública a 10 años

(mensual)



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

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

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

Cuadro 3.3

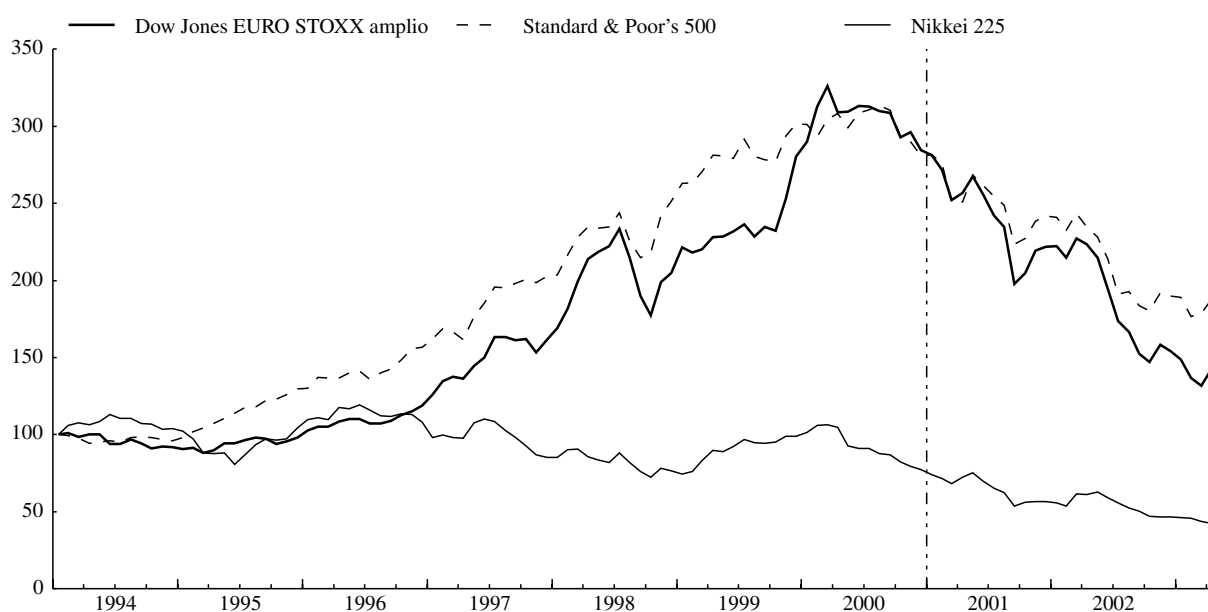
Índices de los mercados bursátiles

(niveles del índice en puntos) ¹⁾

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Industrial	Tecnología	Gas, agua, electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	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 Abr	310,2	3.657,0	308,6	210,2	302,8	351,5	299,5	299,0	438,6	296,9	409,7	472,1	1.112,0	11.391,6
May	298,2	3.503,5	306,9	204,3	300,7	347,3	293,7	296,7	378,3	290,6	355,9	460,8	1.079,9	11.695,8
Jun	269,8	3.143,1	293,1	187,5	282,1	324,6	263,8	275,3	312,4	273,0	302,4	408,1	1.014,0	10.965,9
Jul	241,2	2.810,6	267,8	160,9	252,1	298,6	229,2	248,8	282,1	244,0	300,4	370,6	905,5	10.352,3
Ago	231,3	2.697,4	243,6	152,9	250,1	290,9	217,4	227,9	258,8	236,7	310,0	376,6	912,6	9.751,2
Sep	211,8	2.450,2	227,2	140,6	241,2	274,0	193,1	215,3	229,0	221,2	283,1	337,0	870,1	9.354,8
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
2003 Abr 4	193,0	2.223,2	187,8	119,2	202,3	253,0	172,9	188,0	241,5	198,5	314,9	291,1	878,9	8.074,1
11	195,2	2.247,5	191,9	120,0	204,7	251,5	177,4	190,7	240,2	198,9	320,8	288,1	868,3	7.816,5
18	201,3	2.324,3	197,5	125,1	205,7	252,3	185,5	193,3	260,4	202,0	328,9	290,2	893,6	7.874,5
25	198,3	2.271,9	194,8	122,4	201,4	239,2	184,2	194,1	254,4	200,2	330,8	291,2	898,8	7.699,5
May 2	202,9	2.321,9	202,0	125,9	203,2	244,9	189,0	198,7	263,1	205,8	326,3	303,7	930,1	7.907,2

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

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



Fuente: Reuters.

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

Cuadro 3.4

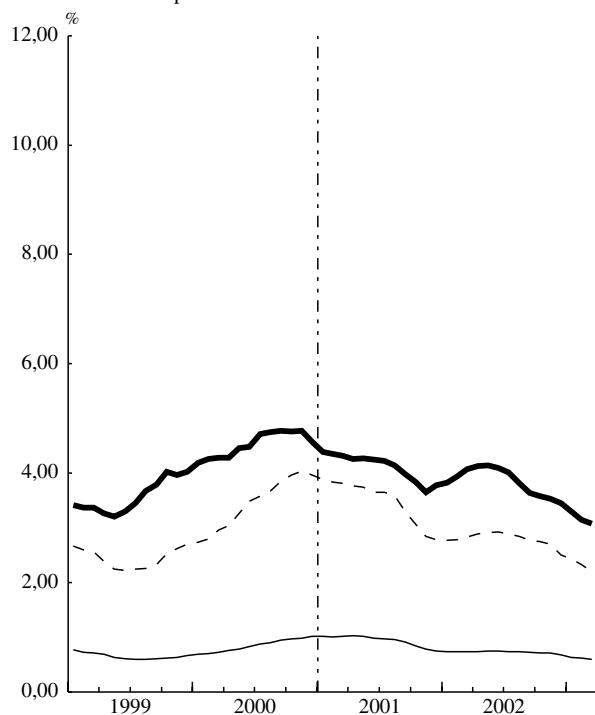
Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela

(en porcentaje; medias del período)

	Tipos de interés de los depósitos						Tipos de interés de los préstamos y créditos			
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso		A empresas		A hogares	
		Hasta 1 año	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	Hasta 1 año	Más de 1 año	Crédito al consumo	Para compra de vivienda
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	0,85	3,45	3,45	4,52	2,25	3,79	6,60	6,23	9,87	6,34
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	0,94	3,49	3,49	4,12	2,40	3,59	6,83	6,15	10,12	5,97
2002	0,73	2,80	2,80	3,85	2,13	2,85	6,13	5,71	9,78	5,54
2002 Mar	0,73	2,84	2,84	4,07	2,15	3,00	6,09	5,85	9,78	5,74
Abr	0,74	2,89	2,90	4,13	2,14	3,07	6,17	5,95	9,83	5,81
May	0,74	2,91	2,92	4,15	2,15	3,08	6,20	5,98	9,87	5,82
Jun	0,74	2,93	2,94	4,09	2,13	3,08	6,18	5,92	9,83	5,77
Jul	0,74	2,89	2,90	4,02	2,13	3,02	6,16	5,79	9,78	5,68
Ago	0,73	2,84	2,85	3,81	2,12	2,94	6,15	5,71	9,79	5,53
Sep	0,73	2,77	2,77	3,64	2,13	2,73	6,12	5,61	9,85	5,38
Oct	0,72	2,74	2,74	3,58	2,11	2,63	6,13	5,54	9,72	5,26
Nov	0,71	2,70	2,69	3,53	2,11	2,55	6,10	5,50	9,70	5,21
Dic	0,68	2,51	2,51	3,45	2,05	2,41	5,97	5,34	9,58	5,09
2003 Ene	0,63	2,43	2,43	3,29	2,04	2,34	5,95	5,29	9,58	4,91
Feb	0,62	2,32	2,32	3,15	2,02	2,12	5,89	5,19	9,51	4,78
Mar	0,59	2,20	2,19	3,08	1,98	2,05	5,76	5,17	9,36	4,69

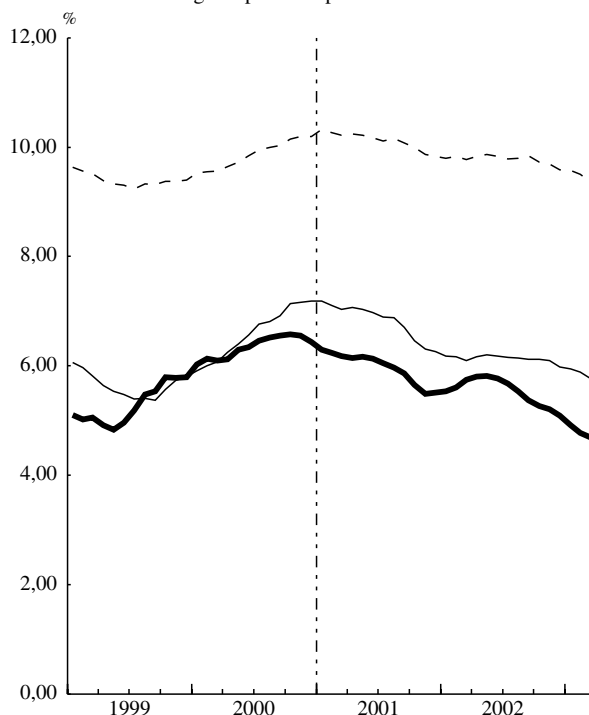
Tipos de interés de los depósitos (mensual)

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



Tipos de interés de los préstamos y créditos (mensual)

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



Fuente: BCE.

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

Cuadro 3.5

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

(mm de euros; operaciones realizadas durante el período y saldos a fin de período; valores nominales)

1. A corto plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
	En euros ¹⁾				En otras					
					Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	407,4	409,0	-1,6	733,9	387,3	387,7	-0,4	647,9	20,0	21,2
Mar	422,5	404,5	17,9	753,4	400,6	383,5	17,1	666,3	21,9	21,0
Abr	403,4	407,0	-3,6	749,3	377,3	384,4	-7,1	659,1	26,1	22,7
May	402,1	379,9	22,2	770,3	378,2	358,7	19,5	677,5	23,9	21,2
Jun	337,8	342,2	-4,4	766,2	317,0	319,1	-2,1	676,8	20,9	23,1
Jul	406,0	392,2	13,7	772,6	382,4	371,4	11,0	685,0	23,5	20,9
Ago	384,5	378,1	6,4	775,6	366,2	356,8	9,4	693,1	18,3	21,3
Sep	414,9	400,6	14,3	792,6	392,1	381,0	11,0	706,7	22,8	19,5
Oct	468,3	456,4	11,9	806,0	441,8	433,3	8,5	715,4	26,5	23,1
Nov	435,4	413,0	22,4	830,4	413,5	388,9	24,6	740,1	22,0	24,1
Dic	406,1	451,6	-45,5	783,4	386,7	429,9	-43,1	696,0	19,3	21,7
2003 Ene	545,1	487,4	57,7	837,8	518,6	462,7	55,9	750,4	26,5	24,7
Feb	453,8	428,4	25,4	863,0	431,2	408,3	22,9	773,3	22,6	20,1

2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
	En euros ¹⁾				En otras					
					Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	141,9	108,2	33,7	7.126,7	130,7	97,5	33,1	6.487,0	11,2	10,7
Mar	164,4	101,3	63,1	7.188,7	143,0	90,2	52,7	6.539,0	21,5	11,1
Abr	126,0	79,5	46,5	7.225,4	114,9	74,4	40,5	6.580,1	11,1	5,1
May	149,4	87,4	61,9	7.274,0	126,9	75,8	51,0	6.632,4	22,5	11,6
Jun	133,1	95,0	38,1	7.289,2	123,3	87,2	36,1	6.664,9	9,7	7,8
Jul	131,1	113,2	17,9	7.318,6	114,3	103,8	10,4	6.679,0	16,8	9,3
Ago	68,8	64,2	4,6	7.320,8	59,2	54,7	4,5	6.683,1	9,6	9,5
Sep	140,2	86,3	53,9	7.374,2	121,4	74,6	46,8	6.729,2	18,8	11,7
Oct	123,0	92,1	30,9	7.404,6	105,7	81,5	24,3	6.753,7	17,3	10,6
Nov	132,1	95,6	36,5	7.438,3	118,7	89,8	29,0	6.782,7	13,4	5,9
Dic	138,8	172,4	-33,7	7.385,5	127,7	159,7	-32,0	6.749,6	11,0	12,7
2003 Ene	174,0	133,2	40,8	7.416,3	151,5	124,4	27,1	6.777,5	22,5	8,8
Feb	167,0	110,5	56,5	7.478,0	148,4	102,3	46,1	6.825,2	18,6	8,2

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
	En euros ¹⁾				En otras					
					Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	549,3	517,2	32,1	7.860,6	518,0	485,2	32,8	7.134,9	31,2	31,9
Mar	586,9	505,8	81,1	7.942,1	543,6	473,8	69,8	7.205,3	43,3	32,1
Abr	529,5	486,5	42,9	7.974,7	492,2	458,8	33,4	7.239,2	37,2	27,8
May	551,5	467,4	84,1	8.044,3	505,1	434,5	70,6	7.309,9	46,4	32,9
Jun	470,9	437,2	33,7	8.055,4	440,3	406,3	34,0	7.341,7	30,6	30,9
Jul	537,1	505,4	31,7	8.091,3	496,7	475,2	21,5	7.364,1	40,4	30,2
Ago	453,3	442,3	11,0	8.096,4	425,4	411,5	13,8	7.376,2	27,9	30,8
Sep	555,1	486,8	68,2	8.166,9	513,4	455,6	57,8	7.435,9	41,6	31,3
Oct	591,3	548,5	42,9	8.210,6	547,5	514,7	32,8	7.469,1	43,8	33,7
Nov	567,6	508,7	58,9	8.268,8	532,2	478,6	53,6	7.522,8	35,4	30,0
Dic	544,9	624,0	-79,2	8.168,9	514,5	589,5	-75,1	7.445,6	30,4	34,5
2003 Ene	719,1	620,6	98,5	8.254,1	670,0	587,1	83,0	7.527,9	49,1	33,6
Feb	620,8	538,8	81,9	8.341,0	579,6	510,6	69,0	7.598,5	41,1	28,3

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

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

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ¹⁾				Emisiones totales en euros ¹⁾				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
-1,2	86,0	13,4	11,8	1,7	43,3	400,8	399,5	1,3	691,2	2002 Feb
0,8	87,1	24,3	7,9	16,4	59,7	424,9	391,4	33,5	726,0	Mar
3,4	90,2	9,7	28,1	-18,4	41,3	387,0	412,5	-25,5	700,3	Abr
2,6	92,8	13,7	13,4	0,3	41,5	391,9	372,1	19,8	719,1	May
-2,2	89,5	20,9	8,0	12,9	54,4	337,9	327,1	10,7	731,2	Jun
2,7	87,6	14,7	24,8	-10,1	44,4	397,1	396,2	1,0	729,4	Jul
-3,0	82,5	12,1	11,5	0,6	44,9	378,3	368,4	9,9	738,0	Ago
3,3	85,9	31,7	7,7	24,0	68,9	423,8	388,7	35,1	775,7	Sep
3,4	90,7	17,1	31,4	-14,2	54,7	458,9	464,6	-5,7	770,1	Oct
-2,2	90,3	14,6	16,9	-2,3	52,4	428,1	405,8	22,3	792,5	Nov
-2,4	87,4	23,9	10,7	13,2	65,6	410,6	440,5	-29,9	761,6	Dic
1,8	87,4	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
2,5	89,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ¹⁾				Emisiones totales en euros ¹⁾				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,5	639,7	20,0	13,9	6,2	895,0	150,7	111,4	39,3	7.382,0	2002 Feb
10,4	649,7	25,5	12,0	13,5	908,5	168,4	102,2	66,2	7.447,6	Mar
6,0	645,3	23,0	7,6	15,4	924,1	137,9	82,0	55,9	7.504,3	Abr
10,9	641,6	26,3	8,2	18,0	942,3	153,1	84,1	69,1	7.574,7	May
2,0	624,3	29,3	10,9	18,5	960,7	152,6	98,1	54,6	7.625,6	Jun
7,5	639,6	11,6	8,2	3,4	964,1	125,9	112,1	13,9	7.643,1	Jul
0,1	637,7	7,0	8,1	-1,1	963,0	66,2	62,8	3,4	7.646,1	Ago
7,1	645,1	24,3	11,4	12,9	976,0	145,7	86,0	59,7	7.705,1	Sep
6,7	650,8	13,2	13,1	0,1	976,1	118,9	94,6	24,3	7.729,9	Oct
7,5	655,7	13,7	11,9	1,8	977,9	132,4	101,6	30,8	7.760,6	Nov
-1,7	635,9	18,3	10,9	7,4	985,3	146,1	170,6	-24,5	7.735,0	Dic
13,7	638,8	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
10,4	652,8	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ¹⁾				Emisiones totales en euros ¹⁾				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
-0,7	725,7	33,5	25,6	7,8	938,3	551,5	510,9	40,6	8.073,2	2002 Feb
11,3	736,8	49,8	19,9	30,0	968,2	593,4	493,6	99,8	8.173,6	Mar
9,5	735,5	32,7	35,7	-3,0	965,4	524,9	494,5	30,4	8.204,6	Abr
13,5	734,4	39,9	21,6	18,3	983,9	545,0	456,1	88,9	8.293,8	May
-0,3	713,7	50,2	18,9	31,3	1.015,1	490,5	425,2	65,3	8.356,8	Jun
10,2	727,2	26,4	33,0	-6,7	1.008,5	523,1	508,2	14,8	8.372,5	Jul
-2,9	720,2	19,1	19,7	-0,6	1.007,9	444,5	431,2	13,3	8.384,1	Ago
10,4	731,0	56,0	19,1	37,0	1.044,9	569,5	474,7	94,8	8.480,8	Sep
10,1	741,5	30,3	44,5	-14,2	1.030,8	577,9	559,2	18,6	8.499,9	Oct
5,4	746,0	28,3	28,8	-0,5	1.030,3	560,5	507,4	53,1	8.553,1	Nov
-4,1	723,3	42,2	21,6	20,6	1.051,0	556,7	611,1	-54,4	8.496,6	Dic
15,5	726,2	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
12,9	742,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

Cuadro 3.6

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

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

Saldos en circulación

1. A corto plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	647,9	255,6	3,9	98,2	286,7	3,5	43,3	19,9	19,2	3,6
Mar	666,3	262,5	4,3	97,1	299,0	3,3	59,7	26,4	26,4	6,4
Abr	659,1	260,2	4,5	92,6	298,8	3,0	41,3	18,2	18,6	3,8
May	677,5	266,7	3,7	89,9	314,3	3,0	41,5	18,3	19,2	3,5
Jun	676,8	265,4	3,8	82,0	322,5	3,0	54,4	21,3	28,0	4,4
Jul	685,0	269,7	4,1	86,2	321,7	3,4	44,4	18,3	22,8	2,8
Ago	693,1	269,9	4,3	86,7	328,8	3,3	44,9	18,1	23,9	2,6
Sep	706,7	276,6	4,1	87,7	335,7	2,6	68,9	26,8	37,3	4,0
Oct	715,4	284,0	4,2	88,5	335,6	3,0	54,7	20,9	28,1	3,5
Nov	740,1	304,7	4,7	89,9	337,8	3,1	52,4	18,2	28,1	3,7
Dic	696,0	281,5	4,3	85,2	321,8	3,2	65,6	20,5	37,9	4,6
2003 Ene	750,4	312,7	4,5	92,6	337,9	2,6	.	.	.	.
Feb	773,3	317,1	5,9	95,8	351,2	3,2	.	.	.	.

2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	6.487,0	2.346,2	374,6	357,6	3.275,6	133,0	895,0	229,8	339,5	106,5
Mar	6.539,0	2.368,6	380,7	357,9	3.294,3	137,6	908,5	232,2	350,3	108,2
Abr	6.580,1	2.377,4	390,8	363,4	3.306,3	142,2	924,1	234,9	360,8	108,7
May	6.632,4	2.391,5	402,0	368,7	3.322,4	147,7	942,3	238,5	367,6	111,5
Jun	6.664,9	2.401,8	406,5	372,2	3.334,1	150,2	960,7	245,9	381,2	111,0
Jul	6.679,0	2.400,7	413,3	374,6	3.331,1	159,2	964,1	245,9	385,5	110,7
Ago	6.683,1	2.399,8	413,6	372,7	3.337,0	160,1	963,0	245,3	385,3	110,8
Sep	6.729,2	2.421,4	421,8	375,5	3.348,7	161,8	976,0	246,1	394,5	109,3
Oct	6.753,7	2.417,7	428,2	374,6	3.367,8	165,5	976,1	246,9	396,1	109,0
Nov	6.782,7	2.418,3	441,2	374,9	3.381,2	167,0	977,9	249,2	398,5	108,7
Dic	6.749,6	2.404,3	471,6	376,8	3.328,2	168,7	985,3	251,8	403,2	109,8
2003 Ene	6.777,5	2.399,4	470,7	383,4	3.351,3	172,7	.	.	.	.
Feb	6.825,2	2.410,7	483,1	387,5	3.365,8	178,1	.	.	.	.

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 Feb	7.134,9	2.601,8	378,5	455,8	3.562,2	136,5	938,3	249,7	358,7	110,1
Mar	7.205,3	2.631,1	384,9	455,1	3.593,3	140,9	968,2	258,6	376,6	114,6
Abr	7.239,2	2.637,6	395,3	456,0	3.605,1	145,2	965,4	253,2	379,5	112,5
May	7.309,9	2.658,2	405,7	458,6	3.636,7	150,7	983,9	256,8	386,7	115,0
Jun	7.341,7	2.667,2	410,4	454,2	3.656,7	153,2	1.015,1	267,2	409,2	115,4
Jul	7.364,1	2.670,4	417,5	460,8	3.652,8	162,6	1.008,5	264,2	408,3	113,5
Ago	7.376,2	2.669,7	417,9	459,4	3.665,8	163,4	1.007,9	263,4	409,1	113,4
Sep	7.435,9	2.697,9	425,9	463,2	3.684,4	164,4	1.044,9	272,9	431,8	113,3
Oct	7.469,1	2.701,7	432,4	463,1	3.703,4	168,4	1.030,8	267,8	424,2	112,5
Nov	7.522,8	2.723,0	446,0	464,8	3.718,9	170,1	1.030,3	267,4	426,6	112,4
Dic	7.445,6	2.685,8	475,8	462,0	3.650,1	171,9	1.051,0	272,3	441,1	114,4
2003 Ene	7.527,9	2.712,1	475,2	476,0	3.689,3	175,3	.	.	.	.
Feb	7.598,5	2.727,8	489,0	483,3	3.717,0	181,4	.	.	.	.

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

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

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,1	0,1	0,4	691,2	275,5	23,1	101,8	286,8	3,6	0,4	2002 Feb
0,1	0,1	0,4	726,0	288,9	30,7	103,5	299,2	3,4	0,4	Mar
0,1	0,1	0,5	700,3	278,4	23,1	96,4	298,9	3,1	0,5	Abr
0,1	0,1	0,4	719,1	285,0	22,9	93,4	314,4	3,1	0,4	May
0,2	0,1	0,5	731,2	286,7	31,8	86,4	322,7	3,1	0,5	Jun
0,2	0,0	0,2	729,4	288,0	26,9	89,0	321,9	3,4	0,2	Jul
0,1	0,0	0,1	738,0	288,0	28,2	89,3	329,0	3,4	0,1	Ago
0,2	0,0	0,6	775,7	303,3	41,4	91,8	335,9	2,7	0,6	Sep
0,1	0,2	1,8	770,1	304,9	32,4	92,1	335,7	3,2	1,8	Oct
0,1	0,2	2,0	792,5	322,9	32,9	93,6	337,8	3,3	2,0	Nov
0,0	0,2	2,4	761,6	302,0	42,2	89,8	321,9	3,4	2,4	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
92,0	14,6	112,5	7.382,0	2.576,0	714,1	464,1	3.367,6	147,6	112,5	2002 Feb
92,2	14,6	111,1	7.447,6	2.600,8	730,9	466,2	3.386,4	152,1	111,1	Mar
94,1	14,6	111,0	7.504,3	2.612,3	751,6	472,2	3.400,4	156,8	111,0	Abr
95,1	14,6	115,1	7.574,7	2.630,0	769,6	480,3	3.417,5	162,3	115,1	May
93,2	14,6	114,7	7.625,6	2.647,7	787,8	483,2	3.427,3	164,8	114,7	Jun
93,1	14,6	114,3	7.643,1	2.646,7	798,9	485,3	3.424,2	173,8	114,3	Jul
93,4	14,6	113,6	7.646,1	2.645,1	798,9	483,5	3.430,4	174,7	113,6	Ago
94,1	14,7	117,3	7.705,1	2.667,5	816,4	484,8	3.442,8	176,5	117,3	Sep
93,6	14,6	115,9	7.729,9	2.664,6	824,3	483,6	3.461,4	180,1	115,9	Oct
93,1	14,6	113,8	7.760,6	2.667,5	839,7	483,6	3.474,3	181,6	113,8	Nov
92,7	14,3	113,6	7.735,0	2.656,2	874,7	486,6	3.420,9	183,0	113,6	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
92,2	14,7	112,9	8.073,2	2.851,5	737,2	565,9	3.654,4	151,2	112,9	2002 Feb
92,3	14,6	111,5	8.173,6	2.889,7	761,6	569,7	3.685,6	155,5	111,5	Mar
94,2	14,6	111,5	8.204,6	2.890,7	774,7	568,5	3.699,3	159,8	111,5	Abr
95,2	14,6	115,5	8.293,8	2.915,0	792,4	573,6	3.731,9	165,4	115,5	May
93,4	14,7	115,2	8.356,8	2.934,4	819,6	569,7	3.750,0	167,9	115,2	Jun
93,3	14,7	114,5	8.372,5	2.934,7	825,7	574,3	3.746,1	177,2	114,5	Jul
93,5	14,7	113,7	8.384,1	2.933,1	827,0	572,8	3.759,4	178,1	113,7	Ago
94,3	14,7	117,9	8.480,8	2.970,8	857,8	576,5	3.778,7	179,1	117,9	Sep
93,7	14,8	117,7	8.499,9	2.969,5	856,6	575,7	3.797,2	183,2	117,7	Oct
93,2	14,8	115,9	8.553,1	2.990,4	872,6	577,2	3.812,1	184,9	115,9	Nov
92,7	14,5	116,0	8.496,6	2.958,1	916,9	576,4	3.742,8	186,3	116,0	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

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

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	387,3	269,0	2,6	66,0	47,9	1,9	13,4	5,0	6,6	1,5
Mar	400,6	287,4	2,2	60,2	49,0	1,8	24,3	10,7	10,1	3,3
Abr	377,3	255,9	2,5	63,3	53,8	1,8	9,7	4,4	4,1	0,9
May	378,2	255,0	2,1	62,5	57,0	1,6	13,7	5,2	7,1	1,2
Jun	317,0	208,1	2,5	51,7	52,5	2,2	20,9	6,3	12,6	1,8
Jul	382,4	260,2	1,8	65,6	52,6	2,2	14,7	5,9	8,2	0,6
Ago	366,2	257,8	1,8	50,9	53,9	1,8	12,1	4,5	6,8	0,6
Sep	392,1	278,4	1,9	56,8	53,0	2,0	31,7	11,1	18,0	2,0
Oct	441,8	319,5	2,2	64,7	53,1	2,3	17,1	5,0	9,0	1,3
Nov	413,5	302,9	2,4	58,2	47,7	2,3	14,6	4,7	8,4	1,2
Dic	386,7	291,3	2,2	46,4	44,3	2,6	23,9	6,3	15,7	1,3
2003 Ene	518,6	375,7	2,1	66,0	72,9	1,9	.	.	.	.
Feb	431,2	306,6	2,2	56,6	63,6	2,1	.	.	.	.

2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	130,7	54,6	9,2	8,3	57,5	1,1	20,0	8,2	8,8	1,3
Mar	143,0	56,9	9,1	2,9	68,8	5,3	25,5	8,6	12,4	3,3
Abr	114,9	44,1	12,6	8,2	45,2	4,9	23,0	5,1	12,8	1,1
May	126,9	41,5	16,0	7,4	55,3	6,6	26,3	5,7	10,1	3,2
Jun	123,3	48,2	13,5	7,4	51,3	2,9	29,3	9,9	17,7	0,7
Jul	114,3	37,9	12,7	6,2	48,2	9,4	11,6	2,9	6,9	0,4
Ago	59,2	28,2	2,4	2,1	25,2	1,3	7,0	3,1	2,7	0,3
Sep	121,4	52,5	11,5	4,4	50,4	2,6	24,3	5,2	12,6	0,2
Oct	105,7	39,3	9,1	0,9	52,1	4,4	13,2	4,6	6,8	0,3
Nov	118,7	48,5	15,7	3,0	48,0	3,6	13,7	5,6	6,6	0,8
Dic	127,7	45,6	36,1	7,9	34,4	3,7	18,3	6,1	8,8	2,2
2003 Ene	151,5	57,9	2,6	8,9	75,8	6,3	.	.	.	.
Feb	148,4	54,5	15,9	8,4	63,2	6,3	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	518,0	323,6	11,8	74,3	105,4	3,0	33,5	13,2	15,4	2,9
Mar	543,6	344,3	11,3	63,1	117,8	7,1	49,8	19,3	22,5	6,6
Abr	492,2	300,0	15,1	71,5	99,0	6,7	32,7	9,5	16,9	2,0
May	505,1	296,5	18,1	69,9	112,3	8,2	39,9	10,9	17,2	4,4
Jun	440,3	256,3	16,0	59,1	103,8	5,2	50,2	16,3	30,3	2,5
Jul	496,7	298,1	14,5	71,8	100,8	11,6	26,4	8,8	15,1	1,0
Ago	425,4	285,9	4,2	53,1	79,1	3,2	19,1	7,7	9,6	0,9
Sep	513,4	330,9	13,4	61,1	103,5	4,6	56,0	16,3	30,7	2,1
Oct	547,5	358,8	11,3	65,6	105,2	6,7	30,3	9,7	15,8	1,6
Nov	532,2	351,4	18,1	61,2	95,7	5,8	28,3	10,4	15,1	2,0
Dic	514,5	336,9	38,3	54,3	78,7	6,4	42,2	12,4	24,5	3,5
2003 Ene	670,0	433,5	4,7	74,9	148,7	8,2	.	.	.	.
Feb	579,6	361,1	18,2	65,0	126,9	8,4	.	.	.	.

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	0,2	400,8	274,1	9,2	67,5	47,9	1,9	0,2	2002 Feb
0,0	0,0	0,1	424,9	298,0	12,4	63,6	49,0	1,8	0,1	Mar
0,1	0,0	0,2	387,0	260,3	6,6	64,2	53,9	1,8	0,2	Abr
0,0	0,0	0,1	391,9	260,2	9,2	63,8	57,0	1,6	0,1	May
0,0	0,0	0,1	337,9	214,4	15,1	53,5	52,5	2,2	0,1	Jun
0,0	0,0	0,0	397,1	266,1	10,0	66,2	52,7	2,2	0,0	Jul
0,0	0,0	0,1	378,3	262,3	8,6	51,5	53,9	1,8	0,1	Ago
0,1	0,0	0,5	423,8	289,5	19,9	58,7	53,1	2,0	0,5	Sep
0,0	0,1	1,6	458,9	324,5	11,2	66,0	53,1	2,5	1,6	Oct
0,0	0,0	0,2	428,1	307,6	10,8	59,4	47,7	2,3	0,2	Nov
0,0	0,0	0,5	410,6	297,6	17,9	47,7	44,3	2,7	0,5	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
1,5	0,0	0,3	150,7	62,7	18,0	9,6	59,0	1,1	0,3	2002 Feb
0,8	0,2	0,3	168,4	65,5	21,5	6,1	69,5	5,5	0,3	Mar
3,3	0,0	0,7	137,9	49,1	25,3	9,3	48,5	4,9	0,7	Abr
2,0	0,0	5,3	153,1	47,2	26,1	10,6	57,2	6,6	5,3	May
0,1	0,1	0,7	152,6	58,2	31,3	8,1	51,4	3,0	0,7	Jun
0,9	0,1	0,3	125,9	40,8	19,6	6,6	49,1	9,5	0,3	Jul
0,3	0,1	0,5	66,2	31,3	5,1	2,4	25,5	1,4	0,5	Ago
0,7	0,2	5,5	145,7	57,6	24,1	4,5	51,1	2,7	5,5	Sep
0,2	0,0	1,3	118,9	43,9	15,9	1,2	52,2	4,4	1,3	Oct
0,0	0,0	0,5	132,4	54,1	22,3	3,8	48,0	3,6	0,5	Nov
0,4	0,0	0,8	146,1	51,7	44,9	10,1	34,8	3,7	0,8	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
1,5	0,0	0,5	551,5	336,8	27,2	77,1	106,9	3,0	0,5	2002 Feb
0,8	0,2	0,4	593,4	363,6	33,9	69,7	118,6	7,3	0,4	Mar
3,3	0,0	0,9	524,9	309,5	31,9	73,5	102,3	6,7	0,9	Abr
2,0	0,0	5,5	545,0	307,4	35,3	74,3	114,3	8,2	5,5	May
0,2	0,1	0,9	490,5	272,6	46,3	61,6	103,9	5,3	0,9	Jun
1,0	0,1	0,4	523,1	306,8	29,6	72,8	101,8	11,7	0,4	Jul
0,3	0,1	0,6	444,5	293,6	13,7	54,0	79,4	3,3	0,6	Ago
0,8	0,2	6,0	569,5	347,1	44,0	63,3	104,3	4,8	6,0	Sep
0,2	0,2	2,9	577,9	368,4	27,1	67,2	105,3	6,9	2,9	Oct
0,0	0,0	0,7	560,5	361,8	33,2	63,2	95,7	5,9	0,7	Nov
0,4	0,0	1,3	556,7	349,3	62,7	57,8	79,1	6,4	1,3	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

Cuadro 3.6 (cont.)

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

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

Emisiones netas

1. A corto plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	-0,4	-6,2	0,2	-2,2	7,8	0,0	1,7	1,1	-0,1	0,5
Mar	17,1	5,7	0,4	-1,1	12,4	-0,2	16,4	6,5	7,1	2,8
Abr	-7,1	-2,2	0,2	-4,5	-0,3	-0,3	-18,4	-8,1	-7,7	-2,6
May	19,5	7,6	-0,8	-2,7	15,5	0,0	0,3	0,1	0,5	-0,3
Jun	-2,1	-2,5	0,1	-8,1	8,3	0,0	12,9	3,0	8,8	1,0
Jul	11,0	7,2	0,3	4,1	-0,8	0,3	-10,1	-3,0	-5,2	-1,6
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	1,1	6,9	-0,7	24,0	8,6	13,5	1,4
Oct	8,5	7,5	0,2	0,8	-0,3	0,3	-14,2	-5,8	-9,2	-0,5
Nov	24,6	20,5	0,5	1,4	2,2	0,1	-2,3	-2,7	0,0	0,2
Dic	-43,1	-22,2	-0,4	-4,7	-15,9	0,1	13,2	2,3	9,8	0,9
2003 Ene	55,9	32,8	0,3	7,3	16,1	-0,6	.	.	.	.
Feb	22,9	4,4	1,4	3,2	13,2	0,6	.	.	.	.

2. A largo plazo

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	33,1	20,0	4,8	3,3	5,4	-0,4	6,2	3,5	3,3	0,9
Mar	52,7	23,0	6,0	0,4	18,7	4,6	13,5	2,4	10,8	1,7
Abr	40,5	8,2	10,1	5,5	12,0	4,6	15,4	2,7	10,5	0,5
May	51,0	12,9	11,2	5,3	16,1	5,5	18,0	3,6	6,7	2,8
Jun	36,1	13,8	4,6	3,5	11,7	2,5	18,5	7,4	13,7	-0,6
Jul	10,4	-4,6	6,8	2,4	-3,0	8,9	3,4	0,0	4,3	-0,3
Ago	4,5	-0,7	0,3	-1,9	5,9	0,9	-1,1	-0,6	-0,2	0,1
Sep	46,8	22,5	8,2	2,6	11,7	1,7	12,9	0,8	9,3	-1,5
Oct	24,3	-4,2	6,3	-0,9	19,3	3,7	0,1	0,8	1,5	-0,3
Nov	29,0	0,7	13,0	0,4	13,3	1,5	1,8	2,3	2,4	-0,3
Dic	-32,0	-14,1	30,4	2,9	-52,9	1,7	7,4	2,6	4,7	1,1
2003 Ene	27,1	-5,7	-0,9	6,6	23,1	4,0	.	.	.	.
Feb	46,1	9,8	12,4	4,1	14,5	5,4	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Feb	32,8	13,8	5,0	1,1	13,2	-0,4	7,8	4,6	3,2	1,3
Mar	69,8	28,7	6,4	-0,7	31,1	4,3	30,0	8,9	17,9	4,5
Abr	33,4	6,0	10,3	1,0	11,8	4,4	-3,0	-5,4	2,8	-2,1
May	70,6	20,5	10,4	2,6	31,6	5,5	18,3	3,7	7,2	2,5
Jun	34,0	11,4	4,7	-4,6	20,0	2,5	31,3	10,4	22,5	0,4
Jul	21,5	2,6	7,1	6,5	-3,9	9,2	-6,7	-3,0	-1,0	-1,9
Ago	13,8	0,9	0,5	-1,4	13,0	0,8	-0,6	-0,8	0,9	-0,1
Sep	57,8	26,6	8,0	3,7	18,6	1,0	37,0	9,4	22,7	-0,1
Oct	32,8	3,3	6,5	-0,1	19,1	4,0	-14,2	-5,1	-7,6	-0,8
Nov	53,6	21,2	13,5	1,7	15,5	1,6	-0,5	-0,4	2,4	-0,1
Dic	-75,1	-36,3	30,1	-1,8	-68,9	1,8	20,6	4,9	14,5	2,0
2003 Ene	83,0	27,1	-0,7	13,9	39,2	3,4	.	.	.	.
Feb	69,0	14,1	13,9	7,3	27,7	6,0	.	.	.	.

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

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

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,0	0,0	0,2	1,3	-5,2	0,1	-1,7	7,8	0,0	0,2	2002 Feb
0,0	0,0	0,0	33,5	12,2	7,5	1,7	12,4	-0,2	0,0	Mar
-0,1	0,0	0,1	-25,5	-10,3	-7,5	-7,1	-0,3	-0,3	0,1	Abr
0,0	0,0	-0,1	19,8	7,7	-0,3	-3,0	15,5	0,0	-0,1	May
0,0	0,0	0,1	10,7	0,5	8,9	-7,1	8,3	0,0	0,1	Jun
0,0	0,0	-0,2	1,0	4,2	-4,9	2,5	-0,8	0,3	-0,2	Jul
0,0	0,0	-0,1	9,9	1,3	1,3	0,3	7,1	0,0	-0,1	Ago
0,1	0,0	0,5	35,1	12,7	13,2	2,5	6,9	-0,7	0,5	Sep
-0,1	0,1	1,2	-5,7	1,7	-9,0	0,3	-0,3	0,5	1,2	Oct
0,0	0,0	0,2	22,3	17,8	0,5	1,5	2,1	0,1	0,2	Nov
-0,1	0,0	0,3	-29,9	-19,9	9,4	-3,8	-16,0	0,1	0,3	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,7	-0,3	-1,9	39,3	23,6	8,1	4,2	6,1	-0,7	-1,9	2002 Feb
0,1	0,0	-1,4	66,2	25,4	16,8	2,1	18,8	4,5	-1,4	Mar
1,8	0,0	-0,1	55,9	10,9	20,6	6,0	13,9	4,7	-0,1	Abr
0,9	0,0	4,1	69,1	16,5	17,9	8,1	17,0	5,5	4,1	May
-1,9	0,0	-0,3	54,6	21,3	18,3	3,0	9,8	2,5	-0,3	Jun
-0,1	0,0	-0,5	13,9	-4,6	11,1	2,1	-3,1	8,9	-0,5	Jul
0,3	0,0	-0,7	3,4	-1,3	0,0	-1,7	6,2	0,9	-0,7	Ago
0,7	0,0	3,7	59,7	23,4	17,5	1,1	12,4	1,7	3,7	Sep
-0,5	-0,1	-1,4	24,3	-3,4	7,9	-1,2	18,8	3,6	-1,4	Oct
-0,5	0,0	-2,0	30,8	3,0	15,4	0,0	12,9	1,5	-2,0	Nov
-0,4	-0,3	-0,3	-24,5	-11,5	35,1	4,0	-53,4	1,4	-0,3	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	Total	Bancos (incluidos bancos centrales)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,7	-0,4	-1,7	40,6	18,4	8,2	2,5	14,0	-0,7	-1,7	2002 Feb
0,1	0,0	-1,4	99,8	37,6	24,3	3,7	31,2	4,3	-1,4	Mar
1,8	0,0	0,0	30,4	0,6	13,1	-1,1	13,5	4,4	0,0	Abr
0,9	0,0	4,0	88,9	24,1	17,7	5,0	32,5	5,5	4,0	May
-1,8	0,0	-0,3	65,3	21,8	27,2	-4,2	18,2	2,6	-0,3	Jun
-0,1	0,0	-0,7	14,8	-0,4	6,1	4,6	-3,9	9,2	-0,7	Jul
0,3	0,0	-0,8	13,3	0,1	1,3	-1,4	13,3	0,8	-0,8	Ago
0,8	0,0	4,2	94,8	36,0	30,7	3,6	19,3	1,0	4,2	Sep
-0,6	0,1	-0,2	18,6	-1,7	-1,2	-0,9	18,5	4,1	-0,2	Oct
-0,5	0,0	-1,8	53,1	20,8	15,9	1,6	15,0	1,6	-1,8	Nov
-0,5	-0,3	0,1	-54,4	-31,4	44,6	0,2	-69,4	1,5	0,1	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2003 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

Cuadro 3.7

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

(tasas de variación interanuales)

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
	Índice dic 01 = 100						
	1	2	3	4	5	6	7
2002 Feb	2,1	104,8	-3,2	-21,7	5,7	7,4	55,3
Mar	2,3	107,4	-2,5	-16,3	4,1	7,5	48,8
Abr	0,5	106,9	-3,0	-18,0	1,3	4,4	36,1
May	3,8	110,0	2,1	-32,8	-8,3	10,5	27,8
Jun	4,5	109,4	0,4	-25,1	-15,2	16,7	50,8
Jul	5,3	111,4	3,8	-16,4	-14,0	14,6	-3,1
Ago	5,4	112,3	4,8	0,6	-18,0	15,2	-1,3
Sep	7,7	114,4	8,9	0,8	-17,0	16,3	-19,4
Oct	8,9	116,1	10,5	14,9	-18,5	17,9	-0,9
Nov	12,3	119,3	18,6	23,3	-14,6	15,6	-5,3
Dic	12,8	112,8	14,8	30,4	-10,4	19,3	-14,3
2003 Ene	15,3	121,1	17,6	28,9	-7,3	21,1	-16,0
Feb	19,0	124,7	22,0	60,3	-1,8	22,7	-0,2

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
	Índice dic 01 = 100						
	1	2	3	4	5	6	7
2002 Feb	7,7	101,3	6,7	31,9	23,4	3,7	21,6
Mar	7,8	102,2	7,5	30,6	15,8	4,0	23,7
Abr	7,9	102,9	7,4	32,1	16,3	3,8	25,4
May	7,9	103,8	8,0	32,7	14,4	3,5	29,6
Jun	7,5	104,3	7,7	30,2	12,9	3,1	31,7
Jul	7,0	104,6	6,7	27,1	11,7	3,1	36,6
Ago	6,8	104,6	6,5	26,5	8,9	3,3	34,3
Sep	7,3	105,4	7,0	27,3	11,7	3,6	31,2
Oct	7,2	105,8	6,3	26,6	12,2	3,9	30,0
Nov	6,9	106,3	5,7	26,8	7,7	4,3	29,3
Dic	5,9	105,9	5,0	24,6	6,8	2,9	29,7
2003 Ene	5,6	106,5	4,7	22,9	7,1	2,7	30,2
Feb	5,9	107,3	4,4	25,0	7,5	3,0	34,6

3. Total

	En todas las monedas						
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP
	Índice dic 01 = 100						
	1	2	3	4	5	6	7
2002 Feb	7,2	101,6	5,5	31,1	19,5	3,9	22,3
Mar	7,3	102,7	6,3	30,0	13,4	4,2	24,2
Abr	7,1	103,2	6,2	31,4	13,3	3,9	25,7
May	7,5	104,3	7,3	31,8	9,6	4,0	29,6
Jun	7,2	104,8	6,8	29,5	7,1	4,2	32,0
Jul	6,9	105,2	6,4	26,6	6,3	4,0	35,4
Ago	6,7	105,3	6,3	26,3	3,1	4,3	33,2
Sep	7,3	106,2	7,2	27,0	5,5	4,6	29,7
Oct	7,4	106,8	6,7	26,5	5,4	5,0	29,2
Nov	7,5	107,5	7,1	26,8	3,0	5,2	28,4
Dic	6,5	106,5	6,0	24,7	3,5	4,1	28,3
2003 Ene	6,5	107,8	6,1	22,9	4,3	4,1	29,0
Feb	7,1	108,8	6,3	25,3	5,7	4,6	33,7

Fuente: BCE.

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

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

En euros ²⁾							
Total		IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP	
Índice dic 01 = 100							
8	9						
2,4	105,7	-4,1	-21,7	4,5	8,0	58,5	2002 Feb
2,7	108,5	-2,9	-16,3	2,4	8,1	52,5	Mar
-0,2	107,3	-5,3	-18,0	-0,2	4,7	38,6	Abr
3,2	110,5	0,9	-32,8	-10,1	10,6	26,0	May
4,1	110,1	-0,9	-27,1	-16,6	16,5	51,6	Jun
5,0	111,9	3,5	-18,5	-15,6	14,5	-7,0	Jul
5,6	113,5	6,0	-1,8	-19,4	15,0	-7,0	Ago
7,7	115,3	9,0	-1,8	-18,1	16,7	-28,9	Sep
7,5	116,7	8,0	12,1	-20,3	18,1	-11,8	Oct
12,3	120,7	20,3	20,6	-15,9	15,9	-14,0	Nov
13,6	113,6	16,6	27,3	-11,4	20,3	-23,4	Dic
16,1	122,8	20,5	26,0	-8,2	21,1	-27,0	2003 Ene
19,7	126,5	25,2	57,4	-2,9	22,4	-9,0	Feb

En euros ²⁾								
Total		IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP		
	Índice dic 01 = 100							
8	9						10	
7,3	101,3	5,0	45,5	23,2	3,7	22,5	2002 Feb	
7,4	102,1	5,6	43,5	18,8	3,9	24,7	Mar	
7,5	102,7	5,6	44,7	19,4	3,8	26,5	Abr	
7,4	103,5	5,8	42,8	17,3	3,6	30,5	May	
7,0	104,1	5,7	39,4	15,8	3,2	32,7	Jun	
6,4	104,2	4,5	33,6	15,7	3,1	37,9	Jul	
6,3	104,3	4,4	32,5	12,8	3,3	35,3	Ago	
6,7	105,0	5,1	33,3	14,1	3,4	32,1	Sep	
6,5	105,4	4,3	31,0	14,7	3,9	29,7	Oct	
6,5	105,9	4,2	31,5	9,2	4,3	29,1	Nov	
5,4	105,4	3,5	29,2	8,3	2,8	29,2	Dic	
5,0	105,8	3,1	27,3	8,5	2,5	29,4	2003 Ene	
5,2	106,5	2,6	29,0	8,6	2,8	33,8	Feb	

En euros ²⁾													
Total	Índice dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AA PP							
8							9		10	11	12	13	14
6,8	101,6	4,1	44,2	18,6	4,1	23,2	2002 Feb						
6,9	102,6	4,7	42,4	14,9	4,3	25,2	Mar						
6,7	103,1	4,4	43,4	14,8	3,9	26,7	Abr						
7,0	104,1	5,3	41,3	10,7	4,2	30,4	May						
6,7	104,6	5,0	38,2	8,2	4,2	33,0	Jun						
6,3	104,9	4,4	32,8	8,3	4,1	36,6	Jul						
6,2	105,1	4,6	32,0	4,9	4,2	34,0	Ago						
6,8	105,9	5,5	32,9	6,3	4,5	30,3	Sep						
6,6	106,4	4,7	30,7	5,9	5,0	28,7	Oct						
7,0	107,2	5,8	31,4	3,3	5,3	27,9	Nov						
6,1	106,1	4,7	29,1	4,0	4,1	27,6	Dic						
6,0	107,3	4,9	27,3	4,8	4,0	28,0	2003 Ene						
6,5	108,3	4,8	29,2	6,2	4,3	32,7	Feb						

Cuadro 3.8

Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

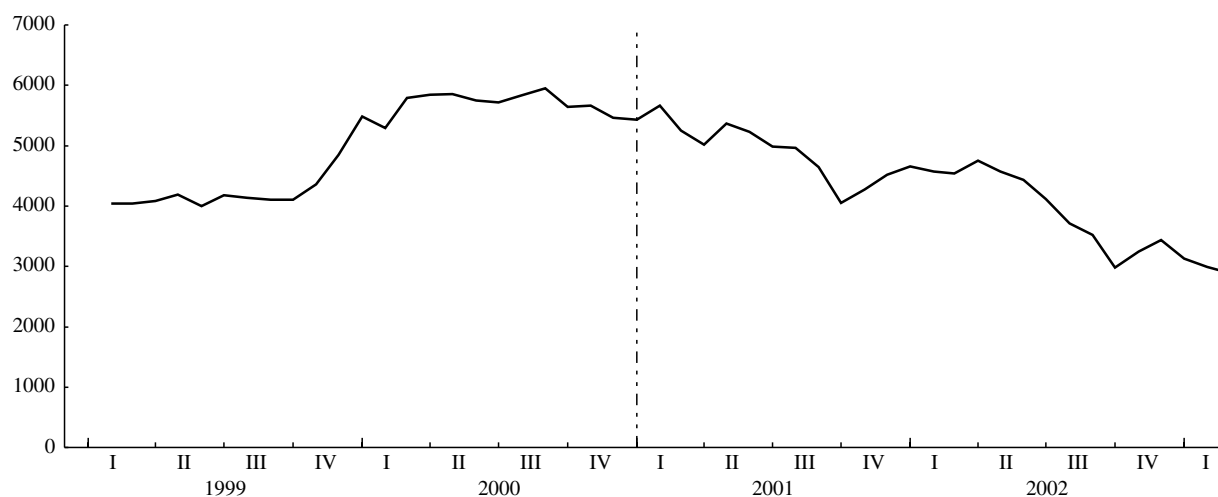
(mm de euros; saldo a fin de período; valores de mercado)

Saldos vivos

	Total	IFM	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4
2000 Feb	5.794,6	647,8	600,6	4.546,2
Mar	5.841,3	658,2	649,7	4.533,4
Abr	5.860,1	670,4	654,9	4.534,8
May	5.751,1	673,4	648,2	4.429,5
Jun	5.716,5	692,0	645,7	4.378,8
Jul	5.833,7	700,3	696,3	4.437,2
Ago	5.947,3	742,1	700,4	4.504,7
Sep	5.638,6	730,3	687,7	4.220,7
Oct	5.666,3	719,0	664,4	4.282,9
Nov	5.465,3	674,5	673,5	4.117,4
Dic	5.430,4	687,0	675,0	4.068,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>				
2001 Ene	5.667,2	762,2	706,3	4.198,7
Feb	5.247,9	710,1	661,6	3.876,2
Mar	5.020,1	686,3	620,4	3.713,5
Abr	5.364,4	715,3	643,4	4.005,6
May	5.233,9	697,9	627,0	3.909,0
Jun	4.984,1	676,5	635,1	3.672,5
Jul	4.959,8	647,0	572,4	3.740,4
Ago	4.650,3	643,2	576,6	3.430,5
Sep	4.052,5	535,7	485,3	3.031,5
Oct	4.277,9	551,5	497,7	3.228,7
Nov	4.522,8	587,5	512,0	3.423,2
Dic	4.652,5	617,3	511,1	3.524,1
2002 Ene	4.574,0	623,8	518,8	3.431,4
Feb	4.545,6	622,4	509,8	3.413,4
Mar	4.750,1	665,3	536,7	3.548,2
Abr	4.569,8	678,0	517,5	3.374,2
May	4.432,0	666,3	484,9	3.280,9
Jun	4.113,3	614,8	463,4	3.035,1
Jul	3.709,7	515,6	395,4	2.798,7
Ago	3.519,2	521,7	371,0	2.626,5
Sep	2.977,9	412,6	276,0	2.289,3
Oct	3.250,9	446,9	321,2	2.482,8
Nov	3.434,7	487,3	346,0	2.601,4
Dic	3.127,3	450,7	283,6	2.393,0
2003 Ene	2.993,8	425,8	261,1	2.306,9
Feb	2.900,3	425,5	270,7	2.204,1

Total saldo vivo

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



Fuente: BCE.

4 IAPC y otros precios en la zona del euro

Cuadro 4.1

Índice Armonizado de Precios de Consumo

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

1. Total índice y bienes y servicios

	Total		Bienes		Servicios		Total (d)		Bienes (d)	Servicios (d)
	Índice 1996 = 100		Índice 1996 = 100		Índice 1996 = 100		Índice 1996 = 100	Tasa varia- ción sobre período ant.	Índice 1996 = 100	Índice 1996 = 100
Ponderación sobre el total (%) ¹⁾	100,0	100,0	59,1	59,1	40,9	40,9	100,0	100,0	59,1	40,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	103,8	1,1	102,7	0,9	106,0	1,5	-	-	-	-
2000	106,0	2,1	105,3	2,5	107,5	1,5	-	-	-	-
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	108,5	2,3	107,7	2,3	110,2	2,5	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	109,5	1,7	113,6	3,1	-	-	-	-
2002 II	111,0	2,1	109,9	1,4	113,1	3,1	110,7	0,5	109,4	113,1
III	111,1	2,1	109,2	1,3	114,5	3,3	111,2	0,4	109,6	114,0
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	115,5
2002 May	111,1	2,0	110,0	1,3	113,2	3,3	110,8	0,2	109,4	113,3
Jun	111,1	1,9	109,7	1,0	113,5	3,2	110,8	0,0	109,3	113,5
Jul	111,0	2,0	108,9	1,2	114,5	3,2	110,9	0,1	109,4	113,8
Ago	111,0	2,1	108,9	1,4	114,6	3,3	111,2	0,2	109,6	114,1
Sep	111,3	2,1	109,7	1,4	114,2	3,2	111,4	0,3	109,9	114,3
Oct	111,6	2,3	110,1	1,8	114,2	3,1	111,7	0,2	110,1	114,6
Nov	111,5	2,3	110,0	1,8	114,2	3,1	111,7	0,0	109,9	114,8
Dic	112,0	2,3	110,2	1,9	115,2	3,0	111,9	0,2	110,1	115,1
2003 Ene	111,9	2,1	110,2	1,6	115,0	2,8	112,3	0,4	110,7	115,3
Feb	112,4	2,4	110,7	2,1	115,4	2,7	112,6	0,3	111,1	115,4
Mar.	113,1	2,4	111,7	2,2	115,6	2,6	113,0	0,3	111,5	115,7
Abr ²⁾	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Desglose de bienes y servicios

	Bienes						Servicios				
	Alimentos ³⁾			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunica- ciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados ³⁾	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía					
Ponderación sobre el total (%) ¹⁾	19,3	11,7	7,6	39,8	31,6	8,2	10,4	6,3	2,9	14,9	6,4
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
1999	0,6	0,9	0,0	1,0	0,7	2,4	1,8	2,1	-4,4	2,0	1,8
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	2,5	-7,1	2,4	2,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	3,2	-0,3	4,2	3,4
2002 II	2,9	3,2	2,5	0,7	1,6	-2,3	2,4	3,2	-0,2	4,2	3,4
III	2,3	2,9	1,4	0,8	1,3	-0,7	2,4	3,4	0,0	4,3	3,5
IV	2,3	2,7	1,7	1,6	1,2	2,9	2,5	3,0	-0,2	4,0	3,4
2003 I	2,0	3,2	0,2	2,0	0,7	7,0	2,4	3,2	-0,8	3,0	3,7
2002 May	2,7	3,2	2,1	0,6	1,6	-2,8	2,4	3,3	-0,1	4,5	3,5
Jun	2,3	3,1	1,2	0,4	1,5	-3,6	2,4	3,3	-0,1	4,3	3,4
Jul	2,2	3,0	1,0	0,7	1,3	-1,6	2,4	3,4	0,0	4,3	3,5
Ago	2,3	3,0	1,4	0,9	1,3	-0,3	2,4	3,6	-0,1	4,4	3,5
Sep	2,4	2,8	1,7	0,9	1,3	-0,2	2,4	3,2	0,1	4,3	3,4
Oct	2,3	2,7	1,7	1,5	1,2	2,6	2,4	3,0	0,1	4,3	3,3
Nov	2,4	2,6	2,0	1,5	1,3	2,4	2,5	3,2	-0,4	4,0	3,4
Dic	2,2	2,7	1,3	1,7	1,2	3,8	2,5	2,8	-0,5	3,8	3,5
2003 Ene	1,5	2,9	-0,6	1,7	0,6	6,0	2,5	3,3	-0,7	3,2	3,6
Feb	2,1	3,3	0,3	2,2	0,7	7,7	2,4	3,3	-0,9	3,0	3,7
Mar.	2,3	3,3	0,8	2,2	0,8	7,4	2,4	3,0	-0,7	2,8	3,7
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 mercancías

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Precios de producción industrial											Precios en el mercado mundial de materias primas ¹⁾		Precios del petróleo ²⁾ (euros por barril)
	Industria, excluida construcción ³⁾									Energía	Cons-truc-ción ⁴⁾			
	Total		Industria, excluidas construcción y energía											
	Índice, 1995=100		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo								
						Total	Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	101,4	1,1	0,6	0,2	0,3	1,1	0,6	1,2	3,2	1,3	0,8	10,7	14,6	17,0
1998	100,6	-0,8	0,2	-0,4	0,6	0,5	0,7	0,5	-5,2	0,3	-0,6	-21,0	-12,5	12,0
1999	100,2	-0,4	-0,6	-1,5	0,2	-0,1	0,7	-0,2	0,5	1,2	0,2	15,8	-5,9	17,1
2000	105,7	5,5	2,6	5,0	0,6	1,5	1,4	1,6	19,0	2,4	5,2	50,8	16,7	31,0
Ampliación de la zona del euro														
2001	108,2	2,2	1,9	1,2	1,1	3,0	1,8	3,1	2,7	2,1	1,2	-8,8	-7,6	27,8
2002	108,1	0,0	0,7	-0,2	1,0	1,3	1,6	1,3	-2,2	2,4	0,3	-3,2	-1,7	26,5
2002 I	107,5	-0,7	0,4	-1,5	1,2	1,7	1,9	1,6	-4,4	2,5	-0,5	-10,5	-3,6	24,6
II	108,1	-0,7	0,4	-0,7	1,1	1,0	1,7	0,9	-4,5	2,3	-0,3	-8,7	-5,5	27,8
III	108,3	0,0	0,8	0,3	0,9	1,1	1,4	1,1	-2,5	2,3	0,4	-4,2	-1,6	27,2
IV	108,6	1,3	1,1	1,0	0,9	1,4	1,3	1,4	2,9	2,7	1,5	14,0	4,4	26,5
2003 I	110,2	2,4	1,2	1,6	0,4	1,3	0,9	1,3	7,8	.	2,3	9,9	-5,0	28,4
2002 Abr	108,1	-0,5	0,4	-1,0	1,2	1,2	1,8	1,1	-3,4	-	-0,1	-1,2	-1,4	29,3
May	108,1	-0,7	0,3	-0,8	1,2	1,0	1,6	0,9	-4,6	-	-0,4	-9,5	-6,8	28,1
Jun	108,0	-0,8	0,4	-0,4	1,0	0,9	1,6	0,8	-5,4	-	-0,5	-14,9	-8,4	25,8
Jul	108,1	-0,2	0,7	0,1	0,9	1,1	1,3	1,0	-3,3	-	0,1	-10,2	-7,6	25,9
Ago	108,2	0,0	0,8	0,3	0,9	1,1	1,5	1,0	-2,4	-	0,4	-4,3	-1,3	27,0
Sep	108,5	0,2	0,9	0,5	0,9	1,3	1,5	1,3	-1,8	-	0,6	2,4	4,7	28,9
Oct	108,8	1,1	1,0	0,8	0,9	1,4	1,3	1,4	2,1	-	1,3	14,3	7,8	27,9
Nov	108,4	1,2	1,1	1,1	0,9	1,3	1,3	1,3	2,3	-	1,4	10,5	3,4	24,2
Dic	108,7	1,6	1,2	1,1	0,9	1,4	1,3	1,5	4,2	-	1,9	17,2	2,1	27,1
2003 Ene	109,8	2,3	1,1	1,4	0,6	1,3	1,0	1,3	6,9	-	2,1	16,9	-2,3	28,3
Feb	110,2	2,7	1,2	1,7	0,4	1,4	0,9	1,4	8,8	-	2,6	16,6	-4,5	29,8
Mar	110,5	2,4	1,2	1,7	0,4	1,2	0,7	1,3	7,6	-	2,3	-2,0	-8,1	27,2
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	-15,4	-7,5	22,9

2. Deflatores del producto interior bruto⁵⁾

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

	Total		Demanda interior				Exportaciones ⁶⁾	Importaciones ⁶⁾
	Índice, 1995 =100			Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
	15	16	17	18	19	20	21	22
1997	103,6	1,5	1,7	2,0	1,3	0,9	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	107,8	1,3	2,5	2,2	2,7	2,5	4,6	8,2
Ampliación de la zona del euro								
2001	110,8	2,4	2,2	2,4	2,4	2,0	1,5	0,8
2002	113,5	2,4	2,2	2,3	1,8	2,0	-0,7	-1,6
2001 II	110,7	2,5	2,6	2,8	2,7	2,1	2,5	2,6
III	111,0	2,3	2,1	2,4	2,2	2,1	0,7	0,0
IV	112,1	2,9	1,8	2,1	2,3	1,8	-0,4	-3,1
2002 I	112,7	2,6	2,3	2,5	2,0	2,1	-0,7	-1,8
II	113,2	2,3	2,0	2,1	1,7	2,2	-1,0	-2,0
III	113,9	2,6	2,1	2,2	1,9	1,8	-0,4	-2,0
IV	114,4	2,1	2,3	2,3	1,7	1,9	-0,7	-0,4

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

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

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

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

4) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

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

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

5 Indicadores de la economía real en la zona del euro

Cuadro 5.1

Cuentas nacionales¹⁾

PIB y componentes del gasto

1. Precios corrientes

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

	PIB								
	Total	Demanda interior					Saldo exterior ³⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1998	5.883,6	5.743,8	3.330,9	1.176,4	1.203,6	33,0	139,8	1.949,1	1.809,3
1999	6.150,1	6.048,6	3.507,1	1.230,0	1.291,8	19,7	101,5	2.052,1	1.950,6
2000	6.449,4	6.380,5	3.674,6	1.288,8	1.389,0	28,0	68,9	2.415,9	2.347,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.827,7	6.716,1	3.919,1	1.367,1	1.437,3	-7,4	111,6	2.551,7	2.440,1
2002	7.049,9	6.877,0	4.033,9	1.428,7	1.427,7	-13,3	173,0	2.564,3	2.391,4
2001 III	1.711,4	1.682,1	984,7	342,9	359,5	-5,0	29,3	633,9	604,6
IV	1.724,0	1.686,0	989,2	347,3	357,7	-8,2	37,9	629,5	591,6
2002 I	1.740,4	1.701,0	995,5	351,9	357,6	-4,0	39,4	625,7	586,3
II	1.755,5	1.713,4	1.002,8	356,2	355,1	-0,7	42,1	637,8	595,7
III	1.771,7	1.722,4	1.012,8	359,0	356,5	-5,9	49,3	650,4	601,1
IV	1.782,3	1.740,1	1.022,7	361,6	358,5	-2,7	42,2	650,4	608,2

2. Precios constantes

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

	PIB								
	Total	Demanda interior					Saldo exterior ³⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1998	5.667,3	5.544,8	3.186,3	1.142,2	1.191,0	25,4	122,5	1.938,8	1.816,2
1999	5.826,1	5.738,1	3.299,2	1.164,7	1.260,6	13,7	88,0	2.039,4	1.951,4
2000	6.029,4	5.904,1	3.382,0	1.187,7	1.321,9	12,4	125,3	2.295,4	2.170,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.223,2	6.073,9	3.519,8	1.227,6	1.338,9	-12,4	149,3	2.386,8	2.237,5
2002	6.274,7	6.086,7	3.542,6	1.259,9	1.303,8	-19,6	188,0	2.415,6	2.227,6
2001 III	1.557,6	1.517,2	881,6	307,4	333,8	-5,6	40,4	595,0	554,6
IV	1.554,7	1.515,4	882,1	309,5	330,9	-7,1	39,4	589,6	550,3
2002 I	1.561,2	1.516,7	880,7	312,4	328,6	-4,9	44,6	588,6	544,0
II	1.567,0	1.519,4	883,0	314,8	324,5	-2,9	47,6	600,6	553,1
III	1.572,2	1.521,5	887,5	315,9	325,1	-7,0	50,7	613,0	562,4
IV	1.574,3	1.529,1	891,4	316,8	325,6	-4,7	45,2	613,3	568,1

(tasas de variación interanuales)

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

Fuente: Eurostat.

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

2) Incluyendo adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

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

Valor añadido por ramas de actividad

3. Precios corrientes

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

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFIM ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y de servicios empresariales	Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1998	5.471,0	138,7	1.276,8	295,4	1.139,8	1.441,3	1.179,0	202,2	614,8
1999	5.689,1	136,0	1.293,3	310,7	1.191,3	1.527,3	1.230,6	201,6	662,7
2000	5.972,6	136,9	1.347,3	326,5	1.261,1	1.619,9	1.280,9	212,1	688,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	6.343,5	151,7	1.412,0	347,3	1.356,5	1.719,0	1.357,0	232,3	716,4
2002	6.545,2	155,3	1.427,8	358,2	1.392,3	1.789,6	1.421,9	237,7	742,4
2001 III	1.591,1	38,5	353,4	87,2	340,8	430,7	340,5	58,6	178,9
IV	1.603,4	38,8	350,5	88,4	342,9	437,9	344,9	59,1	179,7
2002 I	1.616,0	39,0	352,8	89,4	344,4	440,6	349,7	59,1	183,6
II	1.630,7	38,6	356,9	89,0	346,7	445,9	353,6	58,9	183,7
III	1.643,9	39,0	359,5	89,5	349,1	449,7	357,2	59,2	187,0
IV	1.654,5	38,8	358,6	90,3	352,0	453,4	361,5	60,5	188,3

4. Precios constantes

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

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFIM ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y de servicios empresariales	Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios		
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1998	5.319,6	142,3	1.256,7	291,9	1.114,3	1.388,4	1.126,1	222,4	570,2
1999	5.462,1	146,0	1.268,3	299,2	1.164,1	1.441,0	1.143,5	231,2	595,3
2000	5.666,9	145,6	1.319,0	306,2	1.220,5	1.507,7	1.167,9	247,6	610,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	5.864,7	151,8	1.348,5	310,9	1.282,3	1.569,0	1.202,3	264,7	623,2
2002	5.928,9	152,5	1.352,6	307,1	1.299,6	1.590,8	1.226,3	271,5	617,3
2001 III	1.468,6	38,2	337,0	77,7	321,0	393,8	301,0	66,3	155,3
IV	1.467,0	38,2	332,8	77,9	321,4	394,4	302,3	67,2	154,9
2002 I	1.473,9	38,2	336,1	77,5	322,6	395,2	304,2	67,0	154,4
II	1.481,2	38,1	338,7	76,7	324,1	397,7	305,9	67,4	153,1
III	1.485,3	38,2	339,5	76,5	325,6	398,5	307,0	68,1	154,9
IV	1.488,4	38,0	338,3	76,3	327,3	399,3	309,2	69,0	154,9

(tasas de variación interanuales)

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

Fuente: Eurostat.

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

Cuadro 5.2

Otros indicadores de la economía real¹⁾

1. Producción industrial

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Total	Industria, excluida construcción ²⁾									Construcción	Manufacturas
		Total			Industria, excluidas construcción y energía					Energía		
		Índice (d) 1995 = 100		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	2,0	111,4	1,9	2,0	1,9	2,5	1,5	1,4	1,6	0,9	3,9	2,0
2000	4,9	117,4	5,4	5,8	5,8	9,0	2,0	6,2	1,2	1,9	2,1	5,7
Ampliación de la zona del euro												
2001	0,2	118,0	0,4	0,2	-0,7	1,5	0,3	-1,7	0,7	1,0	0,0	0,3
2002	-0,7	117,2	-0,6	-0,7	0,3	-2,2	-0,7	-5,4	0,2	0,7	-0,3	-0,7
2002 I	-2,4	116,7	-2,8	-3,3	-2,1	-6,5	-1,4	-7,0	-0,1	1,5	1,8	-3,6
II	-1,1	117,1	-0,7	-0,9	0,0	-2,3	-1,1	-6,3	0,0	2,2	-0,4	-0,8
III	-0,2	117,6	0,0	-0,2	1,1	-1,3	-1,2	-4,6	-0,5	1,1	0,2	-0,1
IV	0,7	117,6	1,2	1,6	2,4	1,5	0,7	-3,7	1,6	-1,6	-2,3	1,6
2003 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 May	-1,7	117,0	-1,0	-1,3	0,2	-4,1	-0,6	-7,2	0,8	2,4	-2,0	-1,4
Jun	-1,0	117,5	-0,5	-1,0	-0,6	-1,0	-1,8	-5,4	-1,1	3,8	-1,1	-0,9
Jul	0,2	117,7	0,6	0,3	1,5	-0,3	-1,0	-2,3	-0,7	2,2	0,1	0,4
Ago	-0,8	117,6	-0,8	-1,0	0,0	-1,5	-1,9	-9,3	-0,7	0,9	0,6	-0,8
Sep	-0,2	117,5	0,1	-0,1	1,7	-2,1	-0,8	-3,6	-0,2	0,1	0,0	0,0
Oct	0,3	117,8	1,2	0,9	1,5	0,4	0,4	-3,3	1,2	3,4	-3,5	1,0
Nov	2,1	118,4	2,7	3,5	4,2	4,2	2,0	-1,6	2,7	-1,8	-1,5	3,5
Dic	-0,3	116,7	-0,4	0,4	1,4	0,1	-0,5	-6,7	0,8	-5,4	-1,7	0,3
2003 Ene	0,3	118,0	1,3	1,1	2,4	1,3	-1,2	-4,0	-0,6	1,0	2,3	1,1
Feb	0,6	118,5	2,0	1,0	1,1	3,0	-1,0	-4,9	-0,2	8,0	-1,3	1,0
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Ventas al por menor (d)									Nuevas matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes		Precios constantes								
	Total		Total		Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios	Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar	Miles ³⁾ (d)		
	Índice 1995 = 100		Índice 1995 = 100								
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1999	111,4	3,1	107,3	2,4	2,8	2,3	1,1	2,6	973	5,4	
2000	115,9	4,1	109,7	2,3	2,0	2,2	1,7	4,5	953	-2,1	
Ampliación de la zona del euro											
2001	121,0	4,2	111,2	1,4	1,5	1,3	1,1	-0,4	968	-0,8	
2002	123,3	1,9	111,4	0,1	0,7	-0,2	-0,9	-2,0	926	-4,3	
2002 I	122,5	2,6	111,3	0,4	0,8	-0,3	0,0	-2,1	920	-4,3	
II	122,9	1,8	111,0	-0,2	0,3	0,0	-1,4	-2,2	911	-7,7	
III	123,8	1,7	111,8	0,5	0,9	0,3	-1,5	-0,9	919	-4,8	
IV	123,9	1,5	111,4	-0,1	0,9	-0,7	-0,8	-2,9	953	0,2	
2003 I	.	.	.	.	.	.	.	.	898	-2,6	
2002 May	122,6	1,4	111,3	0,2	0,8	0,1	-3,0	-1,5	908	-7,8	
Jun	123,0	1,3	110,9	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	-2,8	927	-7,6	
Jul	123,3	1,6	111,7	0,8	0,8	0,7	0,5	0,1	899	-7,1	
Ago	124,1	2,0	112,2	0,5	1,4	0,2	-0,1	-2,1	925	-4,1	
Sep	123,8	1,4	111,5	0,1	0,5	0,1	-4,8	-0,6	932	-2,6	
Oct	124,7	3,3	112,2	1,7	1,9	1,6	4,8	-1,7	931	-3,3	
Nov	123,5	0,8	111,3	-0,9	1,0	-1,6	-5,0	-3,5	945	-1,2	
Dic	123,6	0,4	110,6	-1,2	-0,2	-1,9	-1,9	-3,4	983	6,1	
2003 Ene	125,9	3,3	113,2	2,4	4,1	1,4	2,5	-0,5	887	-5,3	
Feb	125,9	2,6	112,2	0,7	2,4	0,1	-1,7	-0,9	897	-3,5	
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	910	0,6	

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

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

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

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

Cuadro 5.3

Encuestas de opinión de la Comisión Europea¹⁾

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

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

	Indicador de clima económico ³⁾ (índice 1995=100)	Industria manufacturera					Indicador confianza de los consumidores				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva ⁴⁾ (porcentaje)	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1999	101,2	-7	-16	12	6	82,3	-3	3	-4	11	1
2000	103,7	5	3	5	16	84,4	1	4	1	1	2
2001	100,8	-8	-14	13	1	83,1	-5	2	-10	14	2
2002	99,0	-12	-25	12	3	81,2	-11	-1	-12	26	-3
2002 I	99,1	-14	-26	14	-1	81,1	-10	0	-12	28	0
II	99,4	-11	-25	12	4	81,1	-8	-1	-9	22	-3
III	98,9	-12	-27	11	4	81,3	-10	-1	-11	26	-3
IV	98,6	-10	-23	11	3	81,4	-14	-3	-15	30	-8
2003 I	98,1	-11	-24	10	1	81,1	-19	-5	-23	39	-9
2002 Abr	99,2	-11	-26	12	4	81,2	-9	-1	-10	23	-3
May	99,5	-10	-23	11	4	-	-8	-1	-8	22	-2
Jun	99,4	-11	-25	12	4	-	-8	0	-8	22	-3
Jul	99,1	-11	-26	11	4	81,0	-10	-1	-10	26	-4
Ago	98,7	-12	-30	10	4	-	-11	-1	-12	27	-4
Sep	99,0	-12	-26	12	3	-	-9	-1	-10	24	-2
Oct	98,8	-11	-25	10	3	81,5	-12	-2	-12	27	-7
Nov	98,4	-11	-23	12	2	-	-14	-4	-15	30	-7
Dic	98,6	-9	-22	10	4	-	-16	-4	-19	33	-9
2003 Ene	98,2	-10	-23	10	2	81,3	-18	-5	-21	36	-9
Feb	98,4	-11	-23	11	2	-	-19	-5	-23	39	-9
Mar	97,8	-12	-25	10	-1	-	-21	-6	-26	42	-9
Abr	97,9	-13	-28	10	-1	80,9	-19	-5	-22	40	-9

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

(saldos netos²⁾, desestacionalizados)

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

Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

1) Los datos corresponden al Euro 12.

2) Diferencia entre 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 son 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 laboral ¹⁾

1. Ocupados

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

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones		Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Servicios financieros, a empresas, alquileres y actividades inmobiliarias	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
Ponderación sobre el total (%) ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	19,3	7,0	25,2	14,2	29,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	122,334	1,8	1,9	0,9	-1,3	1,0	0,1	2,0	5,3	1,6
1999	124,585	1,8	2,3	-0,6	-2,5	-0,2	1,9	2,3	5,6	1,9
2000	127,345	2,2	2,5	0,8	-1,5	0,6	1,7	3,1	5,8	1,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	133,077	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,3	0,4	1,6	3,8	1,3
2002	133,654	0,4	0,6	-0,6	-2,0	-1,2	-1,1	0,7	1,9	1,4
2001 IV	133,458	0,8	1,1	-0,4	-1,3	-0,5	-0,4	1,2	2,9	1,1
2002 I	133,599	0,7	0,9	-0,3	-2,0	-1,0	-0,8	1,5	2,2	1,3
II	133,645	0,5	0,7	-0,7	-1,9	-1,2	-1,0	0,9	2,0	1,4
III	133,640	0,3	0,5	-0,8	-1,8	-1,2	-1,4	0,3	1,7	1,5
IV	133,733	0,2	0,3	-0,6	-2,2	-1,4	-1,3	0,2	1,6	1,4

2. Parados

(tasas desestacionalizadas)

	Total		Por edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
			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
1999	12,247		9,3	9,431	8,2	2,815	18,0	5,901	7,8	6,345
2000	11,104		8,4	8,555	7,3	2,549	16,2	5,286	7,0	5,818
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	11,026		8,0	8,506	7,0	2,521	15,6	5,295	6,7	5,731
2002	11,522		8,3	8,942	7,3	2,580	16,1	5,693	7,2	5,829
2002 I	11,279		8,1	8,734	7,1	2,545	15,8	5,513	7,0	5,766
II	11,447		8,2	8,871	7,2	2,575	16,0	5,642	7,1	5,805
III	11,591		8,3	9,004	7,3	2,587	16,1	5,749	7,2	5,841
IV	11,770		8,4	9,149	7,4	2,621	16,4	5,868	7,4	5,902
2003 I	12,069		8,6	9,364	7,6	2,705	16,9	6,037	7,6	6,032
2002 Mar	11,330		8,2	8,775	7,1	2,555	15,9	5,552	7,0	5,779
Abr	11,360		8,2	8,810	7,2	2,550	15,9	5,576	7,0	5,784
May	11,451		8,2	8,882	7,2	2,568	16,0	5,647	7,1	5,804
Jun	11,529		8,3	8,921	7,2	2,608	16,2	5,702	7,2	5,827
Jul	11,561		8,3	8,972	7,3	2,589	16,1	5,726	7,2	5,835
Ago	11,590		8,3	9,002	7,3	2,588	16,1	5,750	7,2	5,840
Sep	11,621		8,3	9,036	7,3	2,585	16,1	5,771	7,3	5,850
Oct	11,680		8,4	9,087	7,4	2,593	16,2	5,811	7,3	5,869
Nov	11,774		8,4	9,150	7,4	2,623	16,4	5,870	7,4	5,904
Dic	11,855		8,5	9,209	7,5	2,645	16,5	5,922	7,4	5,932
2003 Ene	11,967		8,6	9,286	7,5	2,680	16,7	5,981	7,5	5,986
Feb	12,077		8,6	9,368	7,6	2,709	16,9	6,043	7,6	6,033
Mar	12,163		8,7	9,437	7,6	2,727	17,0	6,086	7,6	6,078

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

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

2) En el año 2002.

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

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

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

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

	Total		Por ramas de actividad					
	Índice 1995=100		Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Industria manufacturera, energía e industrias extractivas	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Servicios financieros, a empresas, alquileres y actividades inmobiliarias	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Índices de costes laborales ¹⁾								
2000	104,3	1,3	1,5	-0,3	2,0	0,0	4,1	1,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	107,2	2,7	3,2	1,7	4,1	1,5	4,1	2,8
2002	109,6	2,2	.	.	.	.	.	.
2001 IV	108,8	3,3	3,0	3,2	3,4	2,6	3,8	3,1
2002 I	109,2	3,4	6,2	3,0	3,7	3,4	3,8	2,8
II	109,3	2,2	0,2	0,7	2,8	2,3	2,4	2,1
III	109,6	1,8	-0,2	0,7	2,5	1,5	2,5	1,8
IV	110,2	1,3	.	.	.	.	.	.
Compensación por empleado								
2000	110,2	2,5	2,8	3,0	2,6	1,7	3,0	2,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	113,7	2,8	2,5	2,4	3,0	2,5	2,9	3,0
2002	116,6	2,6	.	.	.	.	.	.
2001 IV	114,9	3,0	3,6	2,3	3,3	2,8	2,9	3,5
2002 I	115,7	3,1	9,7	2,4	4,3	2,9	3,2	3,2
II	116,2	2,4	3,4	2,4	2,6	2,6	1,9	2,7
III	116,9	2,4	1,5	2,7	2,3	2,7	2,0	2,3
IV	117,6	2,4	.	.	.	.	.	.
Productividad del trabajo ²⁾								
2000	105,7	1,2	1,2	3,3	0,6	1,7	-1,1	0,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	106,0	0,1	-0,7	0,8	-1,0	1,0	-1,1	0,1
2002	106,4	0,4	2,5	1,5	-0,1	0,6	-0,5	0,6
2001 IV	105,6	-0,3	0,6	-0,8	-0,1	0,2	-0,9	0,4
2002 I	106,0	-0,3	3,3	-0,6	0,6	-0,5	-0,6	0,4
II	106,3	0,2	3,2	1,7	-0,2	0,3	-0,5	0,6
III	106,7	0,6	1,8	2,0	-0,1	1,1	-0,5	0,5
IV	106,7	1,1	1,8	3,1	-0,8	1,6	-0,4	0,9

4. Indicadores de costes laborales por hora

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Total ³⁾		Por componentes		Por algunas ramas de actividad		
	Índice (d) 1995=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	109,9	3,2	3,4	2,3	3,2	3,9	3,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>							
2001	113,7	3,4	3,6	2,7	3,2	4,0	3,2
2002	117,8	3,6	3,7	3,3	3,4	4,1	3,6
2001 IV	115,2	3,4	3,6	2,9	3,0	4,4	3,7
2002 I	116,4	4,0	4,2	3,4	3,8	5,0	4,0
II	117,2	3,4	3,4	3,3	3,0	3,7	3,6
III	118,3	3,5	3,5	3,2	3,3	3,9	3,4
IV	119,4	3,6	3,6	3,4	3,6	3,7	3,3

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 economía, excluyendo 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 financieros¹⁾

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

Saldos vivos

1. Principales activos financieros²⁾

	Efectivo y depósitos									Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro ³⁾
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM ⁴⁾	
			Total	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 IV	4.825,9	323,4	4.211,2	1.282,9	1.463,3	1.386,3	78,6	149,8	141,5	215,3
1999 I	4.676,1	318,6	4.075,8	1.239,1	1.464,6	1.306,2	66,0	133,4	148,3	243,9
II	4.702,4	324,8	4.114,2	1.321,8	1.418,3	1.315,7	58,4	125,0	138,4	242,7
III	4.713,7	328,3	4.112,8	1.324,6	1.416,5	1.313,1	58,7	133,3	139,4	238,6
IV	4.859,9	350,8	4.215,1	1.370,9	1.457,7	1.323,5	63,0	142,0	152,0	229,7
2000 I	4.837,9	335,5	4.222,3	1.379,6	1.462,5	1.303,3	76,8	130,2	150,0	260,5
II	4.894,9	342,0	4.256,9	1.409,7	1.485,7	1.282,6	78,9	146,0	150,0	247,1
III	4.915,1	339,8	4.266,5	1.396,9	1.524,0	1.263,7	81,9	159,2	149,6	253,9
IV	5.030,3	348,4	4.361,6	1.464,4	1.542,4	1.269,1	85,6	164,5	155,9	230,1
Ampliación de la zona del euro										
2001 I	5.140,9	336,3	4.494,1	1.446,1	1.620,9	1.314,6	112,6	150,3	160,1	259,6
II	5.238,8	333,0	4.579,2	1.526,1	1.616,7	1.321,1	115,3	165,5	161,0	268,8
III	5.226,7	309,6	4.609,0	1.547,9	1.605,2	1.333,7	122,2	147,8	160,2	265,6
IV	5.362,7	239,7	4.816,3	1.690,3	1.613,0	1.396,3	116,7	139,0	167,6	297,7
2002 I	5.363,9	254,3	4.774,3	1.637,4	1.604,8	1.413,0	119,1	157,5	177,8	300,5
II	5.448,7	285,8	4.827,6	1.703,6	1.593,8	1.412,5	117,6	155,0	180,3	277,7
III	5.461,9	306,7	4.827,4	1.699,6	1.585,8	1.423,3	118,8	146,3	181,4	289,0
IV	.	341,3	4.963,2	1.790,0	1.592,3	1.467,7	113,1	136,4	.	.

	Valores distintos de acciones			Acciones ⁵⁾				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1998 IV	1.532,7	155,6	1.377,1	3.762,2	2.252,5	1.509,7	168,1	2.630,2	2.353,0	277,2
1999 I	1.583,9	136,7	1.447,3	4.042,1	2.423,7	1.618,4	194,9	2.686,3	2.403,5	282,8
II	1.502,5	126,7	1.375,8	4.164,3	2.447,0	1.717,4	211,4	2.755,8	2.468,9	286,9
III	1.512,7	114,3	1.398,5	4.081,3	2.356,5	1.724,9	210,0	2.797,9	2.507,1	290,8
IV	1.595,6	166,3	1.429,2	4.822,5	3.002,5	1.820,0	204,2	2.943,0	2.648,9	294,1
2000 I	1.590,9	183,1	1.407,8	4.887,4	2.969,2	1.918,2	214,9	3.061,4	2.760,6	300,8
II	1.619,2	189,7	1.429,5	4.800,0	2.908,0	1.892,0	204,6	3.108,1	2.803,5	304,6
III	1.697,2	207,6	1.489,6	4.843,3	2.938,1	1.905,3	204,1	3.163,1	2.854,5	308,6
IV	1.777,9	226,5	1.551,4	4.867,1	3.009,0	1.858,1	200,2	3.193,0	2.885,7	307,3
Ampliación de la zona del euro										
2001 I	1.916,5	315,3	1.601,2	4.543,6	2.725,1	1.818,6	223,7	3.243,7	2.930,5	313,2
II	1.910,1	268,4	1.641,7	4.519,1	2.669,7	1.849,4	232,2	3.302,6	2.987,2	315,4
III	1.938,1	263,4	1.674,7	4.039,1	2.312,0	1.727,0	253,0	3.277,8	2.958,7	319,2
IV	1.948,0	251,9	1.696,1	4.384,0	2.566,1	1.817,9	259,9	3.373,1	3.049,9	323,3
2002 I	2.019,4	292,0	1.727,4	4.462,0	2.611,1	1.851,0	290,4	3.409,7	3.077,2	332,4
II	2.046,2	254,2	1.792,0	4.077,5	2.324,0	1.753,6	292,8	3.429,2	3.093,0	336,2
III	2.108,5	277,2	1.831,3	3.480,7	1.765,4	1.715,3	310,1	3.455,7	3.116,2	339,5
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: BCE.

1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).

2) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. 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.

Cuadro 6.1 (cont.)
Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros¹⁾
(mm de euros; sin desestacionalizar; fin de período)
Saldos vivos
2. Principales pasivos²⁾

	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario ³⁾
	Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ⁴⁾			
		de las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo ⁵⁾	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	
1998 IV	6.221,7	5.663,5	909,9	36,0	873,9	2.597,3	902,9	1.694,4	2.714,5	240,8	2.473,8	151,3
1999 I	6.253,6	5.682,7	900,8	36,3	864,5	2.592,5	921,3	1.671,1	2.760,3	251,8	2.508,5	156,8
II	6.417,4	5.817,5	898,2	39,0	859,3	2.684,6	964,2	1.720,4	2.834,5	255,6	2.578,9	183,3
III	6.485,3	5.886,6	883,4	37,9	845,5	2.699,6	943,7	1.755,9	2.902,4	255,4	2.647,0	191,4
IV	6.658,7	6.039,5	898,8	42,1	856,7	2.791,8	979,8	1.811,9	2.968,2	264,1	2.704,1	201,4
2000 I	6.803,7	6.156,4	889,5	41,1	848,3	2.890,3	1.038,0	1.852,3	3.024,0	265,6	2.758,4	221,1
II	6.952,9	6.262,2	885,5	42,0	843,5	2.990,4	1.090,7	1.899,7	3.077,0	274,4	2.802,7	219,7
III	7.098,2	6.379,6	866,1	39,9	826,2	3.098,4	1.152,4	1.946,0	3.133,7	275,9	2.857,7	252,3
IV	7.262,0	6.500,5	881,9	42,0	839,9	3.196,6	1.167,3	2.029,3	3.183,4	281,0	2.902,4	245,2
Ampliación de la zona del euro												
2001 I	7.456,2	6.671,7	897,6	41,8	855,8	3.322,3	1.244,0	2.078,3	3.236,3	279,3	2.957,0	257,3
II	7.561,6	6.762,2	881,8	42,1	839,6	3.394,0	1.266,4	2.127,6	3.285,8	285,2	3.000,6	279,2
III	7.633,6	6.805,2	875,5	45,1	830,4	3.434,5	1.244,6	2.189,9	3.323,7	280,7	3.042,9	249,7
IV	7.748,2	6.897,7	901,9	50,6	851,3	3.474,1	1.227,4	2.246,7	3.372,3	282,1	3.090,1	268,7
2002 I	7.821,2	6.960,5	905,9	53,3	852,6	3.509,6	1.224,6	2.285,0	3.405,7	277,7	3.128,0	285,5
II	7.903,7	7.017,6	879,0	53,5	825,5	3.549,6	1.209,3	2.340,3	3.475,2	288,5	3.186,7	252,1
III	7.945,6	7.053,0	869,0	54,8	814,2	3.555,3	1.191,1	2.364,2	3.521,3	284,5	3.236,8	247,6
IV	.	7.126,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores distintos de acciones emitidos por												
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			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	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo					
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
1998 IV	3.924,3	3.591,8	468,0	3.123,9	332,4	55,0	277,4	2.817,3	140,3	217,2		
1999 I	3.970,3	3.635,6	466,6	3.169,1	334,6	65,9	268,7	2.964,9	146,9	219,6		
II	3.953,5	3.612,8	459,0	3.153,8	340,7	66,5	274,2	3.087,2	136,6	221,9		
III	3.932,7	3.578,3	449,1	3.129,2	354,5	74,9	279,6	3.012,8	137,6	224,2		
IV	3.899,3	3.534,5	420,9	3.113,6	364,8	78,2	286,7	4.193,3	149,8	226,5		
2000 I	3.953,7	3.586,2	425,3	3.160,9	367,5	78,6	288,9	4.533,4	147,6	228,4		
II	3.987,8	3.608,1	426,0	3.182,1	379,6	88,8	290,8	4.378,8	147,6	230,2		
III	4.020,0	3.621,0	422,0	3.199,0	399,0	95,5	303,6	4.220,7	147,2	232,1		
IV	4.066,8	3.648,0	400,7	3.247,3	418,8	101,0	317,8	4.068,3	153,7	233,9		
Ampliación de la zona del euro												
2001 I	4.243,6	3.787,5	429,8	3.357,7	456,1	111,9	344,2	3.713,5	154,7	236,1		
II	4.293,0	3.811,9	441,6	3.370,3	481,1	122,9	358,2	3.672,5	155,2	238,3		
III	4.377,8	3.879,6	450,3	3.429,4	498,2	136,9	361,2	3.031,5	155,4	240,5		
IV	4.389,8	3.874,4	434,3	3.440,1	515,4	135,7	379,8	3.524,1	165,5	240,0		
2002 I	4.445,9	3.924,8	446,7	3.478,1	521,1	140,9	380,2	3.548,2	174,8	242,4		
II	4.535,6	4.020,3	481,8	3.538,5	515,3	126,5	388,8	3.035,1	176,1	244,8		
III	4.643,8	4.113,5	479,6	3.634,0	530,2	133,9	396,3	2.289,3	177,2	247,2		
IV	.	.	.	.	.	.	.	2.393,0	.	.		

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

5) Incluidos todos los préstamos de las IFM de la zona del euro a la Administración Central.

Operaciones

1. Principales activos financieros¹⁾

	Efectivo y depósitos									Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro ²⁾
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros ³⁾ distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM ⁴⁾	
			Total	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 IV	148,5	11,6	137,0	98,1	13,0	44,8	-18,9	-6,6	6,5	-24,5
1999 I	-40,3	-5,2	-37,7	-19,4	-15,7	10,1	-12,7	-4,2	6,8	23,4
II	22,0	6,2	34,2	81,3	-48,9	9,4	-7,6	-8,4	-9,9	-4,3
III	12,9	3,5	0,2	3,5	-1,1	-2,6	0,3	8,3	1,0	-2,8
IV	138,7	22,3	95,1	44,2	36,4	10,3	4,2	8,7	12,7	-14,2
2000 I	-28,9	-15,3	0,4	6,1	0,9	-20,4	13,7	-11,9	-2,1	26,1
II	52,6	6,7	30,0	31,9	17,8	-21,8	2,1	15,8	0,1	-12,8
III	6,4	-2,2	-4,2	-17,3	28,8	-18,5	2,9	13,3	-0,5	-1,7
IV	128,4	8,6	108,3	71,4	27,3	5,7	3,8	5,3	6,3	-16,7
Ampliación de la zona del euro										
2001 I	-17,3	-19,8	13,9	-34,4	42,6	-6,1	11,8	-15,6	4,2	13,6
II	94,6	-3,3	81,8	77,1	-4,3	6,3	2,7	15,1	0,9	4,8
III	6,4	-23,4	48,3	25,4	3,0	13,0	7,0	-17,7	-0,8	3,4
IV	138,6	-69,9	209,9	142,3	10,6	62,5	-5,4	-8,8	7,4	12,2
2002 I	3,6	14,6	-40,2	-53,4	-4,1	14,9	2,3	19,0	10,2	1,9
II	104,8	31,5	73,2	72,2	0,9	1,7	-1,7	-2,5	2,5	-9,2
III	11,3	20,9	0,6	-4,4	-7,3	10,6	1,7	-12,5	2,3	9,1
IV	.	34,6	134,7	83,6	11,9	44,8	-5,6	-9,8	.	.

	Valores distintos de acciones			Acciones ⁵⁾				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participacio- nes en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para sinistros
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1998 IV	-15,4	-2,3	-13,1	72,8	53,6	19,1	-15,4	51,7	50,0	1,8
1999 I	32,8	-13,1	45,9	105,3	3,9	101,3	4,3	63,6	57,7	5,8
II	-41,0	-11,9	-29,0	154,1	69,7	84,4	15,4	52,9	48,7	4,2
III	-3,3	-13,0	9,7	90,1	49,7	40,4	-2,1	55,7	51,6	4,1
IV	90,1	50,4	39,6	-17,0	15,7	-32,6	-12,6	73,9	70,5	3,5
2000 I	13,2	25,9	-12,7	-18,4	-65,2	46,7	13,6	79,6	72,9	6,7
II	41,2	4,4	36,8	56,4	38,1	18,4	-7,4	55,9	52,0	3,9
III	81,0	20,4	60,6	105,0	98,4	6,6	-1,3	56,0	52,0	4,0
IV	24,1	6,5	17,6	179,8	142,6	37,2	-5,0	60,0	61,2	-1,2
Ampliación de la zona del euro										
2001 I	133,2	89,4	43,8	45,3	-2,4	47,7	21,9	60,9	55,0	5,9
II	-4,7	-41,7	37,1	41,0	38,7	2,3	3,4	55,6	53,3	2,2
III	36,0	-4,9	40,9	54,9	28,2	26,7	14,1	50,8	47,1	3,7
IV	-0,1	-16,7	16,6	11,7	-13,6	25,3	2,9	68,2	64,1	4,1
2002 I	77,8	36,8	41,0	47,7	2,8	44,8	25,9	70,6	61,4	9,2
II	-5,5	-43,1	37,6	26,9	12,7	14,2	-1,8	50,8	47,0	3,8
III	48,3	23,9	24,4	51,1	22,4	28,7	13,6	50,3	46,2	4,1
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).

4) Comprenden los depósitos en las Administraciones Centrales (S.1311) de la zona del euro, otros intermediarios financieros (S.123) y las empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125).

5) Excluidas las acciones no cotizadas.

Cuadro 6.1 (cont.)
Inversión financiera y financiación de los sectores no financieros¹⁾
(mm de euros; sin desestacionalizar)
Operaciones
2. Principales pasivos²⁾

	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario ³⁾
	Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ⁴⁾			
	de las IFM de la zona del euro		Total	A corto plazo	A largo plazo ⁵⁾	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	
1998 IV	160,2	151,0	8,4	2,8	5,6	75,8	37,3	38,5	76,0	7,1	68,9	3,5
1999 I	89,5	75,6	-7,7	0,3	-8,0	21,1	23,3	-2,2	76,2	9,2	67,0	1,7
II	162,6	133,2	-4,1	2,7	-6,7	89,6	41,2	48,4	77,1	3,9	73,2	23,9
III	70,5	71,5	-14,7	-1,1	-13,6	17,4	-16,7	34,1	67,8	-0,3	68,1	8,4
IV	170,0	146,6	15,0	4,2	10,9	86,2	34,0	52,2	68,7	8,8	59,9	-7,0
2000 I	141,8	108,8	-7,9	-0,9	-7,0	91,7	54,7	37,0	58,0	1,6	56,5	15,1
II	164,9	118,4	-4,3	0,9	-5,2	113,3	62,2	51,2	55,9	9,8	46,1	-0,8
III	132,7	91,6	-15,8	-2,1	-13,7	96,7	53,4	43,3	51,8	0,0	51,8	23,2
IV	186,8	140,1	16,1	2,1	14,0	117,4	19,7	97,7	53,3	5,3	48,0	1,9
Ampliación de la zona del euro												
2001 I	96,0	78,5	-3,6	-0,5	-3,2	63,3	39,6	23,7	36,3	-5,1	41,5	9,2
II	105,6	88,0	-16,2	0,3	-16,5	64,6	20,9	43,7	57,2	6,0	51,2	16,8
III	83,7	57,9	-5,8	2,9	-8,7	50,5	-15,8	66,3	38,9	-4,2	43,1	-21,4
IV	112,0	92,4	25,5	5,5	20,1	37,6	-15,8	53,5	48,8	1,4	47,4	4,2
2002 I	72,0	61,9	3,9	2,7	1,2	29,1	-4,7	33,9	39,0	-4,9	43,9	15,8
II	108,9	83,0	-25,8	0,2	-26,0	66,3	-7,2	73,5	68,3	10,9	57,4	-18,2
III	36,2	34,2	-12,3	1,3	-13,6	1,3	-15,9	17,2	47,2	-4,0	51,1	-6,1
IV	.	95,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Valores distintos de acciones emitidos por								Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras	
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras							
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo					
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
1998 IV	-11,3	-15,8	-31,5	15,6	4,6	0,5	4,1	28,7	6,4	1,9		
1999 I	73,3	59,8	0,4	59,4	13,5	10,5	3,0	10,8	6,6	2,3		
II	37,3	29,0	-7,8	36,7	8,4	0,6	7,8	34,4	-10,3	2,3		
III	56,8	38,8	-9,8	48,6	18,0	8,3	9,7	34,7	1,0	2,3		
IV	-12,1	-19,5	-27,6	8,1	7,5	3,3	4,1	41,9	12,1	2,3		
2000 I	61,0	60,0	9,9	50,1	1,0	0,5	0,5	20,0	-2,2	1,9		
II	39,2	23,7	-1,0	24,8	15,5	10,3	5,2	29,2	0,0	1,9		
III	48,3	25,3	-2,7	28,1	23,0	7,0	16,0	68,6	-0,4	1,9		
IV	-1,1	-20,1	-27,3	7,2	18,9	5,8	13,1	55,0	6,4	1,8		
Ampliación de la zona del euro												
2001 I	74,5	37,6	32,3	5,3	36,8	11,1	25,7	52,4	1,1	2,2		
II	90,3	65,1	16,1	49,0	25,3	11,1	14,1	45,0	0,4	2,2		
III	48,0	29,5	8,8	20,7	18,5	14,4	4,1	10,1	0,2	2,2		
IV	7,0	-8,8	-22,3	13,5	15,8	-1,8	17,6	7,2	10,1	-0,5		
2002 I	102,4	92,9	21,7	71,2	9,5	5,6	3,9	9,5	9,3	2,4		
II	59,6	61,7	33,9	27,8	-2,1	-15,1	13,0	4,2	1,3	2,4		
III	56,4	45,5	-1,4	46,9	10,9	7,5	3,4	-0,4	1,1	2,4		
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		

Fuente: BCE.

1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).

2) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. 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) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

5) Incluidos todos los préstamos de las IFM de la zona del euro a la Administración Central.

Cuadro 6.2

Inversión financiera y financiación de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones

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

Saldos vivos

	Principales activos financieros ¹⁾										
	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
	Total	A la vista	A plazo	Disponibles 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
1998 IV	412,4	28,3	371,2	2,8	10,1	331,2	41,5	289,8	1.013,3	36,4	976,9
1999 I	426,0	32,1	380,1	3,0	10,8	323,3	42,6	280,8	1.008,6	37,1	971,6
II	430,9	36,4	380,5	3,3	10,7	321,7	42,5	279,2	1.020,3	35,7	984,6
III	436,6	32,0	389,8	3,3	11,5	313,6	41,3	272,3	1.031,1	35,4	995,7
IV	447,5	32,2	400,3	3,3	11,7	313,6	41,1	272,5	1.035,3	38,5	996,8
2000 I	458,9	35,4	407,1	3,2	13,1	317,1	45,1	272,0	1.066,8	45,2	1.021,6
II	460,8	34,6	411,1	3,5	11,6	316,1	46,5	269,6	1.088,8	46,4	1.042,4
III	464,6	34,1	413,8	3,7	12,9	317,3	47,1	270,2	1.088,5	46,1	1.042,5
IV	477,6	40,6	418,5	3,2	15,3	312,5	50,5	262,0	1.084,7	40,2	1.044,4
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	483,8	38,2	423,3	3,5	18,8	311,3	50,8	260,5	1.115,6	35,5	1.080,1
II	486,3	41,4	424,2	3,8	16,9	316,3	53,6	262,7	1.126,5	37,4	1.089,1
III	487,8	39,3	426,9	3,8	17,9	314,8	53,1	261,7	1.148,2	37,9	1.110,3
IV	495,4	48,0	427,5	3,4	16,4	313,8	55,8	258,1	1.189,6	37,8	1.151,8
2002 I	498,6	43,9	433,0	4,0	17,7	325,5	56,1	269,3	1.240,7	49,1	1.191,5
II	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	329,9	60,6	269,3	1.230,5	37,9	1.192,5
III	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	327,1	61,6	265,5	1.356,5	47,2	1.309,3
IV	522,6	56,3	445,4	3,5	17,4	.	.	.	.	.	.

	Principales activos financieros ¹⁾					Principales pasivos ¹⁾						
	Acciones ²⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro		
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en FMM						Total	De IFM de la zona del euro	Total
						12	13					
1998 IV	860,9	496,5	364,5	26,4	66,6	41,9	27,4	1,5	293,3	2.390,4	2.076,4	313,9
1999 I	931,9	538,5	393,4	33,7	70,1	49,8	36,1	2,1	290,5	2.444,3	2.123,7	320,6
II	1.001,5	580,2	421,2	36,6	71,3	54,4	40,4	4,3	276,8	2.511,8	2.186,1	325,6
III	1.011,9	585,7	426,1	33,7	72,5	56,4	41,9	5,0	269,1	2.552,5	2.221,8	330,7
IV	1.232,5	719,4	513,1	33,4	75,5	44,1	29,6	5,0	332,4	2.696,7	2.359,5	337,2
2000 I	1.347,9	777,1	570,8	37,1	78,0	52,3	37,1	5,8	363,8	2.814,1	2.467,4	346,7
II	1.362,9	771,4	591,5	40,6	78,9	54,2	38,8	5,9	332,2	2.859,1	2.508,0	351,1
III	1.411,8	797,2	614,6	37,4	80,0	49,0	33,1	8,9	359,1	2.912,4	2.556,6	355,8
IV	1.332,1	727,5	604,6	36,9	78,4	47,3	31,5	10,2	328,8	2.937,8	2.582,5	355,3
Ampliación de la zona del euro												
2001 I	1.317,0	723,9	593,1	44,9	80,9	51,3	36,4	10,8	317,9	2.987,7	2.623,7	364,0
II	1.346,7	746,8	599,9	46,7	81,9	51,2	36,2	12,0	315,6	3.045,1	2.678,2	366,9
III	1.201,1	646,7	554,4	46,1	83,8	52,2	37,4	12,6	221,5	3.021,2	2.648,2	373,0
IV	1.304,7	713,3	591,4	46,1	85,2	48,5	34,9	13,5	234,7	3.116,7	2.738,3	378,4
2002 I	1.381,5	772,0	609,5	47,8	89,2	54,5	38,9	13,6	257,0	3.154,5	2.763,5	390,9
II	1.265,7	679,0	586,7	50,4	90,0	59,2	42,5	13,9	226,5	3.171,9	2.776,8	395,1
III	1.139,2	566,5	572,7	49,0	91,2	64,2	42,1	14,0	127,1	3.198,6	2.798,2	400,4
IV	.	.	.	.	.	.	32,9	.	112,9	.	.	.

Fuente: BCE.

1) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro y pago.

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

Cuadro 6.2 (cont.)
Inversión financiera y financiación de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones
(mm de euros; sin desestacionalizar; fin de período)
Operaciones

	Principales activos financieros ¹⁾										
	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
	Total	A la vista	A plazo	Disponibles 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
1998 IV	3,1	3,9	4,8	0,2	-5,9	-3,8	1,2	-5,0	10,8	-1,2	12,0
1999 I	12,7	3,8	8,1	0,1	0,7	2,1	1,3	0,8	26,9	0,8	26,1
II	4,8	4,3	0,4	0,3	-0,2	-1,7	-0,1	-1,6	18,2	-1,4	19,7
III	5,8	-4,4	9,3	0,0	0,8	-8,4	-1,2	-7,2	20,9	0,0	21,0
IV	10,5	0,2	10,1	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,2	3,8	3,0	0,8
2000 I	11,4	3,2	6,8	0,0	1,4	3,8	4,1	-0,3	33,7	7,5	26,3
II	1,9	0,3	2,8	0,3	-1,5	-0,7	1,3	-2,0	18,4	1,0	17,4
III	1,2	-0,7	0,4	0,2	1,3	1,4	0,7	0,7	4,6	-0,2	4,8
IV	13,0	6,5	4,6	-0,5	2,4	-4,6	3,1	-7,7	-12,6	-6,5	-6,1
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	3,9	-2,5	4,7	0,3	1,3	-1,2	0,3	-1,5	17,3	-4,8	22,1
II	2,8	3,4	1,0	0,3	-1,9	5,1	2,9	2,2	18,5	1,9	16,5
III	1,5	-2,1	2,7	-0,1	1,0	-1,6	-0,6	-1,0	31,2	0,4	30,8
IV	7,6	8,8	0,6	-0,3	-1,4	0,3	2,7	-2,4	33,1	-0,6	33,7
2002 I	3,0	-4,2	5,3	0,5	1,3	12,3	1,0	11,3	59,4	11,4	48,0
II	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,1	5,1	0,0	-15,5	-11,3	-4,2
III	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	-2,3	1,6	-3,9	33,0	9,1	24,0
IV	16,3	6,2	7,5	-0,4	3,0	.	.	.	.	.	.

	Principales activos financieros ¹⁾					Principales pasivos ¹⁾						
	Acciones ²⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro		
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en FMM						Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
						De IFM de la zona del euro						
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1998 IV	35,3	9,5	25,8	3,2	0,1	-7,1	-7,4	-0,3	3,4	47,3	47,7	-0,3
1999 I	20,8	5,3	15,5	5,5	2,1	9,1	8,7	-0,4	0,4	62,7	54,5	8,2
II	23,1	12,5	10,6	3,0	1,2	4,3	4,3	1,8	0,3	50,9	45,7	5,2
III	14,8	11,7	3,1	-2,8	1,3	1,7	1,5	0,4	0,2	53,8	48,6	5,2
IV	51,2	11,6	39,6	-0,3	3,0	-12,6	-12,4	0,6	-0,4	73,5	66,8	6,7
2000 I	46,2	9,0	37,3	4,4	2,4	8,2	7,5	0,5	0,7	78,6	69,1	9,5
II	32,6	7,8	24,8	3,4	0,9	1,9	1,7	0,0	1,9	54,1	49,6	4,5
III	35,8	18,3	17,5	-3,2	1,1	-5,2	-5,7	2,7	0,2	54,4	49,7	4,7
IV	14,9	0,5	14,4	-0,5	-1,6	-1,7	-1,6	1,0	0,1	58,2	58,6	-0,4
Ampliación de la zona del euro												
2001 I	46,2	29,9	16,2	8,3	2,5	3,9	4,8	0,0	0,4	59,7	51,0	8,7
II	16,7	13,2	3,4	1,3	1,0	0,0	-0,2	0,6	0,0	54,2	51,3	2,9
III	24,8	20,7	4,1	-0,8	1,9	1,2	1,5	0,1	4,1	51,1	45,1	6,1
IV	31,9	5,2	26,7	0,0	1,4	-3,8	-2,5	0,3	0,6	68,7	63,3	5,4
2002 I	32,8	17,4	15,4	1,6	4,0	6,0	3,9	0,1	0,2	70,1	57,5	12,5
II	18,4	5,8	12,6	2,5	0,8	4,4	3,3	0,2	0,2	48,1	43,9	4,2
III	12,2	4,8	7,4	-1,5	1,2	2,8	-2,5	0,0	0,0	49,0	43,7	5,3
IV	.	.	.	.	.	.	-9,2	.	.	.	.	.

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 financiación¹⁾

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores en la zona del euro²⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ³⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ⁴⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	368,4	1.093,3	-751,7	26,6	0,1	1.539,0	0,7	489,7	222,9	422,4	164,6	202,1	36,5
1996	340,9	1.122,7	-783,9	1,7	0,4	1.727,2	-3,0	395,1	397,8	383,8	312,5	195,4	45,6
1997	353,2	1.139,5	-797,1	10,8	0,1	1.913,3	-0,2	393,2	332,2	449,7	483,5	223,7	31,2
1998	412,5	1.203,6	-823,6	32,3	0,2	2.374,9	11,0	430,2	360,8	519,7	813,4	214,0	25,9
1999	448,0	1.291,8	-863,7	19,7	0,1	3.046,6	1,3	554,3	437,1	880,0	903,6	253,6	16,6
2000	487,1	1.389,0	-913,1	27,8	-16,6	2.776,8	1,3	348,4	247,9	804,8	1.116,5	254,4	3,5
Ampliación de la zona del euro													
2001	456,1	1.437,3	-973,6	-8,3	0,7	2.486,8	-0,5	587,8	464,9	699,1	552,3	242,4	-59,1

	Variaciones del patrimonio neto ⁶⁾				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 ⁴⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1995	413,1	1.159,8	-751,7	5,0	1.494,2	486,7	277,8	384,3	140,0	205,5
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.657,4	472,2	378,2	335,0	275,8	196,3
1997	456,2	1.241,8	-797,1	11,5	1.810,4	510,3	319,0	378,0	373,2	229,9
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.300,9	646,0	322,2	481,2	632,0	219,5
1999	498,4	1.352,0	-863,7	10,1	2.996,1	926,7	493,8	755,7	557,0	262,9
2000	514,3	1.419,4	-913,1	8,0	2.749,7	530,9	411,7	831,9	721,7	253,4
Ampliación de la zona del euro										
2001	483,6	1.449,4	-973,6	7,7	2.459,4	675,7	479,3	570,2	490,3	243,8

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁶⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total			Total					Total		Total			
	Forma- ción bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)		Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ⁴⁾	Préstamos	Acciones y participaciones		Ahorro bruto		Valores distintos de acciones ⁴⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	155,0	569,8	-438,7	255,3	33,5	10,2	40,0	64,6	270,4	531,0	139,9	-87,3	126,0	90,5
1996	136,3	589,4	-454,8	265,7	54,4	-13,8	55,1	86,0	126,5	538,4	275,5	7,0	143,8	117,1
1997	157,5	615,2	-469,3	244,1	24,4	-13,4	46,3	94,8	114,3	546,6	287,4	12,0	154,5	111,4
1998	202,4	660,2	-487,8	432,5	55,0	-7,6	96,6	200,0	151,7	592,2	483,2	25,6	252,7	196,3
1999	221,7	708,1	-508,5	610,9	28,5	89,2	169,8	307,2	113,5	572,4	719,2	47,3	422,0	235,1
2000	319,4	774,1	-542,9	816,0	69,9	101,9	167,9	420,6	97,0	593,6	1.038,5	58,3	551,2	424,7
Ampliación de la zona del euro														
2001	217,9	799,5	-577,0	543,3	83,4	90,7	137,8	184,4	72,7	598,5	688,4	96,4	317,0	268,3

3. Hogares⁷⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁶⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total			Total					Total		Total		Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁸⁾
	Forma- ción bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)		Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ⁴⁾	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro		Ahorro bruto		Préstamos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	162,2	351,6	-192,0	394,7	185,2	82,3	1,2	179,6	420,0	606,8	136,9	135,8	3.604,7	16,8
1996	160,0	361,8	-203,4	433,3	145,6	24,6	93,6	190,9	431,9	620,0	161,3	160,1	3.762,9	16,5
1997	156,1	353,7	-198,7	421,6	69,1	-17,9	194,3	217,4	409,3	588,7	168,5	167,1	3.789,3	15,5
1998	163,8	363,8	-203,3	444,7	95,5	-118,5	288,8	208,9	395,7	567,0	212,7	211,4	3.897,8	14,5
1999	172,6	392,6	-217,5	476,4	115,1	-16,4	198,8	240,1	380,8	555,1	268,2	266,7	4.062,1	13,7
2000	180,5	413,1	-225,2	417,3	52,7	45,9	132,0	248,4	375,7	559,0	222,1	220,4	4.233,7	13,2
Ampliación de la zona del euro														
2001	176,0	422,4	-245,8	401,6	178,9	66,6	67,5	230,0	409,0	610,0	168,6	166,7	4.529,1	13,5

Fuente: BCE.

1) Datos no consolidados.

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

3) Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.

4) Excluidos los derivados financieros.

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

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

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

8) Ahorro bruto en porcentaje de la renta disponible.

7 Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona

Cuadro 7.1

Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital	Pro memoria: carga fiscal ²⁾	
			Impuestos			Impuestos		Cotiza- ciones sociales	Ventas		Impuestos sobre el capital			
			directos	Hogares	Empresas	indirectos	Recibidos por inst. de la UE		Emplea- dores	Asalaria- dos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1993	48,0	47,5	12,1	10,0	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	9,5	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	9,5	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,6	2,5	0,5	0,3	42,6
1996	48,0	47,5	12,0	9,6	2,3	13,4	0,8	17,6	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,3
1997	48,3	47,6	12,2	9,6	2,5	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,5	0,7	0,4	43,7
1998	47,7	47,2	12,4	9,9	2,5	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,5	0,5	0,3	43,3
1999	48,2	47,7	12,8	10,1	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	10,2	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,4	0,5	0,3	43,6
Ampliación de la zona del euro														
2001	47,1	46,6	12,6	10,0	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,3	0,5	0,3	42,8
2002	46,6	46,0	12,1	9,6	2,4	13,8	0,5	16,0	8,4	4,7	2,3	0,6	0,3	42,2

2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ⁴⁾	
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transferencias corrientes	Pagos sociales ³⁾	Subsidios	de capital	Inversión	Transferencias de capital	Pagadas por instituciones 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	22,9	2,5	0,6	4,6	3,1	1,6	0,1	47,9
1994	52,7	48,3	11,3	5,0	5,5	26,5	23,0	2,4	0,6	4,3	2,9	1,5	0,0	47,2
1995	52,2	47,7	11,2	4,8	5,7	26,1	22,9	2,2	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,5
1996	52,3	48,3	11,2	4,8	5,7	26,6	23,3	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,6
1997	50,9	47,2	11,0	4,7	5,1	26,3	23,2	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,8
1998	50,0	46,0	10,7	4,6	4,7	26,0	22,7	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,3
1999	49,5	45,4	10,7	4,7	4,2	25,8	22,6	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,3
2000	48,7	44,8	10,5	4,7	4,0	25,5	22,3	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7
Ampliación de la zona del euro														
2001	48,7	44,6	10,5	4,7	4,0	25,4	22,3	1,9	0,5	4,2	2,5	1,6	0,0	44,8
2002	48,8	44,8	10,6	4,8	3,7	25,7	22,8	1,8	0,5	4,0	2,4	1,6	0,0	45,1

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

	Déficit (-) / superávit (+)					Déficit primario (-) / superávit (+)	Consumo público ⁵⁾							Consumo público colectivo	Consumo público individual
	Total	Estado	Administración regional	Administración local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)			
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12		
1993	-5,7	-5,0	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	21,2	11,6	5,1	5,0	1,9	-2,5	9,0	12,2	
1994	-5,1	-4,4	-0,5	-0,2	0,0	0,4	20,8	11,3	5,0	5,1	1,9	-2,5	8,7	12,1	
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,5	11,2	4,8	5,1	1,8	-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	1,8	-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	1,8	-2,5	8,4	11,9	
1998	-2,3	-2,2	-0,3	0,1	0,0	2,4	20,0	10,7	4,6	5,1	1,7	-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	1,7	-2,5	8,2	11,8	
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,4	3,1	20,0	10,5	4,7	5,2	1,7	-2,4	8,1	11,8	
Ampliación de la zona del euro															
2001	-1,6	-1,5	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,0	10,5	4,7	5,2	1,7	-2,3	8,1	11,9	
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,1	0,2	1,5	20,2	10,6	4,8	5,3	1,7	-2,3	8,1	12,0	

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	-0,5	-1,5	-1,8	-1,2	-1,8	2,3	-1,7	3,5	0,7	-2,3	-2,8	2,0
2000	0,1	1,1	-1,9	-0,8	-1,4	4,3	-0,6	6,1	2,2	-1,5	-2,8	6,9
2001	0,4	-2,8	-1,4	-0,1	-1,5	1,1	-2,6	6,4	0,1	0,3	-4,2	5,1
2002	0,0	-3,6	-1,2	-0,1	-3,1	-0,1	-2,3	2,6	-1,1	-0,6	-2,7	4,7

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

1) Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por venta de licencias UMTS 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 beneficios sociales, transferencias sociales en especie vía productores de mercado y transferencias a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

5) Se corresponde con el gasto en consumo final (P. 3) de las Administraciones Públicas en el SEC 95.

6) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

Cuadro 7.2

Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - deuda de las AAPP por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1993	67,3	2,7	17,0	10,0	37,6	52,5	27,6	8,8	16,2	14,8
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,6	55,8	29,8	10,0	16,0	14,2
1995	74,2	2,9	17,7	9,9	43,8	58,3	30,5	11,0	16,8	15,9
1996	75,4	2,9	17,2	9,9	45,5	58,9	30,3	13,2	15,4	16,5
1997	74,9	2,8	16,3	8,9	46,8	56,9	29,0	14,5	13,4	17,9
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,3	53,4	27,0	16,3	10,2	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,1	49,8	25,3	14,9	9,7	22,1
2000	69,6	2,7	13,0	6,2	47,6	45,9	22,8	13,3	9,8	23,6
Ampliación de la zona del euro										
2001	69,2	2,6	12,5	6,3	47,8	44,6	22,5	12,5	9,6	24,6
2002	69,0	2,5	11,8	6,7	48,0	43,3	21,7	12,1	9,5	25,7

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Plazo al vencimiento			Moneda		
		Estado	Admón. regional	Admón. local	Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euros o monedas participan- tes ⁵⁾		Otras monedas
												Moneda	no nacional	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1993	67,3	55,2	5,2	6,3	0,6	11,9	55,4	6,6	18,4	24,4	24,4	65,6	2,9	1,7
1994	70,0	57,9	5,4	6,1	0,5	11,2	58,8	7,4	16,5	26,8	26,7	68,1	3,0	1,9
1995	74,2	61,7	5,7	6,0	0,8	10,6	63,6	6,8	17,6	26,4	30,2	72,3	2,9	1,9
1996	75,4	62,9	6,1	5,9	0,5	10,2	65,2	6,3	19,2	25,4	30,8	73,5	2,7	1,9
1997	74,9	62,3	6,3	5,6	0,6	8,8	66,0	6,0	18,6	25,4	30,8	72,8	2,8	2,0
1998	73,2	61,1	6,3	5,4	0,4	7,7	65,4	5,5	16,4	26,1	30,7	71,4	3,2	1,7
1999	72,1	60,2	6,2	5,3	0,3	6,5	65,6	5,0	14,4	26,9	30,7	70,2	-	1,9
2000	69,6	58,1	6,1	5,1	0,3	5,7	63,8	4,4	14,3	27,6	27,7	67,7	-	1,9
Ampliación de la zona del euro														
2001	69,2	57,8	6,2	4,9	0,3	6,0	63,2	3,2	14,6	26,3	28,3	67,5	-	1,8
2002	69,0	57,5	6,4	4,8	0,3	6,2	62,8	3,2	15,7	24,8	28,5	67,4	-	1,6

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	114,9	61,2	105,1	63,1	58,5	49,3	114,9	6,0	63,1	67,5	54,3	47,0
2000	109,6	60,2	106,2	60,5	57,2	39,3	110,6	5,6	55,8	66,8	53,3	44,5
2001	108,5	59,5	107,0	56,9	56,8	36,8	109,5	5,6	52,8	67,3	55,6	43,8
2002	105,4	60,8	104,9	54,0	59,1	34,0	106,7	5,7	52,6	67,9	58,0	42,7

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda por países.

1) Los datos son, en parte, estimaciones. Deuda bruta consolidada de las AAPP en valor nominal a final de año. No están consolidadas las tenencias por otras administraciones.

2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.

3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.

4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.

5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

Cuadro 7.3

Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - variaciones en la deuda de las AAPP por su origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumento financiero				Tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efecto de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1993	8,0	7,5	0,3	0,1	0,1	0,2	1,2	0,1	6,5	3,6	2,0	1,3	4,4
1994	6,0	5,2	0,2	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,9	4,9	5,9	3,6	1,7	0,2
1995	7,8	5,5	0,2	2,2	-0,2	0,2	2,3	0,0	5,2	5,3	2,2	1,5	2,4
1996	3,8	4,2	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,4	3,2	2,6	0,8	2,6	1,2
1997	2,3	2,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	3,1	0,2	-0,1	1,8	2,0
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	2,6	-1,0	-0,8	2,4	2,6
1999	1,7	1,4	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,4	-0,7	2,6	-1,5	-0,7	-0,7	3,1
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	2,5
Ampliación de la zona del euro													
2001	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	1,4	0,2	0,1	-0,1	1,5
2002	2,0	2,5	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,6	1,7	0,2	0,0	0,0	1,9

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones en la deuda	Déficit(-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											Otras variaciones en volumen	Otros ¹¹⁾
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP						Efecto de valoración					
				Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹⁰⁾	Préstamos	Acciones y otras participaciones	Privatizaciones			Aportaciones de capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Efecto tipo de cambio	12	13	14
1993	8,0	-5,7	2,3	1,5	1,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	0,3	
1994	6,0	-5,1	0,9	0,0	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	0,7	0,1	
1995	7,8	-5,1	2,7	0,6	0,1	-0,1	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	2,2	-0,3	
1996	3,8	-4,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	
1997	2,3	-2,6	-0,3	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,2	
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	
1999	1,7	-1,3	0,4	-0,1	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,9	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	
2000	0,9	0,1	1,0	0,9	0,7	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	
Ampliación de la zona del euro															
2001	1,7	-1,6	0,1	-0,4	-0,6	0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,6	
2002	2,0	-2,3	-0,2	0,2	0,3	0,0	0,1	-0,2	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	

Fuente: BCE.

1) Los datos son, en parte, estimaciones. Variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada expresada como porcentaje del PIB [deuda (t) – deuda (t-1)] ÷ PIB (t).

2) Las necesidades de financiación son, por definición, igual a las operaciones en deuda pública.

3) Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).

4) Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.

5) La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países debida a variaciones en los tipos de conversión antes de 1999.

6) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.

7) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

9) La diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresada como porcentaje del PIB.

10) Excluye derivados financieros.

11) Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (crédito comercial, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).

8 Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluidas las reservas)

Cuadro 8.1

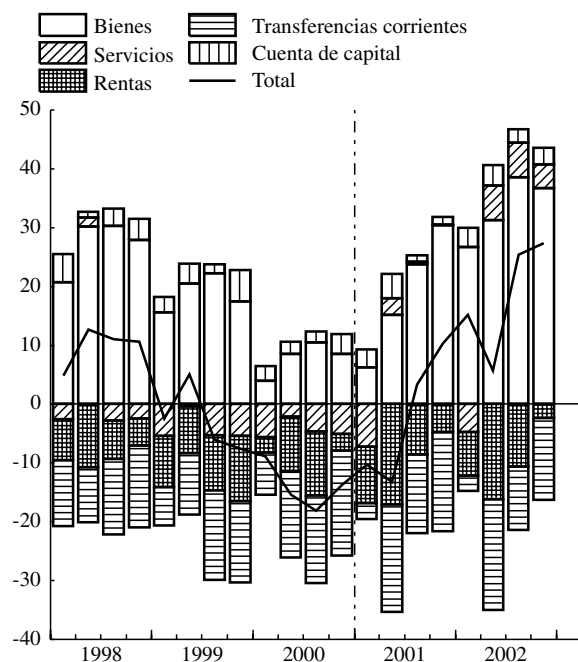
Resumen de la balanza de pagos¹⁾²⁾

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

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transferencias corrientes		Total	Inversión directa	Inversión de cartera	Derivados financieros	Otra inversión	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	56,7	116,4	-2,3	-15,2	-42,2	13,0	.	-44,4	-24,1	.	.	.	.
1998	26,7	109,0	-6,3	-28,8	-47,2	12,4	-67,0	-81,3	-109,9	-8,2	124,2	8,2	27,9
1999	-23,8	75,7	-16,5	-37,0	-46,1	12,8	13,5	-119,5	-41,4	3,3	161,0	10,1	-2,5
2000	-66,0	31,6	-17,5	-25,5	-54,6	9,8	66,9	-16,5	-111,6	-3,4	180,8	17,6	-10,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	-19,4	75,5	-3,7	-39,9	-51,2	9,5	-24,9	-102,8	64,7	-3,5	-1,1	17,8	34,7
2002	61,7	133,3	11,0	-36,6	-46,0	11,8	-137,7	-45,5	110,6	-13,9	-186,7	-2,2	64,3
2001 IV	9,0	30,4	0,2	-4,8	-16,8	1,3	-32,1	18,0	12,9	-6,6	-59,6	3,3	21,8
2002 I	12,0	26,7	-4,7	-7,4	-2,6	3,2	-8,2	-16,0	-35,8	2,5	44,1	-3,1	-6,9
II	2,2	31,3	5,9	-16,2	-18,8	3,5	-19,8	-9,2	72,2	-2,8	-86,7	6,7	14,1
III	23,0	38,5	5,9	-10,7	-10,7	2,3	-50,3	-12,0	35,7	-9,6	-59,7	-4,6	24,9
IV	24,5	36,8	4,0	-2,3	-13,9	2,8	-59,5	-8,3	38,4	-3,9	-84,4	-1,3	32,2
2001 Dic	3,9	10,5	1,7	-2,3	-6,1	0,7	-6,2	1,7	-13,4	-1,0	0,7	5,9	1,6
2002 Ene	-0,1	3,1	-2,5	-6,4	5,7	2,6	-39,4	1,2	-33,6	3,3	-5,0	-5,3	37,0
Feb	4,7	10,1	-1,4	-0,2	-3,9	0,4	13,3	-9,1	-8,6	2,1	26,4	2,5	-18,3
Mar.	7,4	13,5	-0,8	-0,8	-4,4	0,3	17,9	-8,1	6,4	-2,9	22,7	-0,2	-25,6
Abr	-5,8	7,3	0,6	-7,7	-6,0	1,3	14,8	8,1	16,0	1,4	-19,1	8,4	-10,3
May	0,7	10,3	2,1	-6,4	-5,3	1,0	5,6	1,5	34,2	-2,0	-30,0	1,9	-7,3
Jun	7,4	13,7	3,2	-2,1	-7,5	1,1	-40,2	-18,8	22,0	-2,2	-37,7	-3,5	31,8
Jul	4,8	15,3	1,7	-9,0	-3,1	0,5	-17,4	-6,7	10,7	-8,2	-10,7	-2,6	12,1
Ago	9,9	12,2	0,4	0,3	-3,0	0,6	-11,5	1,7	8,3	-2,1	-21,1	1,8	1,0
Sep	8,3	11,1	3,9	-2,0	-4,6	1,2	-21,3	-7,0	16,7	0,7	-27,9	-3,8	11,8
Oct	3,8	12,3	0,2	-2,4	-6,3	1,5	-18,5	-7,1	25,2	-0,4	-38,5	2,2	13,2
Nov	11,5	13,7	1,4	0,4	-4,0	0,4	-26,0	0,5	15,8	-1,5	-38,4	-2,4	14,0
Dic	9,1	10,7	2,4	-0,4	-3,7	0,9	-15,0	-1,7	-2,6	-2,0	-7,5	-1,2	4,9
2003 Ene	-6,5	0,8	-0,4	-10,1	3,1	2,1	-15,6	-0,9	-5,5	-1,0	-9,6	1,5	20,0
Feb	3,2	9,5	-0,3	-3,2	-2,8	-0,9	-3,1	0,7	10,7	0,9	-20,8	5,4	0,7

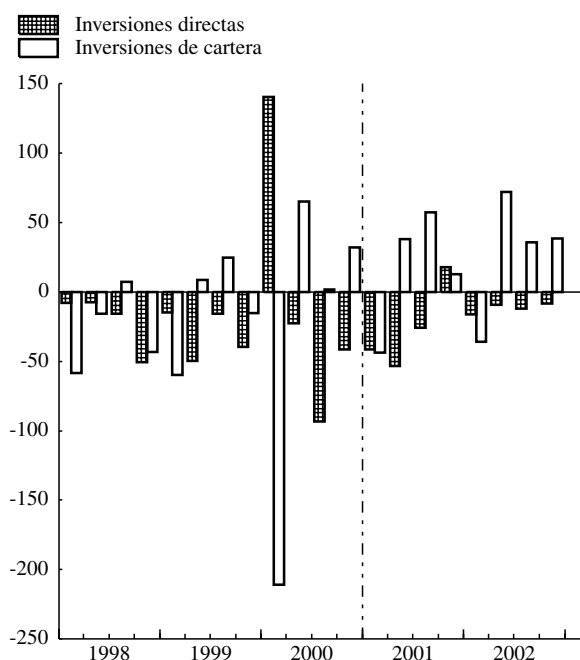
Cuenta corriente y cuenta de capital

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



Inversiones directas y de cartera

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



Fuente: BCE.

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

2) Véanse las notas generales para la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

Cuadro 8.2

Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital¹⁾

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

1. Principales partidas

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	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	1.613,1	1.679,1	-66,0	989,8	958,3	287,5	304,9	269,1	294,6	66,7	121,3	18,3	8,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>													
2001	1.716,3	1.735,7	-19,4	1.033,0	957,6	325,0	328,7	283,1	322,9	75,3	126,5	17,0	7,5
2002	1.713,6	1.651,9	61,7	1.059,7	926,4	331,7	320,7	238,1	274,7	84,1	130,1	19,1	7,3
2001 IV	434,7	425,8	9,0	264,0	233,6	83,5	83,3	71,0	75,8	16,3	33,1	4,4	3,1
2002 I	416,5	404,6	12,0	254,9	228,2	72,5	77,3	58,3	65,7	30,8	33,4	4,7	1,5
II	429,3	427,1	2,2	267,3	236,0	84,5	78,6	62,5	78,6	15,1	33,9	5,0	1,5
III	426,8	403,8	23,0	263,2	224,7	89,8	83,9	55,4	66,0	18,4	29,2	4,1	1,7
IV	441,0	416,5	24,5	274,3	237,6	84,9	81,0	62,0	64,4	19,7	33,6	5,3	2,5
2001 Dic	147,1	143,2	3,9	80,5	69,9	30,2	28,4	30,0	32,3	6,4	12,5	2,4	1,7
2002 Ene	141,7	141,9	-0,1	79,6	76,6	24,3	26,8	20,3	26,7	17,4	11,7	3,0	0,5
Feb	132,8	128,1	4,7	83,5	73,3	23,1	24,5	19,2	19,4	7,1	10,9	1,0	0,6
Mar	142,0	134,5	7,4	91,8	78,3	25,1	25,9	18,7	19,6	6,3	10,8	0,7	0,5
Abr	141,4	147,2	-5,8	88,4	81,1	27,5	26,8	20,2	27,9	5,3	11,3	1,9	0,6
May	143,0	142,3	0,7	88,9	78,6	28,2	26,1	20,5	26,9	5,3	10,6	1,5	0,4
Jun	144,9	137,6	7,4	89,9	76,3	28,8	25,6	21,7	23,8	4,5	12,0	1,6	0,5
Jul	151,1	146,3	4,8	93,5	78,2	31,3	29,6	20,1	29,1	6,3	9,4	1,1	0,6
Ago	134,9	125,1	9,9	81,7	69,5	28,9	28,6	18,3	18,0	6,0	9,0	1,3	0,7
Sep	140,8	132,4	8,3	88,1	77,0	29,6	25,7	17,0	19,0	6,1	10,7	1,6	0,4
Oct	151,3	147,5	3,8	97,7	85,4	28,8	28,7	19,7	22,1	5,1	11,4	2,1	0,6
Nov	144,9	133,3	11,5	91,7	78,0	26,7	25,3	19,7	19,3	6,7	10,7	1,2	0,8
Dic	144,8	135,7	9,1	84,9	74,1	29,4	27,0	22,6	22,9	7,9	11,6	2,0	1,1
2003 Ene	143,3	149,7	-6,5	81,8	80,9	25,2	25,6	18,7	28,7	17,6	14,4	2,6	0,5
Feb	131,5	128,3	3,2	83,5	74,0	23,1	23,3	17,1	20,3	7,8	10,7	1,5	2,4

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
2000 IV	438,8	457,0	-17,8	266,0	262,5	78,5	83,4	76,8	78,4	17,6	32,6
<i>Ampliación de la zona del euro</i>											
2001 I	431,6	440,4	-8,8	261,0	245,6	78,8	81,9	72,7	83,6	19,1	29,4
II	432,2	443,4	-11,2	261,3	244,1	81,5	82,3	70,7	83,3	18,7	33,7
III	428,4	430,1	-1,8	257,2	238,9	82,1	82,5	70,6	78,1	18,4	30,6
IV	422,9	420,1	2,8	254,1	228,9	81,8	81,7	68,4	76,6	18,7	32,9
2002 I	425,1	409,9	15,2	263,9	228,6	81,6	81,8	59,8	67,9	19,8	31,5
II	427,8	418,2	9,6	265,8	232,4	82,9	80,7	59,6	71,3	19,5	33,9
III	430,9	411,5	19,4	265,9	232,0	83,7	78,8	59,0	68,7	22,3	31,9
IV	430,2	412,5	17,7	264,6	233,5	83,2	79,3	60,1	66,3	22,3	33,5
2001 Dic	144,9	143,2	1,8	84,4	75,3	28,9	27,8	25,6	28,5	6,0	11,5
2002 Ene	142,3	134,8	7,5	86,5	74,5	27,3	27,4	21,3	24,2	7,2	8,8
Feb	142,3	138,5	3,8	88,3	77,0	27,2	27,3	20,7	22,8	6,0	11,4
Mar	140,5	136,6	3,9	89,2	77,2	27,1	27,1	17,7	21,0	6,5	11,4
Abr	142,7	142,4	0,3	88,1	77,9	27,9	27,6	20,2	25,6	6,4	11,4
May	141,8	137,9	3,9	88,4	76,5	27,2	26,6	19,7	23,7	6,6	11,1
Jun	143,3	137,9	5,4	89,3	78,0	27,8	26,5	19,7	22,0	6,5	11,4
Jul	141,8	138,2	3,6	87,5	76,8	27,0	26,6	20,1	24,5	7,2	10,2
Ago	145,1	137,6	7,5	89,4	77,6	27,6	26,9	20,4	22,6	7,7	10,5
Sep	144,0	135,6	8,4	89,1	77,5	29,1	25,3	18,5	21,6	7,4	11,2
Oct	143,2	140,4	2,8	88,3	78,5	27,5	27,0	20,1	23,2	7,3	11,6
Nov	145,4	137,8	7,7	89,0	77,2	28,1	26,5	20,6	22,9	7,7	11,2
Dic	141,6	134,4	7,2	87,3	77,7	27,6	25,8	19,3	20,3	7,4	10,6
2003 Ene	143,5	141,2	2,2	88,6	78,6	28,3	26,1	19,4	25,5	7,2	11,0
Feb	140,8	139,0	1,9	88,1	77,7	27,4	26,1	18,5	24,1	6,8	11,1

Fuente: BCE.

1) Véanse las notas generales para la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

Cuadro 8.3

Balanza de pagos: cuenta de rentas

(mm de euros; flujos brutos)

	Total		Rentas del trabajo		Rentas de la inversión							
					Total		Inversiones directas		Inversiones de cartera		Otras inversiones	
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	207,3	244,2	12,6	4,9	194,7	239,3	42,7	51,2	64,2	102,2	87,8	85,8
2000	269,1	294,6	13,2	5,3	255,9	289,4	61,3	64,5	76,7	107,4	117,9	117,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>												
2001	283,1	322,9	14,0	5,9	269,1	317,0	69,5	68,9	82,5	118,2	117,1	129,8
2002	238,1	274,7	14,4	5,7	223,7	269,0	56,9	55,3	83,2	121,9	83,6	91,8
2001 IV	71,0	75,8	3,6	1,4	67,4	74,3	19,5	22,2	22,2	22,3	25,7	29,9
2002 I	58,3	65,7	3,5	1,2	54,7	64,5	11,3	12,9	20,6	26,4	22,8	25,1
II	62,5	78,6	3,5	1,4	58,9	77,2	17,2	16,3	22,0	38,6	19,8	22,3
III	55,4	66,0	3,6	1,6	51,8	64,5	10,9	11,8	20,5	31,0	20,3	21,6
IV	62,0	64,4	3,8	1,5	58,2	62,9	17,4	14,3	20,1	25,9	20,7	22,7

	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	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	13	14	15	16	17	18	19	20
1999	36,2	46,7	6,5	4,6	9,5	34,0	54,7	68,3
2000	50,5	56,8	10,9	7,7	14,3	30,6	62,4	76,8
<i>Ampliación de la zona del euro</i>								
2001	59,3	60,1	10,2	8,9	17,3	43,8	65,2	74,4
2002	49,3	49,7	7,5	5,7	20,6	53,0	62,5	68,9
2001 IV	16,4	20,1	3,1	2,1	4,8	6,3	17,4	16,0
2002 I	9,3	11,6	2,1	1,3	4,8	8,8	15,7	17,6
II	15,4	15,1	1,8	1,2	6,5	23,8	15,5	14,8
III	9,5	10,5	1,4	1,3	4,4	10,4	16,1	20,6
IV	15,2	12,5	2,2	1,8	4,9	10,0	15,2	15,9

Fuente: BCE.

Cuadro 8.4

Balanza de pagos: cuenta de inversiones directas¹⁾

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

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital, principalmente, préstamos entre empresas relacionadas			Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital, principalmente, préstamos entre empresas relacionadas		
	1	Total	IFM ²⁾	No IFM	Total	IFM ²⁾	No IFM	8	Total	IFM ²⁾	No IFM	Total	IFM ²⁾	No IFM
1997	-93,2	.	.	.	.	.	.	48,7	.	.	.	.	.	.
1998	-172,7	.	.	.	.	.	.	91,4	.	.	.	.	.	.
1999	-320,9	-239,5	-25,0	-214,6	-81,3	-0,6	-80,7	201,3	145,7	3,5	142,2	55,6	0,2	55,4
2000	-443,3	-351,7	-35,5	-316,2	-91,5	0,3	-91,8	426,7	301,0	12,4	288,6	125,8	0,1	125,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-259,2	-167,0	-13,9	-153,1	-92,1	-0,6	-91,6	156,4	99,9	5,3	94,6	56,5	0,7	55,8
2002	-174,5	-145,7	-18,4	-127,3	-28,8	-0,5	-28,3	129,0	94,1	3,2	90,9	34,9	0,7	34,2
2001 IV	-28,0	-25,2	-3,3	-21,9	-2,7	-0,1	-2,6	45,9	15,6	8,4	7,2	30,3	0,1	30,1
2002 I	-55,5	-41,6	-2,5	-39,1	-13,9	0,0	-13,8	39,5	26,3	1,2	25,2	13,1	0,0	13,1
II	-47,0	-28,8	-6,0	-22,7	-18,2	-0,3	-17,9	37,7	22,1	2,8	19,3	15,6	0,1	15,6
III	-32,5	-36,2	-5,2	-31,0	3,7	-0,1	3,8	20,5	12,2	-0,4	12,6	8,4	0,6	7,8
IV	-39,5	-39,1	-4,8	-34,4	-0,4	-0,1	-0,3	31,3	33,5	-0,3	33,9	-2,3	0,0	-2,3
2001 Dic	-18,4	-9,0	-3,0	-6,0	-9,4	0,0	-9,3	20,1	11,0	6,3	4,7	9,1	0,0	9,1
2002 Ene	-6,7	-8,6	-0,6	-8,0	1,9	0,0	1,9	7,9	2,8	0,2	2,6	5,1	0,1	5,1
Feb	-21,4	-5,1	-0,4	-4,8	-16,2	0,0	-16,2	12,2	3,4	1,2	2,2	8,9	0,0	8,9
Mar	-27,4	-27,9	-1,5	-26,4	0,5	-0,1	0,5	19,3	20,2	-0,1	20,3	-0,9	0,0	-0,8
Abr	-7,7	-2,3	-4,1	1,8	-5,4	0,0	-5,4	15,8	9,4	2,0	7,4	6,4	0,0	6,4
May	-18,0	-10,5	-1,0	-9,5	-7,4	0,0	-7,4	19,4	6,5	0,7	5,8	13,0	0,0	12,9
Jun	-21,3	-15,9	-0,9	-15,0	-5,4	-0,3	-5,1	2,5	6,2	0,1	6,2	-3,7	0,1	-3,8
Jul	-13,1	-14,5	-3,4	-11,1	1,4	0,0	1,4	6,4	2,8	0,9	1,9	3,6	0,0	3,6
Ago	-1,1	-6,6	-0,3	-6,3	5,5	-0,1	5,5	2,8	2,4	-0,8	3,2	0,4	0,7	-0,3
Sep	-18,3	-15,2	-1,5	-13,7	-3,1	0,0	-3,1	11,3	7,0	-0,6	7,5	4,3	-0,1	4,4
Oct	-13,3	-7,1	-0,9	-6,2	-6,1	0,0	-6,1	6,2	6,6	0,2	6,4	-0,4	-0,1	-0,2
Nov	-22,0	-16,4	-0,3	-16,1	-5,6	0,0	-5,5	22,5	15,5	-0,4	15,9	7,0	0,1	6,9
Dic	-4,3	-15,6	-3,5	-12,1	11,3	0,0	11,3	2,6	11,4	-0,2	11,6	-8,8	0,0	-8,9
2003 Ene	-10,9	-6,7	-0,8	-5,9	-4,2	0,0	-4,2	10,0	8,4	0,3	8,1	1,6	0,0	1,6
Feb	-7,0	-5,2	-0,9	-4,3	-1,8	0,0	-1,7	7,6	5,5	1,1	4,5	2,1	0,0	2,1

Fuente: BCE.

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

2) Excluido el Eurosistema.

Cuadro 8.5

Balanza de pagos: cuenta de inversiones de cartera¹⁾

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

1. Por instrumentos²⁾

	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos			Pasivos		
					Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	-363,3	253,3	-116,2	104,0	-247,1	-238,9	-8,2	149,4	121,3	28,1
1999	-311,3	269,8	-156,5	93,0	-154,8	-154,9	0,1	176,8	117,0	59,9
2000	-409,0	297,4	-285,9	49,9	-123,1	-114,3	-8,8	247,5	239,2	8,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	-291,0	355,8	-108,3	233,2	-182,7	-160,1	-22,6	122,5	115,1	7,4
2002	-172,8	283,3	-40,8	89,2	-132,0	-78,1	-53,9	194,2	128,6	65,6
2001 IV	-87,2	100,1	-24,9	61,3	-62,3	-51,0	-11,3	38,8	35,9	2,9
2002 I	-75,0	39,2	-32,1	34,5	-42,9	-21,9	-21,0	4,8	7,1	-2,3
II	-54,2	126,5	-13,9	36,0	-40,3	-25,3	-15,0	90,5	61,4	29,1
III	-19,8	55,5	12,7	6,0	-32,5	-17,3	-15,2	49,5	26,3	23,2
IV	-23,7	62,1	-7,5	12,8	-16,2	-13,5	-2,7	49,4	33,7	15,6
2001 Dic	-12,8	-0,7	-6,6	12,6	-6,2	-15,5	9,3	-13,3	-16,4	3,1
2002 Ene	-27,5	-6,1	-13,5	13,3	-14,0	-3,0	-11,0	-19,4	-11,6	-7,8
Feb	-18,6	10,1	-8,8	9,4	-9,8	-5,7	-4,2	0,6	1,2	-0,5
Mar	-28,9	35,2	-9,9	11,7	-19,0	-13,2	-5,8	23,5	17,5	6,0
Abr	-13,2	29,3	-1,9	6,5	-11,3	-10,1	-1,2	22,8	15,1	7,7
May	-29,5	63,7	-5,8	27,8	-23,6	-14,7	-9,0	35,9	22,8	13,1
Jun	-11,6	33,5	-6,2	1,7	-5,4	-0,6	-4,8	31,8	23,5	8,3
Jul	-15,8	26,5	-6,4	4,5	-9,4	-1,3	-8,1	22,0	13,4	8,6
Ago	-4,4	12,7	5,1	-0,3	-9,5	-10,1	0,5	13,0	2,1	10,9
Sep	0,4	16,4	14,0	1,9	-13,6	-6,0	-7,7	14,5	10,8	3,7
Oct	1,0	24,2	-0,6	-3,7	1,6	-4,0	5,6	27,9	15,7	12,3
Nov	-9,1	24,8	-0,3	16,5	-8,8	-5,0	-3,7	8,3	6,6	1,7
Dic	-15,6	13,1	-6,6	-0,1	-9,0	-4,5	-4,6	13,1	11,5	1,7
2003 Ene	-22,6	17,1	2,0	14,1	-24,7	-17,0	-7,7	3,0	4,3	-1,3
Feb	-23,9	34,6	-0,1	4,2	-23,8	-25,1	1,3	30,4	17,8	12,6

2. Activos, por instrumentos y sectores tenedores

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones								
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario			
	Eurosistema	IFM ³⁾	No IFM			Eurosistema	IFM ³⁾	No IFM			Eurosistema	IFM ³⁾	No IFM	
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2000	-0,1	-4,3	-281,6	-2,6	-278,9	-1,9	-46,3	-66,1	-1,5	-64,6	2,2	-15,5	4,6	-1,0
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-0,4	3,8	-111,8	-2,1	-109,8	1,9	-71,1	-90,9	-1,2	-89,6	-2,3	-34,5	14,3	-0,2
2002	-0,3	-9,7	-30,8	-5,2	-25,6	3,7	-7,0	-74,8	-1,0	-73,8	2,1	-35,0	-21,0	-0,9
2001 IV	-0,1	4,8	-29,6	-0,5	-29,0	-0,7	-37,8	-12,5	-0,3	-12,2	-0,3	-3,6	-7,3	1,9
2002 I	0,0	-4,8	-27,3	-1,4	-25,8	0,4	-4,7	-17,5	-0,5	-17,0	0,8	-13,0	-8,8	-1,1
II	-0,1	-3,7	-10,1	-2,0	-8,1	2,4	-2,3	-25,4	0,2	-25,6	0,0	-1,9	-13,1	-0,1
III	-0,1	2,8	10,0	-0,6	10,6	-1,1	-2,9	-13,3	-0,3	-13,0	0,9	-13,3	-2,7	0,2
IV	-0,1	-4,0	-3,5	-1,2	-2,3	2,1	3,0	-18,6	-0,4	-18,1	0,4	-6,8	3,6	0,1
2002 Sep	0,3	-0,6	14,3	.	.	-0,4	0,5	-6,0	.	.	0,4	-6,0	-2,1	.
Oct	0,0	-2,2	1,6	.	.	0,4	3,8	-8,3	.	.	0,4	3,5	1,7	.
Nov	-0,1	-1,2	0,9	.	.	1,4	-6,2	-0,3	.	.	-0,1	-9,8	6,2	.
Dic	0,0	-0,6	-6,0	.	.	0,2	5,3	-10,0	.	.	0,1	-0,5	-4,2	.
2003 Ene	0,0	1,4	0,6	.	.	0,0	-12,7	-4,2	.	.	-0,3	-10,9	3,4	.
Feb	-0,1	-0,9	0,9	.	.	1,0	-10,1	-16,0	.	.	-0,9	-0,3	2,5	.

Fuente: BCE.

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

2) Véanse las notas generales para la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

3) Excluido el Eurosistema.

Cuadro 8.6

Balanza de pagos: cuenta de otras inversiones y activos de reserva

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

1. Otras inversiones, por sectores^{1) 2)}

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido el Eurosistema)						Otros sectores	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-81,5	205,6	-0,7	3,5	-1,0	-6,1	-22,6	192,4	-37,6	40,4	15,0	152,0	-57,1	15,9
1999	-31,8	192,7	-1,9	6,6	3,3	-13,0	16,3	161,2	-47,2	53,8	63,5	107,4	-49,4	37,9
2000	-179,0	359,8	-1,1	0,9	-2,2	0,7	-130,4	288,8	-50,0	52,5	-80,4	236,3	-45,4	69,5
<i>Ampliación de la zona del euro</i>														
2001	-250,2	249,0	0,6	4,4	2,9	-0,5	-227,6	233,5	-45,3	22,4	-182,3	211,1	-26,1	11,6
2002	-224,4	37,7	-1,2	0,1	0,0	-8,3	-167,3	29,5	-28,3	51,9	-139,0	-22,3	-55,9	16,4
2001 IV	-69,8	10,2	-0,4	3,7	1,9	4,8	-46,3	4,6	-18,1	-5,9	-28,2	10,5	-25,2	-2,9
2002 I	19,8	24,3	-0,4	1,2	-0,6	-8,3	18,7	25,8	-2,5	11,4	21,2	14,4	2,2	5,6
II	-77,6	-9,1	-0,6	-3,5	0,9	3,8	-62,7	-11,8	-4,4	19,8	-58,3	-31,6	-15,2	2,4
III	-62,1	2,3	0,3	-0,1	-0,5	-2,8	-34,9	9,6	-4,7	4,6	-30,2	5,0	-26,9	-4,3
IV	-104,5	20,1	-0,4	2,5	0,3	-1,0	-88,3	6,0	-16,6	16,1	-71,7	-10,1	-16,1	12,7
2001 Dic	30,6	-30,0	0,1	-2,8	0,1	-0,2	30,4	-24,3	-4,3	2,9	34,7	-27,3	0,1	-2,7
2002 Ene	2,0	-7,0	-0,7	2,6	-1,4	-8,8	14,7	0,5	-1,0	6,3	15,6	-5,8	-10,6	-1,3
Feb	27,0	-0,6	-0,1	-3,8	1,0	-1,6	5,3	12,4	-7,7	1,3	13,1	11,1	20,8	-7,6
Mar	-9,2	31,9	0,4	2,4	-0,2	2,1	-1,4	12,9	6,2	3,8	-7,5	9,1	-8,0	14,5
Abr	-42,2	23,1	-0,4	-4,3	1,7	5,6	-30,1	22,2	-4,2	7,1	-25,9	15,1	-13,3	-0,4
May	-64,2	34,2	-0,1	-0,5	0,0	0,0	-56,0	36,4	-3,9	8,2	-52,1	28,2	-8,0	-1,7
Jun	28,8	-66,4	-0,1	1,3	-0,7	-1,8	23,4	-70,4	3,7	4,4	19,7	-74,8	6,2	4,5
Jul	-2,3	-8,4	0,4	2,7	-0,2	-1,2	14,0	-9,8	2,8	1,6	11,2	-11,4	-16,5	-0,1
Ago	8,5	-29,7	0,1	-5,0	-0,6	-2,2	12,8	-17,9	0,4	2,0	12,4	-19,9	-3,8	-4,6
Sep	-68,3	40,4	-0,2	2,1	0,3	0,6	-61,7	37,3	-7,9	0,9	-53,8	36,3	-6,6	0,4
OCt	-68,8	30,3	-0,1	-0,3	-0,4	1,3	-54,2	22,4	-4,4	7,6	-49,8	14,8	-14,2	7,0
Nov	-78,3	39,9	0,9	1,2	-1,6	-0,3	-65,5	34,8	-7,8	-7,0	-57,6	41,8	-12,1	4,2
Dic	42,5	-50,1	-1,3	1,6	2,2	-2,0	31,3	-51,2	-4,4	15,5	35,8	-66,7	10,2	1,5
2003 Ene	-9,5	-0,2	0,5	-2,4	-2,3	-6,2	6,5	3,4	-2,0	9,3	8,5	-5,8	-14,1	5,0
Feb	-81,9	61,1	-0,5	-2,0	-3,8	-2,9	-55,1	54,5	-3,8	6,1	-51,3	48,4	-22,4	11,4

2. Otras inversiones, por sectores e instrumentos¹⁾

2.1. Eurosistema

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

Fuente: BCE.

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

2) Véanse las notas generales para la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

2.2. Administraciones Públicas

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

2.3. IFM (excluido el Eurosistema)

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	16	17	18	19	20	21
1999	15,5	160,5	176,0	0,8	0,7	1,5
2000	-126,3	283,5	157,1	-4,1	5,3	1,3
<i>Ampliación de la zona del euro</i>						
2001	-213,6	223,7	10,0	-13,9	9,8	-4,1
2002	-163,6	32,5	-131,1	-3,7	-2,9	-6,6
2001 IV	-41,6	3,3	-38,2	-4,7	1,3	-3,4
2002 I	24,1	19,7	43,9	-5,5	6,0	0,5
II	-61,8	-10,5	-72,3	-0,9	-1,3	-2,2
III	-32,6	7,6	-25,0	-2,3	2,0	-0,3
IV	-93,4	15,6	-77,7	5,0	-9,7	-4,6

2.4. Otros sectores

	Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	22	23	24	25	26	27	28	29	30
1999	-7,5	4,8	-2,7	-18,9	21,7	2,9	-23,0	11,3	-11,7
2000	-14,6	10,5	-4,0	-25,2	64,0	38,8	-5,7	-5,0	-10,7
<i>Ampliación de la zona del euro</i>									
2001	-0,4	0,6	0,1	-25,3	10,6	-14,7	-0,3	0,4	0,1
2002	-9,6	-2,3	-11,9	-43,5	14,4	-29,1	-2,8	4,3	1,5
2001 IV	2,6	-1,2	1,4	-27,7	-2,3	-30,0	-0,1	0,5	0,4
2002 I	-1,2	-0,5	-1,7	5,0	5,3	10,3	-1,6	0,8	-0,8
II	-3,6	-1,4	-5,0	-11,4	2,9	-8,6	-0,1	0,9	0,8
III	-2,8	0,9	-1,9	-23,9	-7,2	-31,2	-0,1	2,0	1,9
IV	-2,0	-1,4	-3,4	-13,1	13,5	0,4	-1,0	0,6	-0,4

3. Activos de reserva¹⁾

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles						Otros activos	
					Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	10,1	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
Ampliación de la zona del euro												
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2002	-2,2	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,2	8,4	-0,2	0,0
2001 IV	3,3	0,1	-0,1	0,8	2,4	2,7	1,7	0,0	4,8	-6,9	0,0	0,0
2002 I	-3,1	-0,2	0,0	-0,4	-2,4	-1,7	-12,4	0,0	4,2	7,4	0,0	0,0
II	6,7	0,5	0,5	-2,1	7,8	-0,6	1,2	0,0	4,3	3,1	-0,2	0,0
III	-4,6	-0,1	-0,2	0,2	-4,6	-2,4	-3,0	0,0	1,9	-1,2	0,0	0,0
IV	-1,3	0,4	-0,1	0,3	-1,9	2,3	-1,2	0,0	-2,2	-0,9	0,0	0,0

Fuente: BCE.

1) Aumento (-); disminución (+).

Cuadro 8.7

Posición de inversión internacional¹⁾ 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	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta^{2) 3)}							
1997	16,3	0,3	181,5	-750,5	-5,9	223,8	367,3
1998	-170,1	-2,8	152,0	-748,5	2,3	86,5	337,6
1999	-297,3	-4,7	369,6	-881,2	16,0	-183,9	382,2
2000	-414,7	-6,3	428,4	-804,9	8,5	-437,2	390,4
2001	-152,2	-2,2	530,7	-682,7	-5,9	-387,0	392,7
Activos							
1999	5.796,7	92,5	1.174,5	2.058,1	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.740,0	102,5	1.609,7	2.344,1	117,9	2.277,9	390,4
2001	7.459,4	109,3	1.859,9	2.499,8	123,7	2.583,4	392,7
Pasivos							
1999	6.094,0	97,2	804,9	2.939,3	95,1	2.254,7	-
2000	7.154,7	108,9	1.181,2	3.149,1	109,3	2.715,1	-
2001	7.611,6	111,5	1.329,2	3.182,5	129,5	2.970,5	-

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente, préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente, préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM ⁴⁾	No IFM	Total	IFM ⁴⁾	No IFM	Total	IFM ⁴⁾	No IFM	Total	IFM ⁴⁾	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	938,7	85,7	853,0	235,8	1,8	234,0	606,3	24,3	582,0	198,6	1,7	196,9
2000	1.256,0	115,9	1.140,1	353,7	2,3	351,3	880,6	31,8	848,8	300,7	1,8	298,9
2001	1.478,4	132,0	1.346,4	381,5	2,6	378,9	985,6	42,4	943,2	343,6	2,6	341,0

3.1. Inversiones de cartera, por instrumentos

	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 instrumentos y sectores tenedores

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Eurosis-tema	IFM ⁴⁾	No IFM			Eurosis-tema	IFM ⁴⁾	No IFM			Eurosis-tema	IFM ⁴⁾	No IFM		
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores
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 los anteriores.

4) Excluido el Eurosistema.

4. Otras inversiones, por sectores e instrumentos

	Eurosistema						AAPP							
	Total		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos		Total		Créditos comerciales		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	3,1	27,4	3,0	27,1	0,1	0,3	125,5	57,3	2,5	0,1	72,4	45,4	50,6	11,8
2000	3,0	32,2	2,9	31,9	0,1	0,3	133,8	60,0	2,8	0,2	77,5	47,7	53,5	12,1
2001	3,0	36,4	2,9	36,2	0,1	0,2	132,5	63,8	3,1	0,2	73,6	51,4	55,9	12,3

	IFM (excluido el Eurosistema)						Otros sectores							
	Total		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos		Total		Créditos comerciales		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
1999	1.317,7	1.823,5	1.291,8	1.798,1	25,9	25,5	624,5	346,5	161,0	90,7	394,2	225,7	69,3	30,1
2000	1.458,5	2.168,4	1.421,4	2.126,4	37,1	42,0	682,6	454,5	179,5	110,2	418,9	314,8	84,2	29,5
2001	1.719,5	2.407,3	1.668,6	2.354,1	50,9	53,2	728,4	462,9	177,6	109,7	478,4	321,9	72,4	31,4

5. Reservas y otros activos del Eurosistema y del Banco Central Europeo¹⁾

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

	Activos de reserva													Pro memoria: otros activos	
	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Activos financieros denominados en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	
					Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros			
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Eurosistema ¹⁾															
1998 Dic ⁴⁾	329,4	99,6	404,131	5,2	23,4	201,2	12,6	19,6	169,0	0,0	116,6	52,4	0,0	0,0	7,6
1999 Dic	372,1	116,4	402,758	4,5	24,3	226,9	13,5	23,0	190,7	0,0	133,9	56,8	-0,2	0,0	14,6
2000 Dic	377,2	117,1	399,537	4,3	20,8	235,0	9,7	20,1	204,4	0,0	154,0	50,4	0,7	0,0	15,8
Ampliación de la zona del euro															
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 Ene	363,4	135,5	398,728	4,7	24,4	198,8	13,1	38,5	146,6	-	-	-	0,6	0,0	20,4
Feb	352,2	128,2	397,765	4,8	24,3	194,9	10,4	38,4	145,6	-	-	-	0,5	0,0	19,3
Mar	339,2	122,3	397,765	4,7	24,5	187,7	7,9	36,4	142,8	-	-	-	0,6	0,0	18,9
Banco Central Europeo ⁵⁾															
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
Ampliación de la zona del euro															
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 Ene	42,9	8,4	24,656	0,2	0,0	34,4	0,8	9,5	24,1	-	-	-	0,0	0,0	2,9
Feb	42,0	7,9	24,656	0,2	0,0	33,9	1,3	8,8	23,8	-	-	-	0,0	0,0	2,6
Mar	40,5	7,6	24,656	0,2	0,0	32,8	0,9	9,3	22,6	-	-	-	0,0	0,0	3,0

Fuente: BCE.

- 1) En la dirección del BCE en Internet pueden encontrarse datos más completos de acuerdo con el modelo de reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera.
- 2) La variación en las tenencias de oro por parte del Eurosistema se debe a las transacciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el acuerdo de los bancos centrales sobre el oro, de 26 de septiembre de 1999.
- 3) Los datos no son totalmente comparables con los del cuadro 1.1, por diferencias en cobertura y valoración.
- 4) Saldo a 1 de enero de 1999.
- 5) Parte de las reservas del Eurosistema.

9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro

Cuadro 9

1. En términos nominales, en términos reales y valores unitarios por producto^{1) 2)}

(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: manufac- turas	Total				Pro memoria:		Exporta- ciones	Importa- ciones
	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Manufac- turas	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
Ampliación de la zona del euro													
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	106,3	98,9
2002	1.073,3	489,6	226,5	301,3	935,9	970,5	544,2	159,5	227,0	704,6	101,9	107,5	95,0
2001 IV	272,9	122,4	63,1	75,1	238,8	247,5	137,0	44,8	57,3	181,8	23,1	104,9	94,2
2002 I	258,5	118,9	53,8	72,8	225,9	239,5	134,8	39,5	55,8	175,9	22,7	107,4	94,2
II	273,0	127,5	57,4	74,8	238,4	248,5	141,8	40,5	57,0	180,7	25,8	108,1	95,9
III	265,4	120,2	55,4	75,9	231,5	232,9	130,2	37,7	56,1	169,4	26,0	107,7	94,5
IV	276,4	123,1	59,9	77,8	240,1	249,5	137,3	41,9	58,1	178,7	27,4	107,0	95,3
2002 Sep	89,6	40,5	18,3	25,9	78,0	80,4	45,2	13,4	18,8	58,6	8,7	108,2	94,4
Oct	98,6	43,9	20,4	28,9	85,9	89,1	50,1	14,1	20,9	64,2	9,9	106,7	95,8
Nov	92,9	41,5	20,0	26,5	80,9	83,1	45,4	14,6	19,3	60,1	8,3	108,5	96,1
Dic	84,8	37,7	19,5	22,4	73,3	77,4	41,8	13,2	18,0	54,3	9,2	105,7	94,0
2003 Ene	82,1	38,1	15,9	23,2	71,0	83,0	46,6	13,2	19,2	58,8	10,1	107,2	96,7
Feb	84,6	39,3	17,0	23,3	73,8	79,4	45,4	12,1	17,8	56,9	8,9	108,0	97,0
En términos reales (tasas de variación interanuales; 2000=100 para las columnas 12 y 13)													
1999	2,2	2,8	-0,8	3,3	1,4	6,1	3,5	12,9	7,7	7,1	6,0	89,3	95,1
2000	12,4	12,5	12,7	12,7	13,6	5,9	6,8	11,7	4,5	8,9	4,7	99,9	99,9
Ampliación de la zona del euro													
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	98,7
2002	1,8	1,0	-3,5	4,3	1,2	-1,5	-2,5	-8,2	1,6	-2,7	-1,5	107,3	97,1
2001 IV	-0,4	-3,8	0,9	3,1	-0,5	-5,7	-4,9	-12,8	-1,7	-8,0	0,5	103,9	96,8
2002 I	-2,3	-3,8	-7,1	1,9	-3,0	-6,1	-6,1	-17,9	-1,0	-8,8	-1,3	106,2	96,5
II	2,7	2,7	-2,5	4,8	2,4	-1,4	-1,7	-9,4	2,4	-2,7	-3,1	107,5	97,5
III	4,7	3,5	-0,3	6,5	3,9	0,8	-0,6	-0,3	1,6	0,7	-2,6	108,3	97,1
IV	2,3	1,8	-4,0	4,2	1,6	0,4	-1,9	-4,2	3,0	0,0	-0,9	107,1	97,3
2002 Sep	9,0	9,2	4,2	8,2	8,9	3,6	2,0	2,6	4,7	3,9	-3,9	108,8	96,9
Oct	0,5	-0,6	-7,3	4,1	-0,4	-0,2	-0,9	-7,3	2,2	-0,3	-0,7	106,7	97,8
Nov	1,9	0,4	-1,2	4,1	2,0	-3,0	-5,9	-3,3	-1,3	-3,7	-3,5	108,3	98,3
Dic	4,9	5,4	-1,3	4,6	3,8	4,2	0,3	-0,5	8,3	4,0	0,9	106,4	95,8
2003 Ene	3,8	3,2	-1,9	5,2	2,8	2,2	-1,9	9,6	4,8	3,6	-3,8	108,7	98,5
Feb	2,7	3,4	1,2	-1,0	2,5	2,6	1,1	1,9	2,3	4,6	-7,3	109,3	99,5
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	82,0
2000	8,3	11,0	7,4	5,1	7,2	21,9	28,3	11,8	8,7	13,5	84,8	100,0	100,0
Ampliación de la zona del euro													
1999	2,3	1,7	2,7	1,4	2,4	3,5	3,9	3,4	1,4	2,0	39,4	92,4	82,0
2000	8,3	11,0	7,4	5,1	7,2	21,9	28,3	11,8	8,7	13,5	84,8	100,0	100,0
Ampliación de la zona del euro													
2001	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	-0,6	0,5	-0,7	-2,4	-2,8	-2,2	-1,0	-1,6	-3,7	100,3	97,8
2001 IV	-1,6	-3,1	-0,2	0,2	-1,0	-7,5	-11,5	-2,8	-1,0	-2,6	-34,5	101,0	97,3
2002 I	0,9	-0,5	1,5	2,9	0,9	-3,4	-5,7	-0,6	1,1	-0,6	-16,8	101,1	97,6
II	-0,7	-1,4	-0,3	0,4	-0,6	-3,2	-4,2	-1,8	-1,1	-1,6	-8,4	100,6	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	99,5	97,3
IV	-1,1	-1,0	-1,6	-0,7	-1,2	0,6	2,6	-2,9	-1,4	-1,5	19,7	99,9	97,9
2002 Sep	-1,5	-2,6	-1,2	0,2	-1,6	-1,6	-1,4	-1,8	-1,8	-1,4	0,4	99,5	97,5
Oct	0,0	-0,3	-0,8	0,9	0,0	1,4	3,2	-1,6	-0,4	-0,6	19,6	100,0	97,9
Nov	-0,9	-0,8	-1,4	-0,6	-1,1	0,3	1,8	-3,2	-0,6	-1,4	15,4	100,2	97,8
Dic	-2,3	-2,0	-2,7	-2,4	-2,5	0,1	2,8	-3,9	-3,2	-2,6	24,5	99,4	98,1
2003 Ene	-2,5	-2,0	-2,7	-2,6	-2,7	1,3	4,5	-6,1	-1,8	-2,7	32,6	98,6	98,2
Feb	-2,4	-1,5	-2,3	-3,3	-2,5	0,1	4,1	-6,9	-4,8	-4,4	33,8	98,8	97,4

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

- 1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadro 8.2).
- 2) La desagregación por productos de las columnas 2 a 4 y 7 a 9 se ha realizado de conformidad con la Clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 5 y 10) y el petróleo (columna 11) se detallan conforme a la CUCI Rev.3.

2. Desagregación por áreas geográficas¹⁾

(mm de euros; sin desestacionalizar, salvo indicación en contrario)

	Total	Total (d)	Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Estados 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	115,2
2000	1.013,7	-	189,7	38,8	23,2	94,6	63,4	171,4	34,2	151,6	56,1	46,7	144,1
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	1.073,3	-	203,1	36,7	24,6	112,0	63,7	180,7	32,5	169,8	59,5	42,9	.
2001 IV	272,9	262,5	50,9	9,6	6,2	27,7	16,2	45,0	8,8	43,3	15,8	12,6	36,7
2002 I	258,5	268,8	51,8	9,2	6,0	26,3	15,9	44,6	7,9	39,4	14,0	10,2	33,2
II	273,0	270,5	51,5	9,3	6,2	28,9	16,2	45,9	7,8	42,8	15,6	11,3	37,6
III	265,4	269,6	49,8	8,3	6,0	27,7	15,6	44,1	8,3	42,8	14,8	10,5	37,5
IV	276,4	267,7	50,0	9,9	6,5	29,1	16,0	46,1	8,5	44,9	15,1	10,9	.
2002 Sep	89,6	90,3	17,3	3,1	2,2	9,8	5,4	14,4	2,8	14,2	4,7	3,2	12,4
Oct	98,6	89,0	17,9	3,6	2,3	10,7	5,8	16,6	3,0	15,6	5,3	4,1	13,7
Nov	92,9	90,5	17,2	3,5	2,2	10,0	5,5	15,7	2,9	14,4	4,8	3,4	13,4
Dic	84,8	88,2	14,9	2,8	1,9	8,3	4,7	13,8	2,6	14,9	5,0	3,4	.
2003 Ene	82,1	89,4	15,3	3,0	1,9	8,9	5,3	14,2	2,5	12,3	4,5	3,1	.
Feb	84,6	90,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
% variación sobre año anterior													
2003 Feb	0,3	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	96,6
2000	1.008,4	-	156,6	38,0	21,8	76,8	49,8	140,7	65,5	211,6	72,2	39,7	135,8
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	970,5	-	143,4	34,1	21,5	93,4	51,9	124,5	52,0	202,8	68,3	38,9	.
2001 IV	247,5	241,2	39,2	8,7	5,7	22,9	14,0	32,7	13,5	50,4	16,9	9,4	34,1
2002 I	239,5	241,0	36,1	8,2	5,1	22,2	12,7	32,9	12,8	49,2	17,8	9,3	33,2
II	248,5	245,5	37,5	8,9	5,2	23,9	13,6	32,9	13,5	48,7	17,1	10,6	36,6
III	232,9	241,9	33,5	7,9	5,2	22,5	12,3	28,4	12,3	51,0	16,2	9,8	33,8
IV	249,5	243,9	36,4	9,1	6,0	24,7	13,3	30,2	13,4	53,8	17,2	9,1	.
2002 Sep	80,4	80,6	11,9	3,0	1,8	8,0	4,3	8,9	4,2	17,8	5,8	3,3	11,4
Oct	89,1	81,7	12,3	3,2	2,0	9,0	4,9	10,8	4,9	19,3	6,4	3,6	12,8
Nov	83,1	82,0	12,1	3,0	2,0	8,3	4,4	10,6	4,6	18,0	5,4	2,9	11,8
Dic	77,4	80,2	12,0	2,8	2,0	7,4	4,0	8,9	4,0	16,5	5,4	2,6	.
2003 Ene	83,0	82,5	10,9	2,7	1,9	8,0	4,1	9,7	4,4	18,7	6,2	3,0	.
Feb	79,4	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
% variación sobre año anterior													
2003 Feb	2,7	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Saldo													
1999	51,6	-	30,4	-0,1	2,6	17,0	12,9	21,9	-27,1	-32,6	-0,6	8,7	18,6
2000	5,3	-	33,1	0,8	1,4	17,8	13,6	30,7	-31,3	-60,0	-16,1	7,0	8,3
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	102,8	-	59,7	2,6	3,1	18,6	11,8	56,3	-19,4	-32,9	-8,8	4,1	.
2001 IV	25,3	21,3	11,8	0,9	0,5	4,8	2,2	12,3	-4,6	-7,1	-1,1	3,1	2,6
2002 I	19,0	27,7	15,7	1,0	0,9	4,1	3,2	11,7	-4,9	-9,8	-3,8	1,0	0,1
II	24,5	25,0	13,9	0,4	1,0	5,0	2,7	13,0	-5,7	-6,0	-1,5	0,6	1,0
III	32,5	27,6	16,4	0,5	0,8	5,2	3,3	15,7	-4,0	-8,2	-1,4	0,7	3,6
IV	26,8	23,8	13,6	0,8	0,4	4,4	2,7	15,9	-4,9	-9,0	-2,1	1,8	.
2002 Sep	9,2	9,7	5,4	0,1	0,4	1,8	1,1	5,6	-1,4	-3,6	-1,2	0,0	1,0
Oct	9,6	7,3	5,6	0,4	0,3	1,7	0,9	5,8	-1,8	-3,7	-1,1	0,5	0,9
Nov	9,8	8,5	5,1	0,4	0,2	1,7	1,1	5,1	-1,7	-3,6	-0,6	0,5	1,6
Dic	7,4	8,0	3,0	0,0	-0,1	0,9	0,8	4,9	-1,4	-1,7	-0,4	0,8	.
2003 Ene	-0,9	6,9	4,4	0,3	0,0	0,9	1,2	4,5	-1,9	-6,4	-1,7	0,1	.
Feb	5,2	7,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadros 8.1 y 8.2).

10 Tipos de cambio

Cuadro 10

Tipos de cambio

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

	Tipo de cambio efectivo del euro ¹⁾						Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro ²⁾			
	Grupo reducido				Grupo amplio		Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Libra esterlina
	Nominal	Deflactado por IPC	Deflactado por IPRI	Deflactado por CLUM	Nominal	Deflactado por IPC				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997	99,1	99,4	99,3	100,6	90,4	96,5	1,134	137,1	1,644	0,692
1998	101,5	101,3	101,6	99,4	96,6	99,1	1,121	146,4	1,622	0,676
1999	95,7	95,7	95,7	96,0	96,6	95,8	1,066	121,3	1,600	0,659
2000	85,7	86,3	87,1	87,1	88,2	86,0	0,924	99,5	1,558	0,609
<i>Ampliación de la zona del euro</i>										
2001	87,3	88,6	89,3	87,7	91,0	87,8	0,896	108,7	1,511	0,622
2002	90,0	92,5	92,9	90,7	95,6	91,7	0,946	118,1	1,467	0,629
2001 I	88,6	89,5	90,6	89,2	91,4	88,4	0,923	109,1	1,533	0,633
II	86,0	87,3	87,9	86,9	89,5	86,5	0,873	106,9	1,528	0,614
III	87,0	88,3	89,0	86,8	91,2	87,8	0,890	108,3	1,507	0,619
IV	87,5	89,3	89,9	87,9	92,0	88,4	0,896	110,5	1,473	0,621
2002 I	87,1	89,4	89,9	87,5	91,3	87,8	0,877	116,1	1,473	0,615
II	88,8	91,4	91,6	90,0	93,9	90,2	0,919	116,5	1,465	0,629
III	91,3	93,9	94,4	92,4	97,9	93,8	0,984	117,2	1,464	0,635
IV	92,5	95,4	95,6	92,9	99,4	95,0	0,999	122,4	1,467	0,636
2003 I	96,9	100,1	100,0	-	104,1	99,3	1,073	127,6	1,466	0,670
2001 Ene	89,2	89,9	91,0	-	91,7	88,7	0,938	109,6	1,529	0,635
Feb	88,3	89,1	90,4	-	91,0	88,1	0,922	107,1	1,536	0,634
Mar	88,4	89,4	90,5	-	91,4	88,5	0,910	110,3	1,535	0,629
Abr	87,6	88,8	89,6	-	91,0	88,0	0,892	110,4	1,529	0,622
May	85,9	87,2	87,7	-	89,3	86,3	0,874	106,5	1,533	0,613
Jun	84,7	86,0	86,5	-	88,1	85,1	0,853	104,3	1,522	0,609
Jul	85,4	86,8	87,2	-	89,1	86,0	0,861	107,2	1,514	0,609
Ago	87,7	89,0	89,6	-	91,8	88,3	0,900	109,3	1,514	0,627
Sep	88,0	89,3	90,0	-	92,6	89,0	0,911	108,2	1,491	0,623
Oct	88,0	89,6	90,1	-	92,8	89,2	0,906	109,9	1,479	0,624
Nov	86,8	88,4	89,2	-	91,3	87,6	0,888	108,7	1,466	0,618
Dic	87,7	89,8	90,3	-	91,9	88,5	0,892	113,4	1,475	0,620
2002 Ene	87,6	89,9	90,5	-	91,6	88,1	0,883	117,1	1,475	0,617
Feb	86,8	89,0	89,6	-	91,1	87,5	0,870	116,2	1,477	0,612
Mar	86,8	89,3	89,7	-	91,2	87,9	0,876	114,7	1,468	0,616
Abr	87,2	89,7	90,1	-	91,7	88,2	0,886	115,8	1,466	0,614
May	88,6	91,1	91,4	-	93,7	90,0	0,917	115,9	1,457	0,628
Jun	90,6	93,2	93,4	-	96,4	92,5	0,955	117,8	1,472	0,644
Jul	91,7	94,4	94,7	-	98,2	94,2	0,992	117,1	1,462	0,639
Ago	91,1	93,6	94,2	-	97,7	93,5	0,978	116,3	1,464	0,636
Sep	91,2	93,7	94,4	-	98,0	93,7	0,981	118,4	1,465	0,631
Oct	91,7	94,3	94,5	-	98,5	94,2	0,981	121,6	1,465	0,630
Nov	92,5	95,1	95,3	-	99,3	94,7	1,001	121,7	1,467	0,637
Dic	93,6	96,7	96,8	-	100,4	96,0	1,018	124,2	1,468	0,642
2003 Ene	95,8	98,8	99,0	-	103,0	98,1	1,062	126,1	1,462	0,657
Feb	97,1	100,2	100,2	-	104,4	99,4	1,077	128,6	1,467	0,670
Mar	97,9	101,3	100,6	-	105,1	100,2	1,081	128,2	1,469	0,683
Abr	98,6	102,0	101,3	-	105,2	100,2	1,085	130,1	1,496	0,689
% var. sobre mes anterior ⁴⁾										
2003 Abr	0,7	0,7	0,7	-	0,2	0,0	0,4	1,5	1,8	0,9
% var. sobre año anterior ⁴⁾										
2003 Abr	13,0	13,7	12,5	-	14,8	13,7	22,5	12,4	2,1	12,2

Fuente: BCE.

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

2) Hasta diciembre de 1998, tipos de cambio del ECU (fuente BPI); a partir de enero de 1999, tipos de cambio del euro.

3) Hasta septiembre del 2000 se muestran tipos indicativos para estas monedas, dado que hasta entonces el BCE no ofrecía tipos de referencia oficiales para ellas.

Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro ²⁾								
Corona sueca	Corona danesa	Corona noruega	Dólar canadiense	Dólar australiano	Dólar de Hong Kong ³⁾	Won coreano ³⁾	Dólar de Singapur ³⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	
8,65	7,48	8,02	1,569	1,528	8,75	1.069,8	1,678	1997
8,92	7,50	8,47	1,665	1,787	8,69	1.568,9	1,876	1998
8,81	7,44	8,31	1,584	1,652	8,27	1.267,3	1,806	1999
8,45	7,45	8,11	1,371	1,589	7,20	1.043,5	1,592	2000
<i>Ampliación en la zona del euro</i>								
9,26	7,45	8,05	1,386	1,732	6,99	1.154,8	1,604	2001
9,16	7,43	7,51	1,484	1,738	7,37	1.175,5	1,691	2002
9,00	7,46	8,20	1,410	1,741	7,20	1.174,7	1,616	2001 I
9,13	7,46	8,01	1,345	1,701	6,81	1.138,9	1,583	II
9,41	7,44	8,01	1,374	1,734	6,94	1.150,1	1,582	III
9,48	7,44	7,97	1,416	1,751	6,99	1.155,2	1,634	IV
9,16	7,43	7,81	1,398	1,692	6,84	1.155,3	1,607	2002 I
9,16	7,43	7,52	1,428	1,666	7,17	1.157,8	1,657	II
9,23	7,43	7,40	1,536	1,796	7,67	1.172,7	1,729	III
9,09	7,43	7,32	1,569	1,791	7,79	1.215,4	1,767	IV
9,18	7,43	7,57	1,620	1,809	8,37	1.288,9	1,872	2003 I
8,91	7,46	8,24	1,410	1,689	7,32	1.194,9	1,630	2001 Ene
8,98	7,46	8,21	1,403	1,724	7,19	1.153,8	1,607	Feb
9,13	7,46	8,16	1,417	1,807	7,09	1.173,4	1,611	Mar
9,11	7,46	8,11	1,390	1,785	6,96	1.183,5	1,617	Abr
9,06	7,46	7,99	1,347	1,681	6,82	1.133,7	1,586	May
9,21	7,45	7,94	1,302	1,647	6,65	1.104,1	1,550	Jun
9,26	7,44	7,97	1,315	1,689	6,71	1.120,3	1,569	Jul
9,31	7,45	8,06	1,386	1,717	7,02	1.154,0	1,586	Ago
9,67	7,44	8,00	1,426	1,804	7,11	1.178,3	1,593	Sep
9,58	7,44	8,00	1,422	1,796	7,07	1.178,6	1,640	Oct
9,42	7,45	7,92	1,415	1,717	6,93	1.137,5	1,625	Nov
9,44	7,44	7,99	1,408	1,735	6,96	1.147,0	1,639	Dic
9,23	7,43	7,92	1,413	1,709	6,89	1.160,8	1,625	2002 Ene
9,18	7,43	7,79	1,388	1,696	6,79	1.147,2	1,594	Feb
9,06	7,43	7,72	1,390	1,669	6,83	1.157,3	1,602	Mar
9,14	7,43	7,62	1,401	1,654	6,91	1.163,2	1,619	Abr
9,22	7,44	7,52	1,421	1,666	7,15	1.150,1	1,651	May
9,11	7,43	7,40	1,463	1,679	7,45	1.160,6	1,703	Jun
9,27	7,43	7,40	1,532	1,792	7,74	1.169,2	1,740	Jul
9,25	7,43	7,43	1,533	1,805	7,63	1.167,1	1,716	Ago
9,17	7,43	7,36	1,543	1,793	7,65	1.182,6	1,732	Sep
9,11	7,43	7,34	1,548	1,783	7,65	1.211,9	1,751	Oct
9,08	7,43	7,32	1,574	1,785	7,81	1.208,2	1,767	Nov
9,10	7,43	7,29	1,587	1,808	7,94	1.226,9	1,786	Dic
9,17	7,43	7,33	1,636	1,822	8,28	1.250,1	1,843	2003 Ene
9,15	7,43	7,54	1,630	1,811	8,40	1.282,8	1,880	Feb
9,23	7,43	7,84	1,594	1,795	8,43	1.335,4	1,895	Mar
9,15	7,43	7,83	1,585	1,781	8,46	1.337,4	1,928	Abr
% var. sobre ⁴⁾ mes anterior								
-0,8	0,0	-0,2	-0,6	-0,8	0,4	0,1	1,7	2003 Abr
% var. sobre ⁴⁾ año anterior								
0,2	-0,1	2,8	13,2	7,7	22,5	15,0	19,1	2003 Abr

4) Para la última observación mensual se ofrece la variación porcentual respecto al mes anterior y al mismo mes del año anterior. Una variación positiva indica apreciación del euro. Debido al cambio en el sistema de ponderaciones, los datos sobre tipos de cambio efectivos reales a partir de enero del 2001 no son totalmente comparables con las observaciones anteriores.

II Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE

Cuadro 11
Evolución económica y financiera

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	IAPC	Déficit (-) / superávit (+) de AAPP en % del PIB	Deuda bruta de AAPP en % del PIB	Rdto. ¹⁾ de la deuda pública a largo plazo en %	Tipo de cambio ²⁾ en moneda nacional por euro	Cuentas corriente y de capital (nueva), % del PIB	Costes laborales unitarios ³⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ⁴⁾	Tasa de desempleo normaliza- da en % sobre la población activa (d)	Agregado monetario amplio ⁵⁾	Tipo de interés ¹⁾ a 3 meses en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Dinamarca												
1999	2,1	3,3	53,0	4,91	7,44	1,8	2,4	2,6	1,8	4,8	-0,2	3,44
2000	2,7	2,6	47,4	5,64	7,45	1,5	1,7	2,8	6,2	4,4	1,1	5,00
2001	2,3	3,1	45,4	5,08	7,45	3,1	3,4	1,4	1,7	4,3	5,7	4,70
2002	2,4	1,9	45,2	5,06	7,43	2,9	1,1	1,6	0,0	4,5	3,6	3,54
2001 IV	2,0	-	-	4,83	7,44	0,7	3,5	1,0	-1,3	4,3	9,6	3,77
2002 I	2,5	-	-	5,21	7,43	2,7	2,3	1,2	-3,2	4,3	2,3	3,63
II	2,1	-	-	5,36	7,43	3,3	0,5	3,0	3,9	4,4	2,8	3,71
III	2,4	-	-	4,92	7,43	3,8	0,9	1,1	-1,2	4,6	3,0	3,57
IV	2,7	-	-	4,74	7,43	1,8	0,8	0,9	0,5	4,7	6,1	3,27
2003 I	.	-	-	4,30	7,43	.	.	.	.	.	.	2,83
2002 Oct	2,7	-	-	4,81	7,43	-	-	-	3,7	4,7	2,9	3,44
Nov	2,8	-	-	4,79	7,43	-	-	-	-0,2	4,7	4,7	3,31
Dic	2,6	-	-	4,61	7,43	-	-	-	-2,1	4,8	11,2	3,07
2003 Ene	2,6	-	-	4,43	7,43	-	-	-	.	4,9	17,7	2,97
Feb	2,9	-	-	4,21	7,43	-	-	-	.	5,0	20,9	2,83
Mar	.	-	-	4,26	7,43	-	-	-	.	.	.	2,67
Suecia												
1999	0,6	1,5	62,7	4,98	8,81	2,6	-1,2	4,6	2,2	6,7	6,8	3,32
2000	1,3	3,4	52,8	5,37	8,45	3,8	5,0	4,4	6,3	5,6	6,2	4,07
2001	2,7	4,5	54,4	5,11	9,26	3,8	5,8	1,1	-0,3	4,9	3,4	4,11
2002	2,0	1,2	52,4	5,31	9,16	4,1	2,1	1,9	-1,2	4,9	5,3	4,24
2001 IV	3,0	-	-	5,12	9,48	4,3	5,6	0,8	-2,3	4,9	6,2	3,85
2002 I	2,9	-	-	5,42	9,16	5,5	4,7	0,8	-1,1	4,9	7,0	4,00
II	1,9	-	-	5,64	9,16	5,3	0,8	3,1	0,2	4,9	5,3	4,43
III	1,5	-	-	5,16	9,23	4,1	1,4	2,4	-1,2	4,9	5,8	4,41
IV	1,6	-	-	5,00	9,09	1,8	1,7	1,3	-2,5	5,1	3,1	4,09
2003 I	2,9	-	-	4,59	9,18	.	.	.	.	5,3	5,6	3,72
2002 Nov	1,4	-	-	5,05	9,08	-	-	-	-1,6	5,1	2,8	4,12
Dic	1,7	-	-	4,89	9,10	-	-	-	-3,5	5,1	4,2	3,85
2003 Ene	2,6	-	-	4,71	9,17	-	-	-	1,7	5,4	5,2	3,83
Feb	3,3	-	-	4,48	9,15	-	-	-	-2,2	5,2	5,7	3,75
Mar	2,9	-	-	4,57	9,23	-	-	-	.	5,3	5,9	3,56
Abr	.	-	-	4,73	9,15	-	-	-	.	.	.	3,56
Reino Unido												
1999	1,3	1,1	45,1	5,01	0,659	-2,1	2,9	2,4	0,8	5,9	5,5	5,54
2000	0,8	3,9	42,1	5,33	0,609	-1,8	2,3	3,1	1,6	5,4	6,6	6,19
2001	1,2	0,8	39,0	5,01	0,622	-1,1	4,1	2,1	-2,1	5,0	8,1	5,04
2002	1,3	-1,4	38,6	4,91	0,629	-0,7	.	1,8	-3,4	5,1	6,0	4,06
2001 IV	1,0	-1,8	38,7	4,82	0,621	-1,5	3,4	1,9	-5,6	5,1	7,8	4,16
2002 I	1,5	2,8	37,7	5,13	0,615	-0,3	2,7	1,2	-5,7	5,1	6,1	4,08
II	0,9	-3,6	38,1	5,28	0,629	-1,7	2,6	1,6	-4,3	5,1	5,7	4,17
III	1,1	-0,7	37,7	4,71	0,635	0,3	1,5	2,2	-2,2	5,2	5,7	4,01
IV	1,6	-3,0	38,3	4,52	0,636	-1,1	.	2,2	-1,1	5,0	6,3	3,98
2003 I	1,5	-1,8	37,6	4,34	0,670	.	.	2,3	.	.	6,9	3,80
2002 Nov	1,6	-7,4	37,6	4,55	0,637	-	-	-	-1,6	5,1	6,1	3,97
Dic	1,7	-4,5	38,3	4,49	0,642	-	-	-	-0,9	4,9	7,2	4,02
2003 Ene	1,4	3,8	37,6	4,31	0,657	-	-	-	-2,1	5,0	6,6	3,98
Feb	1,6	-1,5	37,3	4,29	0,670	-	-	-	-1,3	.	6,8	3,75
Mar	1,6	-7,5	37,6	4,41	0,683	-	-	-	.	.	7,2	3,66
Abr	.	.	.	4,56	0,689	-	-	-	.	.	.	3,65

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 a la Seguridad Social a cargo de los empleadores.

4) Total, excepto construcción; ajustado por días laborables.

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

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

Cuadro 12.1

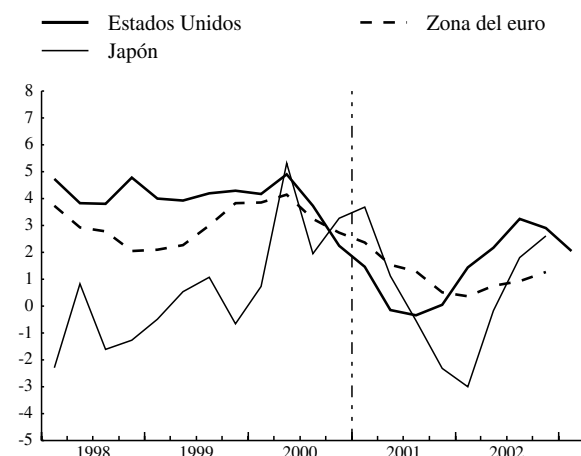
Evolución económica y financiera

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ¹⁾	Tasa de desempleo en % sobre la población activa (d)	M2 ²⁾	Tipos ³⁾ de depósitos interbancarios a 3 meses en %	Rendimiento ³⁾ de la deuda pública a 10 años en %	Tipo de cambio ⁴⁾ en moneda nacional por euro	Déficit (-) / superávit (+) fiscal ⁵⁾ en % del PIB	Deuda pública bruta ⁶⁾ en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
1999	2,2	-1,1	4,1	5,0	4,2	7,6	5,42	5,64	1,066	0,7	49,6
2000	3,4	3,2	3,8	5,2	4,0	6,1	6,53	6,03	0,924	1,4	44,3
2001	2,8	0,7	0,3	-4,1	4,8	8,7	3,78	5,01	0,896	-0,5	43,9
2002	1,6	-1,1	2,4	-1,0	5,8	7,7	1,80	4,60	0,946	-3,4	46,1
2001 IV	1,9	1,0	0,1	-6,2	5,6	10,3	2,15	4,74	0,896	-1,0	44,0
2002 I	1,3	-0,8	1,4	-4,0	5,6	9,1	1,90	5,06	0,877	-3,0	44,3
II	1,3	-1,5	2,2	-1,5	5,8	7,5	1,92	5,08	0,919	-3,3	44,6
III	1,6	-1,9	3,3	0,5	5,8	7,3	1,81	4,25	0,984	-3,4	45,2
IV	2,2	-0,3	2,9	1,1	5,9	7,0	1,55	3,99	0,999	-3,8	46,1
2003 I	2,9	1,2	2,1	0,4	5,8	6,9	1,33	3,90	1,073	.	.
2002 Nov	2,2	-	-	1,5	5,9	7,3	1,46	4,04	1,001	-	-
Dic	2,4	-	-	0,9	6,0	6,6	1,41	4,03	1,018	-	-
2003 Ene	2,6	-	-	0,9	5,7	6,7	1,37	4,02	1,062	-	-
Feb	3,0	-	-	0,4	5,8	6,8	1,34	3,90	1,077	-	-
Mar	3,0	-	-	0,0	5,8	7,1	1,29	3,79	1,081	-	-
Abr	.	-	-	.	6,0	.	1,30	3,94	1,085	-	-
Japón											
1999	-0,3	-2,4	0,1	0,2	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-7,2	118,2
2000	-0,7	-6,3	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,5	-7,4	126,1
2001	-0,7	5,8	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,7	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,0	0,3	-1,4	5,4	3,3	0,08	1,27	118,1	.	.
2001 IV	-1,0	11,1	-2,3	-12,6	5,4	3,2	0,08	1,35	110,5	.	.
2002 I	-1,4	6,6	-3,0	-9,9	5,3	3,6	0,10	1,46	116,1	.	.
II	-0,9	-1,7	-0,2	-3,8	5,4	3,5	0,08	1,37	116,5	.	.
III	-0,8	-7,6	1,8	3,2	5,4	3,3	0,07	1,24	117,2	.	.
IV	-0,5	-8,5	2,6	5,9	5,4	2,9	0,07	1,01	122,4	.	.
2003 I	-0,2	.	.	5,4	.	1,9	0,06	0,80	127,6	.	.
2002 Nov	-0,4	-8,2	-	5,3	5,3	3,2	0,07	0,99	121,7	-	-
Dic	-0,3	-8,4	-	7,0	5,4	2,1	0,06	0,97	124,2	-	-
2003 Ene	-0,4	-8,8	-	8,2	5,5	1,9	0,06	0,84	126,1	-	-
Feb	-0,2	.	-	4,8	5,2	1,9	0,06	0,83	128,6	-	-
Mar	-0,1	.	-	3,7	.	1,8	0,06	0,74	128,2	-	-
Abr	.	.	-	.	.	.	0,06	0,66	130,1	-	-

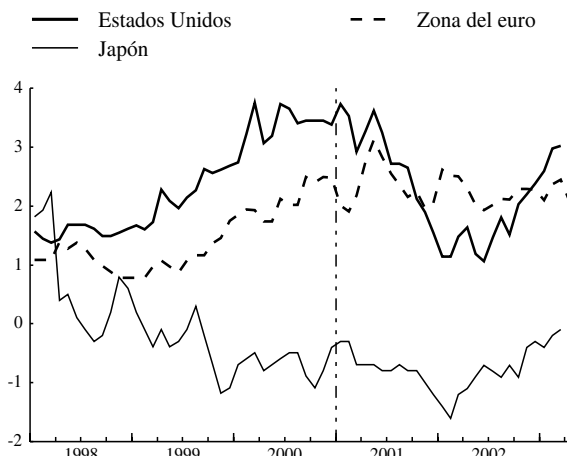
Producto interior bruto a precios constantes

(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) Manufacturas.

2) Media de los valores del período; M2 + CD para Japón.

3) Para más información, véanse cuadros 3.1 y 3.2.

4) Para más información, véase cuadro 10.

5) Para 1999 la fuente es cuentas financieras.

6) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

Cuadro 12.2

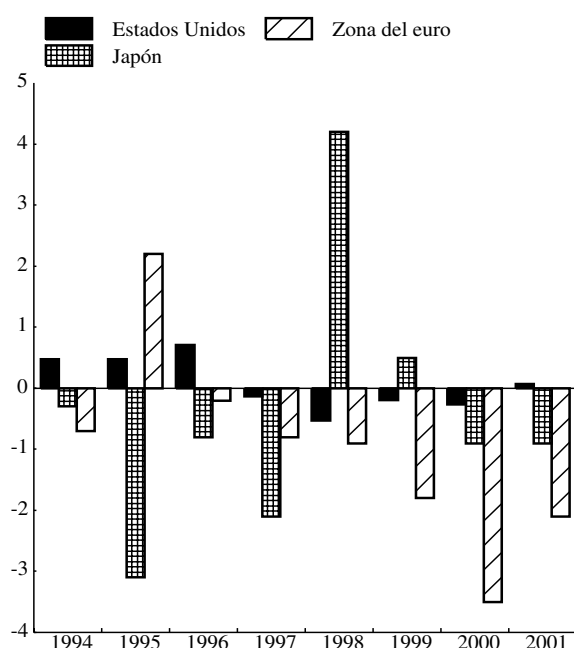
Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las empresas no financieras					Inversión y financiación de los hogares ¹⁾				
	Ahorro bruto	Forma- ción bruta de capital	Capaci- dad de financia- ción	Forma- ción bruta de capital	Forma- ción bruta de capital fijo	Adquisi- ciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Gasto de capital	Adquisi- ciones 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	4,6	11,2	6,2
2000	18,4	21,1	-4,0	9,7	9,1	12,3	7,5	12,6	2,7	12,5	3,0	11,5	5,7
2001	16,5	19,1	-3,7	7,9	8,5	3,7	7,7	3,7	2,0	13,0	5,5	11,6	5,7
2002	15,2	18,6	-4,6	7,7	7,7	2,3	7,6	2,9	0,2	12,8	6,4	12,7	6,8
2001 I	16,9	20,0	-4,1	8,6	8,9	4,6	7,1	5,6	2,2	12,9	4,0	11,4	3,5
II	16,6	19,3	-3,8	8,1	8,6	4,0	7,4	4,1	2,8	12,9	6,2	11,2	6,6
III	16,5	18,8	-3,5	7,7	8,3	2,6	7,8	2,2	0,8	12,9	9,1	12,8	9,1
IV	15,9	18,2	-3,6	7,1	8,0	3,8	8,5	2,8	2,3	13,4	2,7	10,9	3,7
2002 I	15,6	18,6	-4,1	7,5	7,8	2,6	7,9	2,8	0,3	12,8	6,5	12,3	6,7
II	15,5	18,7	-4,8	7,7	7,6	2,6	7,7	3,1	1,1	12,7	6,8	12,7	5,8
III	15,0	18,6	-4,7	7,8	7,6	1,2	7,5	2,1	-1,3	12,9	4,7	12,7	6,5
IV	14,8	18,7	-5,0	7,8	7,6	2,7	7,3	3,5	0,8	12,7	7,5	12,8	8,2
Japón													
1999	27,8	25,9	2,2	14,4	14,8	2,4	13,7	-3,5	1,7	5,2	5,1	11,5	0,2
2000	27,7	26,2	2,3	15,8	15,4	2,4	14,3	0,3	1,2	5,2	4,1	10,7	0,0
2001	26,4	25,6	2,0	15,7	15,2	-2,3	14,1	-5,7	1,7	4,9	3,0	8,6	-0,1
2002	.	23,7	.	.	.	-2,4	.	-6,6	-0,3	.	1,2	.	-2,1
2001 I	30,1	26,4	2,3	.	.	8,9	.	-2,4	2,2	.	-4,1	.	3,2
II	24,2	25,4	1,7	.	.	-26,7	.	-15,3	4,0	.	11,8	.	-4,5
III	25,9	25,3	2,1	.	.	6,3	.	-8,9	-1,1	.	-5,2	.	2,6
IV	25,5	25,5	2,0	.	.	2,3	.	3,2	1,5	.	8,8	.	-1,5
2002 I	29,6	22,8	3,4	.	.	10,0	.	-6,7	-2,5	.	-6,5	.	2,5
II	.	22,7	.	.	.	-25,0	.	-19,0	2,0	.	7,4	.	-8,0
III	.	23,7	.	.	.	-0,8	.	-7,5	-2,6	.	-4,3	.	-0,1
IV	.	25,0	.	.	.	6,0	.	5,8	1,5	.	7,3	.	-2,6

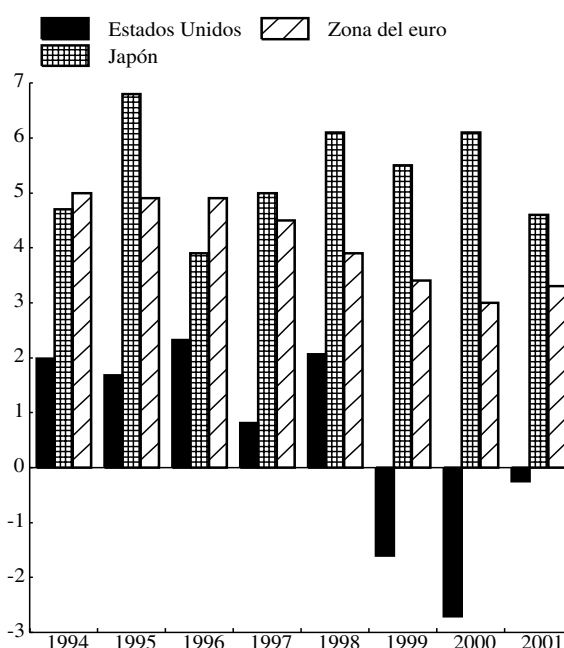
Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(en porcentaje del PIB)



Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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

Notas técnicas

Relativas a los cuadros 2.3 a 2.7

Cálculo de los flujos

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

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

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

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

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

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

Relativas al cuadro 2.4

Cálculo de las tasas de crecimiento

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

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

Como base se fija el índice (de las series sin desestacionalizar) igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de variación interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

Del mismo modo, la tasa de variación intermensual a_t^M del mes t se puede calcular como:

$$f) \quad a_t^M = \left(\frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right) \times 100$$

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

Por último, la media móvil de tres meses de M3 se obtiene como $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$.

Los redondeos pueden hacer que aparezcan diferencias con las tasas de variación interanuales incluidas en el cuadro 2.4. El índice de saldos ajustados está disponible con un grado de precisión más alto en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), en la página *Euro area statistics - download* (fichero con formato CSV), pudiendo calcularse exactamente a partir del mismo la tasa de variación que figura en el cuadro 2.4.

Desestacionalización de los agregados monetarios y de los préstamos de la zona del euro¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización de los agregados monetarios incluye un ajuste por días de la semana para algunos componentes de M2. La desestacionalización de M3 se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

¹ Para más detalles, véase «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», BCE (agosto 2000).

² Para más detalles, véase Findley, D., Monsell, B., Bell, W., Otto, M. y Chen, B. C. (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», *Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.* A efectos internos, se utilizan también modelos multiplicativos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase Gómez, V. y Maravall, A. (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones 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 a los cuadros 2.5 a 2.8

En lo posible, los datos se han armonizado y son comparables en el tiempo. Sin embargo, como resultado de la implantación en enero de 1999 de un nuevo sistema de remisión de información, los saldos de los períodos anteriores al primer trimestre de 1999 no son siempre directamente comparables con los que se refieren a períodos posteriores.

Los valores declarados para los cuadros 2.5 a 2.8 se revisan trimestralmente (en los boletines de marzo, junio, septiembre y diciembre), por lo que puede haber ligeras discrepancias entre estos cuadros y los que recogen los datos mensuales.

Cálculo de las tasas de crecimiento

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos ajustados. Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

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

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de variación interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$i) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^3 \left(1 + \frac{F_{t-3i}^Q}{L_{t-3(i+1)}} \right) - 1 \right] \times 100$$

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

Del mismo modo, la tasa de variación intertrimestral a_t^Q del trimestre que termina en el mes t se puede calcular como:

$$k) \quad a_t^Q = \left(\frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right) \times 100$$

$$l) \quad a_t^Q = \left(\frac{I_t}{I_{t-3}} - 1 \right) \times 100$$

Los redondeos pueden hacer que aparezcan diferencias con las tasas de variación interanuales incluidas en los cuadros 2.5 a 2.7. El índice de saldos ajustados está disponible con un grado de precisión más alto en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), en la página *Euro area statistics - download* (fichero en formato CSV), pudiendo calcularse exactamente a partir del mismo la tasa de variación que figura en los cuadros 2.5 a 2.7.

Relativas al cuadro 3.7

Cálculo de las tasas de crecimiento

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos ajustados. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t , el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos ajustados en el mes t queda definido como:

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

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de variación interanual a_t del mes t —es decir, la variación de los 12 meses que terminan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento en el campo de las estadísticas de emisiones de valores es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener los «flujos» utilizados en los agregados monetarios y las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores, para las que el BCE recopiló la información, por separado, sobre las emisiones brutas y las amortizaciones.

Relativas al cuadro 4.1

Desestacionalización del IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página 85*). La desestacionalización del IAPC total de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin

ajuste, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

Relativa al cuadro 8.2

Desestacionalización de la balanza por cuenta corriente de la balanza de pagos

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página 85*). En la balanza de bienes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de «día laborable», «año bisiesto» y «Semana Santa», mientras que en la balanza de servicios sólo se efectúa un ajuste previo por el número de días laborables. La desestacionalización de las balanzas de bienes y servicios se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas. Las balanzas de rentas y de transferencias corrientes no incluyen ningún tipo de ajuste. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

4 Véase la nota 1 en la página 85*.



Notas generales

Las bases para las estadísticas elaboradas por el Banco Central Europeo (BCE) se presentan en el documento titulado «Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC», de mayo del 2000. Este documento es una actualización del informe titulado «Requerimientos estadísticos para la tercera fase de la Unión Monetaria (*Implementation package*)», de julio de 1996. El documento comprende estadísticas monetarias y bancarias y estadísticas afines, estadísticas de balanza de pagos, estadísticas de posición de inversión internacional y cuentas financieras. Los requerimientos del BCE en lo que se refiere a estadísticas de precios y costes, cuentas nacionales, mercado de trabajo, ingresos y gastos públicos, indicadores a corto plazo de producción y demanda y encuestas empresarial y del consumidor de la Comisión Europea se describen en el documento titulado «Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales», de agosto del 2000¹.

Estas estadísticas comprenden la zona del euro en su conjunto. Los nuevos datos aparecerán en el *Boletín Mensual del BCE* cuando vayan estando disponibles. En la sección «Statistics» que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int) están disponibles series de datos más largas y detalladas. Los servicios disponibles en *Statistics on-line* permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated value*).

Dado que la composición del ECU no coincide con las monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, convertidos a ECU de las monedas participantes al correspondiente tipo de cambio del ECU, están afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros 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 convertidas de las monedas nacionales al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en los datos expresados en monedas nacionales.

Se han seguido los métodos habituales para consolidar y agregar (incluida la consolidación entre países).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el *Boletín Mensual del BCE* es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre fue el 7 de mayo de 2003.

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden revisarse. Pueden producirse discrepancias entre los totales y sus componentes, debidas al redondeo.

Las series estadísticas de referencia relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el período considerado. Por consiguiente, los datos de la zona del euro se refieren, hasta finales del 2000, al Euro 11 y, a partir del 2001, al Euro 12, señalándose, en su caso, las excepciones a esta regla.

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

Los datos de la zona del euro, más Grecia, hasta finales del 2000 pueden descargarse (en formato CSV) de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

El grupo de «Estados adherentes» está compuesto por la República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

Panorámica general

La evolución de las variables más relevantes de la zona del euro se resume en un cuadro general.

¹ Las estadísticas monetarias, bancarias y de los mercados financieros son responsabilidad del BCE en lo que se refiere a Europa; la responsabilidad de las estadísticas de balanza de pagos, de la posición de inversión internacional y de las cuentas financieras es compartida por el BCE y la Comisión Europea (Eurostat); las estadísticas de precios y costes y otras estadísticas económicas son responsabilidad de la Comisión Europea (Eurostat).

Estadísticas de política monetaria

En los cuadros 1.1 a 1.5 se recogen el estado financiero consolidado del Eurosistema, los datos de las operaciones del Eurosistema, las estadísticas relativas a las reservas mínimas y la posición de liquidez del sistema bancario. Los cuadros 1.2 y 1.3 reflejan el cambio a subastas a tipo variable ocurrido en junio del 2000.

Evolución monetaria y fondos de inversión

En los cuadros 2.1 a 2.3 se presentan los datos monetarios relativos a las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), incluido el Eurosistema. El cuadro 2.3 es consolidado; no se recogen los saldos entre IFM dentro de la zona del euro, pero todas las diferencias entre la suma de activos y pasivos, tal como se registran, se recogen en la columna 13. En el cuadro 2.4 figuran los agregados monetarios obtenidos de los balances consolidados de las IFM; incluye también algunos pasivos (monetarios) del Estado. Los datos de M3 que figuran en el cuadro 2.4 excluyen las tenencias en poder de no residentes de la zona del euro de: i) participaciones en fondos del mercado monetario radicados en la zona, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Por consiguiente, estas tenencias se incluyen en la partida pasivos exteriores que aparece en el cuadro 2.3 y, como resultado, afectan a la partida activos exteriores netos, del cuadro 2.4. En el cuadro 2.5 se recoge un análisis trimestral por sectores y plazos de vencimiento de los créditos concedidos por las IFM a residentes en la zona del euro. En el cuadro 2.6 se recoge un análisis trimestral de los depósitos mantenidos por residentes en la zona del euro con IFM. En el cuadro 2.7 se ofrece un análisis trimestral de los activos y pasivos de IFM frente a no residentes en la zona del euro. En el cuadro 2.8 se recoge un análisis trimestral por monedas de algunos de los epígrafes del balance de las IFM. Los cuadros 2.5 a 2.7 recogen los flujos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se derivan de operaciones, y las tasas de variación interanuales. En la dirección del BCE en Internet se publica la lista completa de Instituciones Financieras Monetarias. En el manual *Money and Banking*

Statistics Sector Manual: guidance for the statistical classification of customers (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las *Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias (BCE/1998/16), sustituido a partir de enero del 2003 por el Reglamento BCE/2001/13.

Como consecuencia de la entrada en vigor del Reglamento BCE/2001/13, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM. El término «instrumentos del mercado monetario» sigue apareciendo en los datos trimestrales de los cuadros 2.5 a 2.8, para los que aún no se dispone de datos para el año 2003, ya que los últimos datos disponibles corresponden al cuarto trimestre del 2002.

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 de los mercados bursátiles (cuadros 3.1 a 3.3), a partir de la información distribuida a través de

las pantallas de las diferentes agencias. Los detalles relativos a las estadísticas de tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela (cuadro 3.4) pueden consultarse en la nota al pie, que figura al final de la página correspondiente.

Las estadísticas sobre emisiones de valores 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 desglose por sectores emisores de valores denominados en euros, distinguiendo entre residentes y no residentes en la zona del euro. Para los primeros, el desglose por sectores se ajusta al Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95)². En el caso de los no residentes, el término «bancos (incluidos los bancos centrales)» se emplea para designar a las entidades similares a las IFM (incluido el Eurosistema) residentes fuera de la zona del euro. El término «organismos internacionales» incluye el Banco Europeo de Inversiones. El BCE forma parte del Eurosistema.

Los totales (columnas 1, 7 y 14) del cuadro 3.6 son idénticos a los saldos en circulación (columnas 8, 16 y 20), a las emisiones brutas (columnas 5, 13 y 17) y a las emisiones netas (columnas 7, 15 y 19) de los valores denominados en euros recogidos en el cuadro 3.5. Los saldos en circulación de valores

emitidos por IFM (columna 2) del cuadro 3.6 son bastante comparables con los saldos de valores distintos de acciones y participaciones e instrumentos del mercado monetario que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM en el cuadro 2.8.3 (columnas 2 y 10), aunque, por el momento, la cobertura de las estadísticas de emisiones de valores es algo menor.

En el cuadro 3.7 se presentan las tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor, basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional compra o vende activos financieros o contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento interanuales excluyen las reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En el cuadro 3.8 figuran los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro, detallados por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en el cuadro 6.1 (Principales pasivos, columna 20).

IAPC y otros precios

Salvo algunas excepciones, los datos que se presentan en esta sección y en la de Indicadores de la economía real los elaboran la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son

² Los códigos del SEC 95 correspondientes a los sectores que figuran en los cuadros del Boletín Mensual del BCE son los siguientes: IFM (incluido el Eurosistema), que comprende el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona del euro (S.121) y otras instituciones financieras monetarias (S.122); instituciones financieras no monetarias, que incluye otros intermediarios financieros (S.123), auxiliares financieros (S.124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125); sociedades no financieras (S.11); Administración Central (S.1311); y otras AAPP, que comprende la Administración Regional (S.1312), la Administración Local (S.1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S.1314).

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 desglose por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP) utilizada para el IAPC. El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Indicadores de la economía real

En relación con las estadísticas de cuentas nacionales (cuadros 4.2 y 5.1), la implantación del SEC 95 a partir del año 1999 ha comenzado a preparar el terreno para disponer de datos completamente comparables, incluidas las cuentas trimestrales de síntesis, para toda la zona del euro. Hasta 1999, los deflatores del PIB que aparecen en el cuadro 4.2.2 se han obtenido a partir de los datos nacionales en sus monedas respectivas. Los datos de cuentas nacionales contenidos en esta edición están elaborados según el SEC 95.

El cuadro 5.2 recoge otros indicadores de la economía real. La aplicación del Reglamento (CE) n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo, ampliará la cobertura de datos disponibles sobre la zona del euro. El detalle por uso final de los productos del cuadro 4.2.1 y 5.2.1 representa la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (secciones NACE C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001.

Los datos de encuestas de opinión (cuadro 5.3) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Los datos sobre empleo (cuadro 5.4) se basan en el SEC 95. Cuando la información para la zona

del euro sea incompleta, el BCE estimará algunos datos a partir de la información disponible. Las tasas de desempleo se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT). Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas a la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en el cuadro 5.4.

Ahorro, inversión y financiación

En el cuadro 6.1 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15). Los datos comprenden los saldos vivos y las operaciones clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial. En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

En el cuadro 6.2 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de las empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125) de la zona del euro. Al igual que en el cuadro 6.1, los datos incluyen los saldos vivos y las operaciones financieras y muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de este sector.

Los datos trimestrales de ambos cuadros se basan en las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas de emisiones de valores. El cuadro 6.1 también hace referencia a datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI. Si bien todos los países de la zona del euro contribuyen a las estadísticas relativas al balance de las IFM y a las emisiones de valores, hasta la fecha Irlanda y Luxemburgo no proporcionan datos trimestrales sobre las cuentas financieras nacionales.

En el cuadro 6.3 se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación para el conjunto de la zona del euro y para las sociedades no financieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales de los dos cuadros anteriores, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas

Los cuadros 7.1 a 7.3 muestran el déficit, la deuda y las operaciones de las Administraciones Públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados de la zona del euro son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos a déficit y deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el contexto del protocolo sobre déficit excesivo.

El cuadro 7.1 recoge los recursos y empleos de las Administraciones Públicas sobre la base de las definiciones establecidas en el Reglamento (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 protocolo sobre déficit excesivo. Los cuadros 7.1 y 7.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El cuadro 7.3 analiza las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre la variación de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio.

Balanza de pagos y posición de inversión internacional (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 8.7.1 a 8.7.4) 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 2000, sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2000/4), y a la documentación de Eurostat.

La balanza de pagos de la zona del euro la elabora el BCE. Hasta diciembre de 1998 inclusive, los datos se expresan en ECU. Los datos mensuales más recientes relativos a las estadísticas de balanza de pagos deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

Algunos de los datos anteriores se han estimado en parte y pueden no ser totalmente comparables con las observaciones más recientes. Este es el caso de los datos de la cuenta financiera anteriores a 1998, los de la cuenta de servicios anteriores a 1997, la estructura mensual de las rentas de los años 1997 a 1999 y la posición de inversión internacional (PII) a final de 1997. El cuadro 8.5.2 ofrece un desglose por sectores de los compradores pertenecientes a la zona del euro de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un desglose por sectores de los emisores pertenecientes a la zona del euro de los valores adquiridos por no residentes.

La PII de la zona del euro (cuadros 8.7.1 a 8.7.4) se elabora en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes (es decir, considerando la zona del euro como una economía única) a partir de finales de 1999, lo que da lugar a que los activos y los pasivos de la zona del euro se muestren por separado (véase también el recuadro 9 del *Boletín Mensual* de diciembre del 2002). La PII se elabora en términos «netos», es decir, agregando los datos nacionales relativos a las posiciones a finales de 1997 y finales de 1998. Cuando se utilizan las metodologías para elaborar la PII en términos «netos» y en términos de «fuera de la zona del euro», puede que no se obtengan resultados plenamente comparables. La PII se valora a precios de mercado, con la

excepción de los saldos de inversión directa, en los que, en gran medida, se utiliza el valor contable.

En el cuadro 8.7.5 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 8.7.5 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 el número de días laborables los índices nominales.

El desglose por productos corresponde a la Clasificación por destino económico de los bienes (basada en la definición de la CUCI Rev.3) de los bienes intermedios, de equipo y de consumo, y a la CUCI Rev. 3 para los bienes manufacturados y el petróleo. El desglose geográfico presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales.

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 basándose en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Hasta diciembre del 2000, el grupo reducido lo integran los países cuyas monedas figuran en el cuadro, más Grecia. 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 del sector manufacturero (IPRI) y los costes laborales unitarios de dicho sector (CLUM). En los casos en que no se dispone de deflatores, se utilizan estimaciones. Los tipos de cambio bilaterales que se incluyen corresponden a las doce monedas utilizadas por el BCE para el cálculo del tipo de cambio efectivo del euro del grupo reducido. El BCE publica tipos diarios de referencia para esas y otras monedas. Para más información, véase el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rates of the euro», de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann, febrero 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Evolución económica y financiera fuera de la zona del euro

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (cuadro 11) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en los cuadros y gráficos 12.1 y 12.2 se obtienen de fuentes nacionales.

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema¹

2 de enero de 2001

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

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

4 de enero de 2001

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

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

pales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

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

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

10 de mayo de 2001

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

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

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

30 de agosto de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 y 2000 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE 1999 y en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE 2000, respectivamente.

de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 5 de septiembre de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 31 de agosto de 2001.

13 de septiembre de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

17 de septiembre de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 19 de septiembre de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 18 de septiembre de 2001.

27 de septiembre, 11 de octubre y 25 de octubre de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

8 de noviembre de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de noviembre

de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 9 de noviembre de 2001.

6 de diciembre de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

Decide, además, que el valor de referencia para la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se mantenga en el 4,5%.

3 de enero de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

Decide, también, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2002. Al establecer este importe se tienen en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el 2002 y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

7 de febrero, 7 de marzo, 4 de abril, 2 de mayo, 6 de junio y 4 de julio de 2002

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

facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

10 de julio de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el segundo semestre del 2002, de 20 mm de euros a 15 mm de euros. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el segundo semestre del 2002, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

1 de agosto, 12 de septiembre, 10 de octubre y 7 de noviembre de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

5 de diciembre de 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de diciembre de 2002. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de diciembre de 2002.

Decide, además, que el valor de referencia para la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se mantenga en el 4,5%.

9 de enero de 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

23 de enero de 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria, decide aplicar las dos medidas que se exponen a continuación:

En primer lugar, se modificará el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, con lo que cada período empezará siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté prevista la valoración mensual de la política monetaria. Asimismo, como regla general, la aplicación de la variación de los tipos correspondientes a las facilidades permanentes coincidirá con el comienzo de un nuevo período de mantenimiento de reservas.

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

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

6 de febrero de 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principa-

les 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 la 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.

Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

Informe Anual

- «Informe Anual 1998», abril 1999.
 - «Informe Anual 1999», abril 2000.
 - «Informe Anual 2000», mayo 2001.
 - «Informe Anual 2001», abril 2002.
 - «Informe Anual 2002», mayo 2003.
-

Informe de Convergencia

- «Informe de Convergencia 2000», mayo 2000.
 - «Informe de Convergencia 2002», mayo 2002.
-

Boletín Mensual

Artículos publicados a partir de enero de 1999:

- «El área del euro al inicio de la Tercera Etapa», enero 1999.
- «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», enero 1999.
- «Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema», febrero 1999.
- «El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro», abril 1999.
- «El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias», abril 1999.
- «El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación», mayo 1999.
- «La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», mayo 1999.
- «Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro», julio 1999.
- «El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales», julio 1999.
- «El papel internacional del euro», agosto 1999.
- «Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999», agosto 1999.
- «Diferenciales de inflación en una unión monetaria», octubre 1999.
- «Los preparativos del SEBC para el año 2000», octubre 1999.
- «Políticas orientadas a la estabilidad y evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en los años noventa», noviembre 1999.
- «El sistema TARGET y los pagos en euros», noviembre 1999.
- «Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo», noviembre 1999.
- «La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera», enero 2000.
- «Las reservas exteriores y las operaciones del Eurosistema», enero 2000.
- «El Eurosistema y el proceso de ampliación de la UE», febrero 2000.
- «El proceso de consolidación en el sector de la liquidación de valores», febrero 2000.
- «Tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro», abril 2000.

«La UEM y la supervisión bancaria», abril 2000.

«El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria», mayo 2000.

«Evolución y características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro», mayo 2000.

«Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación», julio 2000.

«La transmisión de la política monetaria en la zona del euro», julio 2000.

«El envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro», julio 2000.

«Indicadores de precios y costes de la zona del euro: panorámica general», agosto 2000.

«El comercio exterior de la economía de la zona del euro: principales características y tendencias recientes», agosto 2000.

«Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», octubre 2000.

«Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea», octubre 2000.

«Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE», noviembre 2000.

«Cuestiones suscitadas por la aparición del dinero electrónico», noviembre 2000.

«La zona del euro tras la integración de Grecia», enero 2001.

«Formulación de la política monetaria en un entorno de incertidumbre», enero 2001.

«Relaciones del BCE con los organismos y foros internacionales», enero 2001.

«Características de la financiación empresarial en la zona del euro», febrero 2001.

«Hacia un nivel de servicio uniforme para los pagos al por menor en la zona del euro», febrero 2001.

«La política de comunicación del Banco Central Europeo», febrero 2001.

«Evaluación de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2001.

«El sistema de activos de garantía del Eurosistema», abril 2001.

«La introducción de los billetes y monedas en euros», abril 2001.

«Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario», mayo 2001.

«El nuevo marco para la adecuación de los recursos propios: el enfoque del BCE», mayo 2001.

«Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro», mayo 2001.

«Nuevas tecnologías y productividad en la zona del euro», julio 2001.

«Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro», julio 2001.

«Política fiscal y crecimiento económico», agosto 2001.

«Reformas de los mercados de productos en la zona del euro», agosto 2001.

«La consolidación de las entidades de contrapartida central en la zona del euro», agosto 2001.

«Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria», octubre 2001.

«Características de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las operaciones regulares de mercado abierto del Eurosistema», octubre 2001.

«El canje del efectivo en euros en los mercados fuera de la zona del euro», octubre 2001.

«El contenido informativo de los indicadores sintéticos del ciclo económico de la zona del euro», noviembre 2001.

«El marco de política económica de la UEM», noviembre 2001.

«Los fundamentos económicos y el tipo de cambio del euro», enero 2002.

«Preparativos de los billetes en euros: desde la puesta en circulación hasta el período posterior a su emisión», enero 2002.

«El mercado de valores y la política monetaria», febrero 2002.

«Evolución reciente de la cooperación internacional», febrero 2002.

«Funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro», abril 2002.

«El papel del Eurosistema en los sistemas de pago y de compensación», abril 2002.

«Cambios en las estadísticas de los balances y de los tipos de interés de las IFM», abril 2002.

«La gestión de la liquidez del BCE», mayo 2002.

«Cooperación internacional en materia de supervisión», mayo 2002.

«Incidencia del cambio de moneda sobre la evolución de los billetes y monedas en circulación», mayo 2002.

«Características del ciclo económico de la zona del euro en los años noventa», julio 2002.

«El diálogo del Eurosistema con los países candidatos a la adhesión a la UE», julio 2002.
 «Evolución de los flujos de inversión directa y de cartera de la zona del euro», julio 2002.
 «Convergencia de los niveles de precios y competencia en la zona del euro», agosto 2002.
 «Evolución reciente y riesgos del sector bancario de la zona del euro», agosto 2002.
 «Ahorro, financiación e inversión en la zona del euro», agosto 2002.
 «Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro», octubre 2002.
 «Principales características del mercado de repos de la zona del euro», octubre 2002.
 «La rendición de cuentas del BCE», noviembre 2002.
 «La transparencia en la política monetaria del BCE», noviembre 2002.
 «La composición del crecimiento del empleo en la zona del euro en los últimos años», noviembre 2002.
 «La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro», enero 2003.
 «CLS - Finalidad, concepto e implicaciones», enero 2003.
 «La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», febrero 2003.
 «Regímenes de tipo de cambio para las economías emergentes», febrero 2003.
 «La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población», abril 2003.
 «Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2003.
 «Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», abril 2003.
 «Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», mayo 2003.
 «Electronificación de los pagos en Europa», mayo 2003.
 «La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno », mayo 2003.

Occasional Papers

- 1 «The impact of the euro on money and bond markets», por J. Santillán, M. Bayle y C. Thygesen, julio 2000.
 - 2 «The effective exchange rates of the euro», por L. Buldorini, S. Makrydakis y C. Thimann, febrero 2002.
 - 3 «Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth», por C. Brand, D. Gerdesmeier y B. Roffia, mayo 2002.
 - 4 «Labour force developments in the euro area since the 1980's», por V. Genre y R. Gómez-Salvador, julio 2002.
 - 5 «The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: a comparison», por D. Russo, T. L. Hart y A. Schönenberger, septiembre 2002.
 - 6 «Banking integration in the euro area», por I. Cabral, F. Dierick y J. Vesala, diciembre 2002.
 - 7 «Economic relations with regions neighbouring the euro area in the 'Euro Time Zone'», por F. Mazzaferro, A. Mehl, M. Sturm, C. Thimann y A. Winkler, diciembre 2002.
-

Documentos de trabajo

- 1 «A global hazard index for the world foreign exchange markets», por V. Brousseau y F. Scacciavillani, mayo 1999.
- 2 «What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank», por C. Monticelli y O. Tristani, mayo 1999.
- 3 «Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world», por C. Detken, mayo 1999.
- 4 «From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries», por I. Angeloni y L. Dedola, mayo 1999.
- 5 «Core inflation: a review of some conceptual issues», por M. Wynne, mayo 1999.
- 6 «The demand for M3 in the euro area», por G. Coenen y J. L. Vega, septiembre 1999.

- 7 «A cross-country comparison of market structures in European banking», por O. de Bandt y E. P. Davis, septiembre 1999.
- 8 «Inflation zone targeting», por A. Orphanides y V. Wieland, octubre 1999.
- 9 «Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models», por G. Coenen, enero 2000.
- 10 «On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention», por R. Fatum, febrero 2000.
- 11 «Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?», por J. M. Berk y P. van Bergeijk, febrero 2000.
- 12 «Indicator variables for optimal policy», por L. E. O. Svensson y M. Woodford, febrero 2000.
- 13 «Monetary policy with uncertain parameters», por U. Söderström, febrero 2000.
- 14 «Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty», por G. D. Rudebusch, febrero 2000.
- 15 «The quest for prosperity without inflation», por A. Orphanides, marzo 2000.
- 16 «Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model», por P. Hördahl, marzo 2000.
- 17 «Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment», por S. Fabiani y R. Mestre, marzo 2000.
- 18 «House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis», por M. Iacoviello, abril 2000.
- 19 «The euro and international capital markets», por C. Decken y P. Hartmann, abril 2000.
- 20 «Convergence of fiscal policies in the euro area», por O. de Bandt y F. P. Mongelli, mayo 2000.
- 21 «Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data», por M. Ehrmann, mayo 2000.
- 22 «Regulating access to international large-value payment systems», por C. Holthausen y T. Rønde, junio 2000.
- 23 «Escaping Nash inflation», por In-Koo Cho y T. J. Sargent, junio 2000.
- 24 «What horizon for price stability», por F. Smets, julio 2000.
- 25 «Caution and conservatism in the making of monetary policy», por P. Schellekens, julio 2000.
- 26 «Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making», por B. Winkler, agosto 2000.
- 27 «This is what the US leading indicators lead», por M. Camacho y G. Pérez-Quirós, agosto 2000.
- 28 «Learning, uncertainty and central bank activism in a economy with strategic interactions», por M. Ellison y N. Valla, agosto 2000.
- 29 «The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case», por S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto y P. Sestito, septiembre 2000.
- 30 «A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities», por G. Coenen y V. Wieland, septiembre 2000.
- 31 «The disappearing tax base: is foreign direct investment eroding corporate income taxes?», por R. Gropp y K. Kostial, septiembre 2000.
- 32 «Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?», por F. De Fiore, septiembre 2000.
- 33 «The information content of M3 for future inflation in the euro area», por C. Trecroci y J. L. Vega, octubre 2000.
- 34 «Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs», por O. Castrén y T. Takalo, octubre 2000.
- 35 «Systemic Risk: A survey», por O. de Bandt y P. Hartmann, noviembre 2000.
- 36 «Measuring core inflation in the euro area», por C. Morana, noviembre 2000.
- 37 «Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe», por P. Vermeulen, noviembre 2000.
- 38 «The optimal inflation tax when taxes are costly to collect», por F. De Fiore, noviembre 2000.
- 39 «A money demand system for euro area M3», por C. Brand y N. Cassola, noviembre 2000.
- 40 «Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy», por B. Mojon, noviembre 2000.

- 41 «Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts», por P.M. Geraats, enero 2001.
- 42 «An area-wide model (AWM) for the euro area», por G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, enero 2001.
- 43 «Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm»,
por D. Rodríguez Palenzuela, febrero 2001.
- 44 «The supply and demand for Eurosystem deposits - The first 18 months»,
por U. Bindseil y F. Seitz, febrero 2001.
- 45 «Testing the rank of the Hankel Matrix: a statistical approach»,
por G. Camba-Méndez y G. Kapetanios, marzo 2001.
- 46 «A two-factor model of the German term structure of interest rates», por N. Cassola
y J. B. Luis, marzo 2001.
- 47 «Deposit insurance and moral hazard; does the counterfactual matter?», por R. Gropp
y J. Vesala, marzo 2001.
- 48 «Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on the stock markets»,
por M. Fratzscher, marzo 2001.
- 49 «Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area»,
por M. Casares, marzo 2001.
- 50 «Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and
the United States», por T. von Wachter, marzo 2001.
- 51 «The functional form of the demand for euro area M1», por L. Stracca, marzo 2001.
- 52 «Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?»,
por G. Peersman y F. Smets, marzo 2001.
- 53 «An evaluation of some measures of core inflation for the euro area», por J. L. Vega
y M. A. Wynne, abril 2001.
- 54 «Assessment criteria for output gap estimates», por G. Camba-Méndez
y D. Rodríguez Palenzuela, abril 2001.
- 55 «Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area», por A. Calza,
G. Garner y J. Sousa, abril 2001.
- 56 «Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions», por E. Faia, abril 2001.
- 57 «Model-based indicators of labour market rigidity», por S. Fabiani
y D. Rodríguez Palenzuela, abril 2001.
- 58 «Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional
densities», por G. Pérez-Quirós y A. Timmermann, abril 2001.
- 59 «Uncertain potential output: implications for monetary policy», por M. Ehrmann y F. Smets, abril 2001.
- 60 «A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties», por E. Angelini,
J. Henry y R. Mestre, abril 2001.
- 61 «Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area», por E. Angelini,
J. Henry y R. Mestre, abril 2001.
- 62 «Spectral based methods to identify common trends and common cycles», por G. C. Méndez
y G. Kapetanios, abril 2001.
- 63 «Does money lead inflation in the euro area?», por S. Nicoletti Altieri, 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 and 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. Languus, 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 exchange 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. Smets, diciembre 2001.
- 92 «A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area», por B. Mojon y G. Peersman, diciembre 2001.
- 93 «The monetary transmission mechanism at the euro area level: issues and results using structural macroeconomic models», por P. McAdam y J. Morgan, diciembre 2001.
- 94 «Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?», por P. van Els, A. Locarno, J. Morgan y J.-P. Villetelle, diciembre 2001.
- 95 «Some stylised facts on the euro area business cycle», por A.-M. Agresti y B. Mojon, diciembre 2001.
- 96 «The reaction of the bank lending to monetary policy measures in Germany», por A. Worms, diciembre 2001.
- 97 «Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990's», por S. Kaufmann, diciembre 2001.
- 98 «The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets», por L. De Haan, diciembre 2001.
- 99 «Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?», por I. Hernando y J. Martínez-Pagés, diciembre 2001.
- 100 «Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans», por J. Topi y J. Vilmunen, diciembre 2001.

- I01 «Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?», por C. Loupias, F. Savignac y P. Sevestre, diciembre 2001.
- I02 «The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data», por L. Farinha y C. Robalo Marques, diciembre 2001.
- I03 «Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy», por L. Gambacorta, diciembre 2001.
- I04 «Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data», por S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou y G. T. Simigiannis, diciembre 2001.
- I05 «Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area», por M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre, y A. Worms, diciembre 2001.
- I06 «Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation», por J.-B. Chatelain y A. Tiomo, diciembre 2001.
- I07 «The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data», por P. Butzen, C. Fuss y P. Vermeulen, diciembre 2001.
- I08 «Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro econometric approach», por M. Valderrama, diciembre 2001.
- I09 «Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending», por U. von Kalckreuth, diciembre 2001.
- I10 «Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms», por E. Gaiotti y A. Generale, diciembre 2001.
- I11 «Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data», por P. Lünemann y Thomas Mathä, diciembre 2001.
- I12 «Firm investment and monetary transmission in the euro area», por J.-B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth y P. Vermeulen, diciembre 2001.
- I13 «Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications», por C. Bean, J. Larsen y K. Nikolov, enero 2002.
- I14 «Monetary transmission in the euro area: where do we stand?», por I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon y D. Terlizzese, enero 2002.
- I15 «Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches», por A. Orphanides, diciembre 2001.
- I16 «Rent indices for housing in West Germany 1985 to 1998», por J. Hoffmann y C. Kurz, enero 2002.
- I17 «Hedonic house prices without characteristic: the case of new multiunit housing», por O. Bover y P. Velilla, enero 2002.
- I18 «Durable good, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-98», por G. M. Tomat, enero 2002.
- I19 «Monetary policy and the stock market in the euro area», por N. Cassola y C. Morana, enero 2002.
- I20 «Learning stability in economics with heterogeneous agents», por S. Honkapohja y K. Mitra, enero 2002.
- I21 «Natural rate doubts», por A. Beyer y R. E. A. Farmer, febrero 2002.
- I22 «New technologies and productivity growth in the euro area», por F. Visselaar y R. Albers, febrero 2002.
- I23 «Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions», por E. Tabakis y A. Vinci, febrero 2002.
- I24 «Monetary policy, expectations and commitment», por G. W. Evans y S. Honkapohja, febrero 2002.
- I25 «Duration, volume and volatility impact of trades», por S. Manganelli, febrero 2002.
- I26 «Optimal contracts in dynamic costly state verification model», por C. Monnet y E. Quintin, febrero 2002.
- I27 «Performance of monetary policy with internal central bank forecasting», por S. Honkapohja y K. Mitra, febrero 2002.
- I28 «Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy», por F. Smets y R. Wouters, marzo 2002.

- I29 «Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence»,
por A. al-Nowaihi y L. Stracca, marzo 2002.
- I30 «Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations», por E. Diewert, marzo 2002.
- I31 «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.
- I32 «Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a 'new Keynesian' perspective»,
por O. Arratibel, D. Rodríguez-Palenzuela y C. Thimann, marzo 2002.
- I33 «Can confidence indicators be useful to predict short-term real GDP growth»,
por A. Mourougane y M. Roma, marzo 2002.
- I34 «The cost of private transportation in the Netherlands, 1992 – 99»,
por B. Bode y J. Van Dalen, marzo 2002.
- I35 «The optimal mix of taxes on money, consumption and income», por F. De Fiore y P. Teles, abril 2002.
- I36 «Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level»,
por G. de Bondt, abril 2002.
- I37 «Equilibrium bidding in the Eurosystem's open market operations», por U. Bindseil, abril 2002.
- I38 «'New' views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?»,
por F. P. Mongelli, abril 2002.
- I39 «On currency crises and contagion», por M. Fratzscher, abril 2002.
- I40 «Price setting and the steady-state effects of inflation», por M. Casares, mayo 2002.
- I41 «Asset prices and fiscal balances», por F. Eschenbach y L. Schuknecht, mayo 2002.
- I42 «Modelling the daily banknotes in circulation in the context of the liquidity management of the European
Central Bank», por A. Cabrero, G. Camba-Mendez, A. Hirsch y F. Nieto, mayo 2002.
- I43 «A nonparametric method for valuing new goods», por L. Blow y I. Crawford, mayo 2002.
- I44 «A failure in the measurement of inflation: results from a hedonic and matched experiment using
scanner data», por M. Silver y S. Heravi, mayo 2002.
- I45 «Towards a new early warning system of financial crises», por M. Bussiere y M. Fratzscher,
mayo 2002.
- I46 «Competition and stability: what's special about banking?», por E. Carletti y P. Hartmann, mayo 2002.
- I47 «Time-to-build approach in a sticky price, sticky wage optimising monetary model»,
por M. Casares, mayo 2002.
- I48 «The functional form of yield curves», por V. Brousseau, mayo 2002.
- I49 «The Spanish block of the ESCB multi-country model», por A. Willman y Á. Estrada, mayo 2002.
- I50 «Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility», por R. Gropp,
J. Vesala y G. Vulpes, junio 2002.
- I51 «G7 inflation forecasts», por F. Canova, junio 2002.
- I52 «Short-term monitoring of fiscal policy discipline», por G. Camba-Méndez y A. Lamo, junio 2002.
- I53 «Euro area production function and potential output: a supply side system approach»,
por A. Willman, junio 2002.
- I54 «The euro bloc, the dollar bloc and the yen bloc: how much monetary policy independence can
exchange rate flexibility buy in an interdependent world?», por M. Fratzscher, junio 2002.
- I55 «Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and
macroeconomic shocks», por J. F. Jimeno y D. Rodríguez-Palenzuela, junio 2002.
- I56 «Identifying endogenous fiscal policy rules for macroeconomic models», por J. J. Pérez
y P. Hiebert, julio 2002.
- I57 «Bidding and performance in repo auctions: evidence from ECB open market operations»,
por K. G. Nyborg, U. Bindseil e I. A. Strebulaeu, julio 2002.
- I58 «Quantifying embodied technological change», por P. Sakellaris y D. J. Wilson, julio 2002.
- I59 «Optimal public money», por C. Monnet, julio 2002.
- I60 «Model uncertainty and the equilibrium value of the real effective euro exchange rate»,
por C. Detken, A. Dieppe, J. Henry, C. Marin y F. Smets, julio 2002.
- I61 «The optimal allocation of risks under prospect theory», por L. Stracca, julio 2002.

- 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. Dorrucci, 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. Manganeli, 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. Rüffer y B. Schnatz, abril 2003.
- 225 «Productivity and the ('synthetic') euro-dollar exchange rate», por C. Osbat, F. Visselaar 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.

Otras publicaciones

- «The TARGET service level», julio 1998.
- «Report on electronic money», agosto 1998.
- «Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations», septiembre 1998.
- «Money and banking statistics compilation guide», septiembre 1998.
- «La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC», septiembre 1998.
- «Third progress report on the TARGET project», noviembre 1998.
- «Correspondent central banking model (CCBM)», diciembre 1998.
- «Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures», enero 1999.
- «Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term», febrero 1999.
- «Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise», julio 1999.
- «The effects of technology on the EU banking systems», julio 1999.
- «Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union», agosto 1999.
- «Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem's view», septiembre 1999.
- «Compendium: Recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998-mayo de 1999», octubre 1999.
- «European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 1999.
- «Estadísticas monetarias y bancarias: Guía de elaboración, Addendum I: Instrumentos del mercado monetario», noviembre 1999.
- «Money and Banking Statistics Sector Manual», segunda edición, noviembre 1999.
- «Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States», noviembre 1999.
- «Correspondent central banking model (CCBM)», noviembre 1999.
- «Cross-border payments in TARGET: A users' survey», noviembre 1999.
- «Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series», noviembre 1999.
- «Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics», diciembre 1999.
- «Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures», febrero 2000.
- «Interlinking: Data dictionary», versión 2.02, marzo 2000.
- «Asset prices and banking stability», abril 2000.
- «EU banks' income structure», abril 2000.
- «Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC», mayo 2000.
- «Correspondent central banking model (CCBM)», julio 2000.
- «Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales», agosto 2000.
- «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», agosto 2000.
- «Improving cross-border retail payment services», septiembre 2000.
- «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves», octubre 2000.
- «European Union balance of payments / international investment position statistical methods», noviembre 2000.
- «Information guide for credit institutions using TARGET», noviembre 2000.

«La política monetaria única en la tercera fase: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», noviembre 2000.

«EU banks' margins and credit standards», diciembre 2000.

«Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications», diciembre 2000.

«Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank», enero 2001.

«Cross-border use of collateral: A user's survey», febrero 2001.

«Price effects of regulatory reform in selected network industries», marzo 2001.

«El papel de los bancos centrales en la supervisión prudencial», marzo 2001.

«Money and banking statistics in the accession countries: Methodological Manual», abril 2001.

«TARGET: Annual report», mayo 2001.

«A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises», junio 2001.

«Payment and securities settlement systems in the European Union», junio 2001.

«Why price stability?», junio 2001.

«The euro bond market», julio 2001.

«The euro money market», julio 2001.

«The euro equity markets», agosto 2001.

«La política monetaria del BCE», agosto 2001.

«Monetary analysis: tools and applications», agosto 2001.

«Review of the international role of the euro», septiembre 2001.

«The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing», septiembre 2001.

«Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)», octubre 2001.

«TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001», noviembre 2001.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2001.

«Fair value accounting in the banking sector», noviembre 2001.

«Towards and integrated infrastructure for credit transfers in euro», noviembre 2001.

«Accession countries: balance of payments / international investment position statistical methods», febrero 2002.

«List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2002.

«Labour market mismatches in euro area countries», marzo 2002.

«Compendium: Recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998 - diciembre de 2001», marzo 2002.

«Evaluation of the 2002 cash changeover», abril 2002.

«TARGET Annual Report 2001», abril 2002.

«La política monetaria única en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», abril 2002.

«Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, covering the period from January 2001 to January 2002», mayo 2002.

«Developments in banks' liquidity profile and management», mayo 2002.

«Criterios de referencia del Eurosistema para la utilización de máquinas recicladoras de efectivo por parte de entidades de crédito y otras entidades establecidas en la zona del euro que participan a título profesional en la selección y distribución y entrega de billetes al público», mayo 2002.

«Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries», junio 2002.

«TARGET minimum common performance features of RTGS systems within TARGET as at November 2001», junio 2002.

«TARGET Interlinking data dictionary as at November 2001», junio 2002.

«TARGET Interlinking specification as at November 2001», junio 2002.

«TARGET Interlinking user requirement as at November 2001», junio 2002.

«Task force on portfolio investment collection systems, Final Report», junio 2002.

«Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP», julio 2002.

«Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures», julio 2002.

«Financial sectors in EU accession countries», agosto 2002.

«Payment and securities settlement systems in accession countries», agosto 2002.

«TARGET Interlinking specification», noviembre 2002.

«TARGET Interlinking data dictionary», noviembre 2002.

«Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on the MFI balance sheet statistics», noviembre 2002.

«Structural analysis of the EU banking sector», noviembre 2002.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2002.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2002.

«Euro money market study 2001 (MOC)», diciembre 2002.

«EU banking sector stability», febrero 2003.

«Review of the foreign exchange market structure», marzo 2003.

«List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2003.

«Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.

«List of Monetary Financial Institutions in the accession countries», marzo 2003.

«Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions», marzo 2003.

«Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).

Annex I: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics», marzo 2003.

«TARGET Annual Report 2002», abril 2003.

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

«Money, banking and financial market statistics in the accession countries.

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

«Money, banking and financial market statistics in the accession countries.

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

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

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.

