



BANCO CENTRAL EUROPEO

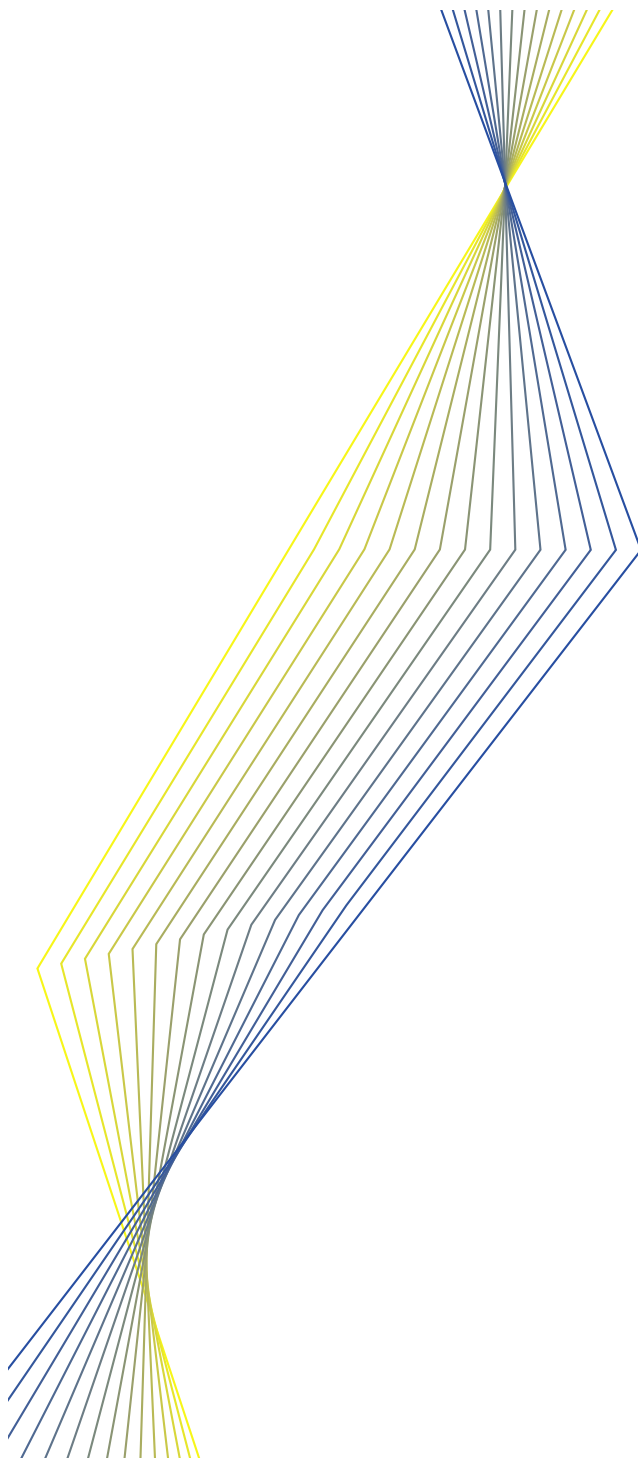
ECB EZB EKT BCE EKP

B O L E T Í N  
M E N S U A L

Junio 2003



**BANCO CENTRAL EUROPEO**



**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

**Junio 2003**

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

© Banco Central Europeo, 2003

© De la traducción: Banco de España, Madrid 2003

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

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

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

*La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 4 de junio 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                                                                                                                                      | 38   |
| Producto, demanda y mercado de trabajo                                                                                                                        | 46   |
| Evolución de las finanzas públicas                                                                                                                            | 56   |
| Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos<br>del Eurosistema para la zona del euro                                                             | 63   |
| Entorno macroeconómico mundial, tipos de cambio y balanza de pagos                                                                                            | 69   |
| <br>Recuadros:                                                                                                                                                |      |
| 1 Presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro                                                                                           | 14   |
| 2 El impacto de los factores financieros en la inversión empresarial<br>de la zona del euro                                                                   | 22   |
| 3 Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período<br>de mantenimiento de reservas que finalizó el 23 de mayo de 2003                  | 30   |
| 4 Comparación de los indicadores disponibles de costes laborales<br>de la zona del euro: diferencias conceptuales y comportamiento<br>en el período 1999-2002 | 42   |
| 5 Nueva estimación preliminar del PIB real trimestral de la zona del euro                                                                                     | 47   |
| 6 La contribución de la variación de existencias a las fluctuaciones<br>de los ciclos económicos                                                              | 54   |
| 7 El procedimiento de déficit excesivo                                                                                                                        | 59   |
| 8 Políticas fiscales saneadas para la estabilidad y el crecimiento<br>de la zona del euro                                                                     | 62   |
| 9 Comparación con las proyecciones de diciembre del 2002                                                                                                      | 67   |
| 10 Previsiones de otras instituciones                                                                                                                         | 68   |
| 11 Evolución de los tipos de cambio efectivos del euro<br>en una perspectiva histórica                                                                        | 77   |
| <br>Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria                                                                                | 83   |
| <br><br>Estadísticas de la zona del euro                                                                                                                      | 1*   |
| Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema                                                                                                   | 95*  |
| El sistema TARGET (Sistema automatizado transeuropeo<br>de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)                                    | 99*  |
| Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)                                                                                                      | 103* |

## Abreviaturas

### Países

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

### Otras

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

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

## Editorial

En su reunión celebrada el 5 de junio de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 50 puntos básicos, hasta el 2%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se redujeron, asimismo, en 50 puntos básicos, situándose en el 3% y el 1%, respectivamente.

Esta decisión refleja la valoración del Consejo de Gobierno de que se ha producido una mejora significativa en las perspectivas sobre la estabilidad de precios a medio plazo, desde la anterior decisión de reducir los tipos de interés, adoptada en marzo de este año. La decisión resulta acorde con la estrategia de política monetaria del BCE, incluidos los esfuerzos dirigidos a mantener una tasa de inflación inferior pero cercana al 2% en el medio plazo. Al mismo tiempo, la reducción de los tipos de interés tiene en cuenta los riesgos a la baja para el crecimiento económico. El Consejo de Gobierno hizo constar que en su valoración continuará llevando a cabo un seguimiento detallado de todos los factores relevantes.

Por lo que se refiere al análisis económico en el que se basa esta valoración, los últimos datos publicados sobre el crecimiento del PIB real confirmaron que la actividad económica de la zona del euro se mantuvo moderada en el primer trimestre de este año. Este resultado es reflejo, asimismo, de la incidencia negativa de la crisis de Iraq, tanto en la economía mundial como en la de la zona del euro. No obstante, la evidencia proporcionada por las encuestas correspondientes a abril y mayo no sugieren que se haya producido una mejora inmediata tras la finalización de este conflicto. En consecuencia, es probable que en el primer semestre del 2003 el crecimiento económico sea muy débil, y las expectativas sobre las tasas medias de crecimiento interanual para este año y para el próximo han tenido que ser revisadas a la baja.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, que se publican en la presente edición del *Boletín Mensual*, estiman que la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará entre el 0,4% y el 1% en el 2003, y que se incrementará hasta un intervalo comprendido entre el 1,1% y el 2,1% en el 2004.

Estas proyecciones se basan en un conjunto de supuestos técnicos formulados a partir de la información disponible hasta el 22 de mayo de 2003. Dados los diferentes supuestos en que se basan, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema no son estrictamente comparables con las previsiones publicadas por otras instituciones y organizaciones. En el momento actual, todas las previsiones disponibles, así como la reciente evolución de los mercados financieros, parecen reflejar una valoración similar de las perspectivas sobre la actividad económica de la zona del euro. Dichas perspectivas apuntan a una intensificación gradual del crecimiento del PIB real en el curso del 2003 y del 2004, respaldada por factores tanto internos como externos.

En cuanto al entorno exterior, el esperado repunte de la demanda externa de la zona del euro debería compensar el efecto atenuante de la apreciación del tipo de cambio del euro. Es evidente que la significativa y rápida apreciación del euro durante los últimos meses moderará la competitividad externa de los precios. Sin embargo, el nivel actual del tipo de cambio efectivo real del euro, y por tanto la competitividad internacional de los precios y costes de los exportadores de la zona del euro, se encuentra muy cercano a su media a más largo plazo. En términos más generales, cuando se ponen en perspectiva, los actuales niveles del tipo de cambio del euro resultan coherentes con los fundamentos económicos y con el interés del BCE en la fortaleza y estabilidad del euro.

Por lo que respecta al entorno interno, el crecimiento del consumo privado debería recuperarse a partir del segundo semestre del 2003, como consecuencia del crecimiento de la renta real disponible, sustentado por los efectos de la favorable relación de intercambio y por unas menores tasas de inflación. Por otro lado, no existen desequilibrios significativos en el sector hogares en su conjunto que pudieran obstaculizar dicha recuperación. Al mismo tiempo, la aportación de la inversión al crecimiento continuará siendo probablemente modesta, si bien la mejora del entorno económico mundial y los niveles históricamente bajos de los tipos de interés podrían contribuir a un repunte.

Continúan existiendo riesgos a la baja para el crecimiento económico, en particular, derivados de

la anterior acumulación de desequilibrios macroeconómicos fuera de la zona del euro, y todavía persiste la incertidumbre en cuanto a la repercusión sobre la economía del virus del síndrome respiratorio agudo severo. Asimismo, existe cierto grado de incertidumbre respecto al alcance del ajuste que el sector empresarial de la zona del euro puede aún necesitar para aumentar la productividad y la rentabilidad, y su posible incidencia en el crecimiento del empleo y, por lo tanto, en el consumo privado.

En esta situación, se ha producido una mejora de las perspectivas sobre la evolución de los precios. Según las estimaciones preliminares de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,9% en mayo, y se espera que la tasa de inflación interanual se mantendrá en torno a este nivel los restantes meses del 2003 y descenderá significativamente en el 2004. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema estiman que la tasa media de inflación medida por el IAPC se reducirá desde el 2,3% registrado en el 2002, hasta situarse entre el 1,8% y el 2,2% en el 2003, y entre el 0,7% y el 1,9 en el 2004. Esta proyección se basa en un supuesto que contempla que la tendencia de los precios de importación será favorable, como reflejo tanto del comportamiento de los precios del petróleo como de la mayor fortaleza del tipo de cambio del euro, además de en unas expectativas de menores presiones sobre los precios internos, en un contexto de recuperación económica moderada. En especial, se estima un crecimiento salarial en general estable que, junto con ganancias de productividad, debería traducirse en una moderación de la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios.

En lo concerniente al análisis monetario, el crecimiento del agregado monetario amplio M3 siguió siendo intenso y, en consecuencia, la economía de la zona del euro ha continuado acumulando un grado de liquidez significativamente superior al necesario para mantener un crecimiento sostenido y no inflacionista.

No obstante, ciertas consideraciones contrarrestan la inquietud de que este amplio grado de liquidez pueda generar presiones inflacionistas a medio plazo. En particular, la evolución monetaria continúa estando estimulada por los desplaza-

mientos de cartera, atribuibles a la persistente preferencia de los inversores por activos líquidos y seguros, como pone de manifiesto la evidencia proporcionada por los componentes y las contrapartidas de M3. De hecho, el ritmo de expansión de los préstamos concedidos al sector privado fue mucho más moderado que el de M3. Por otro lado, el mayor crecimiento monetario se vio acompañado por un volumen significativamente menor de adquisiciones netas de valores de renta variable extranjera por parte de residentes en la zona del euro distintos de IFM, lo que también indica que se han realizado reestructuraciones de cartera desde activos de mayor riesgo. Cabe considerar que los desplazamientos de cartera que han afectado al crecimiento de M3 durante los últimos dos años remitirán con el transcurso del tiempo. Además, la perspectiva de que la recuperación de la actividad económica seguirá siendo moderada reduce la probabilidad de que el exceso de liquidez produzca un incremento del gasto. Pese a ello, el reducido nivel de los tipos de interés ha contribuido asimismo a la intensidad del crecimiento monetario. Por tanto, la evolución monetaria debe ser objeto de un atento seguimiento, por lo que respecta a sus implicaciones para la estabilidad de precios de medio a largo plazo.

En resumen, el análisis económico indica que la tasa de inflación debería descender por debajo del 2% a medio plazo, dada la reciente evolución de los tipos de cambio del euro y la atonía del crecimiento en la zona del euro. El análisis monetario apunta a que la fuerte expansión de M3 no debería, por el momento, tener un efecto negativo sobre estas perspectivas. En consecuencia, la información contrastada procedente de los dos pilares llevó al Consejo de Gobierno a la conclusión de que se ha producido una mejora de las perspectivas sobre la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere al debate sobre los posibles riesgos de deflación, el Consejo de Gobierno apuntó que, en la zona del euro en su conjunto, la tasa de inflación medida por el IAPC ha oscilado en torno al 2% durante un período considerable y que en la actualidad las previsiones no indican la existencia de riesgo deflacionista alguno. La política monetaria del BCE está dirigida a mantener tasas de inflación inferiores pero cercanas al 2% en el medio plazo. En este sentido, las expectati-

vas de inflación deben seguir bien ancladas en este nivel, independientemente del comportamiento de los precios a más corto plazo. A escala regional, un período de incremento relativamente bajo de los precios, o incluso de disminución, mejorará la competitividad de una región dentro de una zona monetaria. La deflación no constituye un concepto significativo cuando se refiere a regiones concretas dentro de una unión monetaria.

En esta coyuntura, resulta especialmente oportuno recordar que la política monetaria no puede por sí misma resolver los problemas que determinan la evolución del crecimiento y del empleo en la zona del euro. Para ello se requieren medidas estructurales apropiadas que permitan hacer frente a las debilidades fundamentales y llevar a cabo los ajustes urgentes que se precisen. A este respecto, las políticas fiscales poseen una enorme capacidad para reforzar la confianza y con ello respaldar la actividad económica, incluso a corto plazo. La elaboración de una estrategia bien diseñada de reformas a medio plazo, incluidos los esfuerzos de saneamiento adecuados en los países que actualmente hacen frente a desequilibrios presupuestarios, supondría una contribución muy importante en esta dirección. Ello implicaría la adopción de medidas globales y favorables al crecimiento, que comprendan, en particular, reformas decididas de la estructura y el volumen del gasto público. La corrección de la expansión del gasto público conduciría, finalmente, a la crea-

ción de mayor margen de maniobra para afrontar las presiones que el envejecimiento de la población generase en el futuro, y para posibilitar futuros recortes impositivos. En cuanto a los procedimientos, resulta esencial respaldar el marco de la política fiscal mediante la aplicación decidida y coherente de las normas establecidas en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con un seguimiento riguroso, así como con el ejercicio de presión por parte de los demás Estados miembros.

De forma similar, reformas estructurales audaces de los mercados de trabajo y de productos, no sólo aumentarían el crecimiento potencial de la zona del euro y ampliarían la capacidad para absorber mejor las perturbaciones económicas, sino que disiparían asimismo gran parte de la incertidumbre que actualmente enturbia la planificación y las perspectivas a largo plazo, lo cual, a su vez, también tendría efectos positivos a corto plazo. En especial, dotar al proceso de reformas estructurales de un nuevo impulso contribuiría a mejorar la confianza de consumidores e inversores, lo cual favorecería en gran medida las decisiones de gasto e inversión en la zona del euro.

La presente edición del *Boletín Mensual* contiene un artículo en el que se revisa detalladamente la evaluación de la estrategia de política monetaria del BCE, realizada por el Consejo de Gobierno y hecha pública el 8 de mayo de 2003.



# 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 5 de junio de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja aplicable a las operaciones principales de financiación ejecutadas mediante subastas a tipo variable, hasta situarse en el 2%, a partir de la operación que se liquidará el 9 de junio de 2003. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito también se redujeron en 50 puntos básicos, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efecto, en ambos casos, a partir del 6 de junio de 2003 (véase gráfico 1).

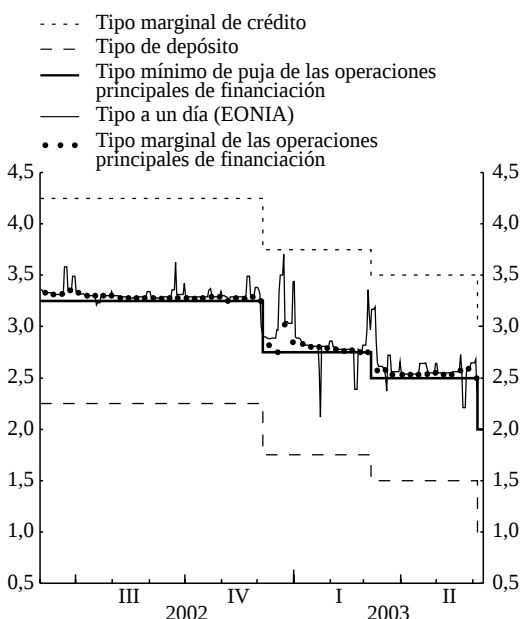
### M3 continuó creciendo en abril

Datos recientes indican que se mantiene la tendencia hacia un elevado crecimiento monetario en la zona del euro observada durante los dos últimos años. En abril del 2003, la tasa de crecimiento interanual de M3 se elevó hasta el 8,7%, desde el 7,9% registrado en el mes anterior. La media de tres meses de las tasas de crecimiento

### Gráfico 1

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

(en porcentaje; datos diarios)

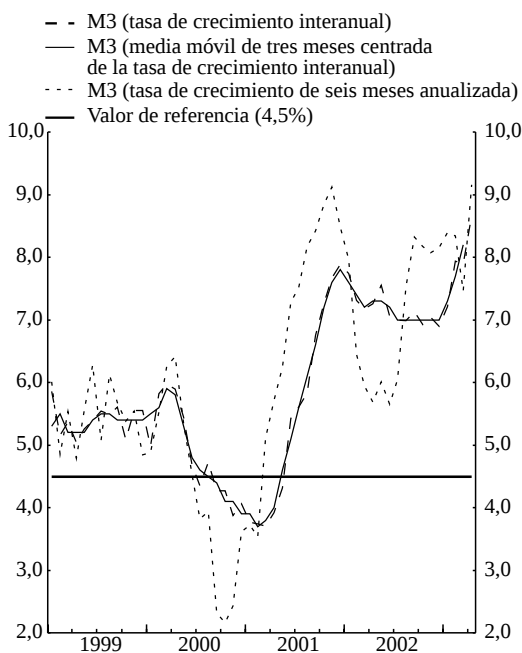


Fuentes: BCE y Reuters.

### Gráfico 2

#### Crecimiento de M3 y valor de referencia

(ajustado de efectos calendario y estacionales)



Fuente: BCE.

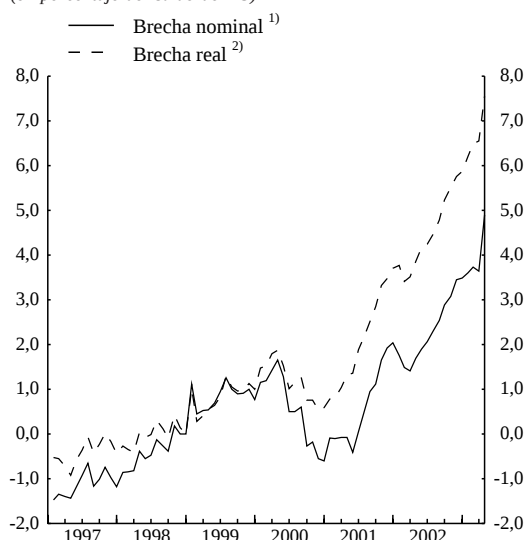
interanuales de M3 fue del 8,2% en el período comprendido entre febrero y abril del 2003, frente al 7,7% en el período de enero a marzo del 2003 (véase gráfico 2).

La persistencia del vigoroso crecimiento de M3 observado hasta marzo estaría relacionada con una mayor preferencia, por parte de los inversores, por activos líquidos a corto plazo en un contexto de elevada incertidumbre económica, financiera y geopolítica. No obstante, a pesar del acusado descenso registrado en abril en los mercados de renta variable y de la reducción de la incertidumbre geopolítica, los datos correspondientes a ese mes demuestran que aún no se ha iniciado un proceso de corrección. De hecho, es posible que aún sea pronto para que el efecto moderador de la disminución de la incertidumbre financiera y geopolítica en abril se refleje en los datos monetarios, ya que los agentes económicos pueden tardar más en reestructurar sus carteras (sobre todo las de activos a plazo fijo). Además, el bajo rendimiento registrado por la renta fija a largo plazo en ese mes puede haber favorecido los desplazamientos desde este tipo de instrumentos hacia

### Gráfico 3

#### Estimaciones de las brechas monetarias nominal y real

(en porcentaje del saldo de M3)



Fuente: BCE.

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

activos líquidos a corto plazo. Por último, el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo debería haber seguido sustentando el crecimiento de los componentes más líquidos de M3, sobre todo de M1.

Como consecuencia del prolongado período de fuerte crecimiento monetario, en la zona del euro se ha acumulado más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento sostenible y no inflacionista. La medida de la brecha monetaria nominal, que se presenta en el gráfico 3, se refiere a la diferencia entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento igual al valor de referencia (el 4,5% anual) desde diciembre de 1998. La medida de la brecha monetaria real muestra la diferencia entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3 en términos reales que habría resultado del crecimiento nominal de M3 al valor de referencia, y de una inflación, medida por el IAPC, compatible con la estabilidad de precios, de nuevo utilizando diciembre de 1998 como período base. El intenso crecimiento de M3 en los últimos meses ha hecho que se acumule un considerable exceso de liquidez, y ambas brechas, nominal y real, han alcan-

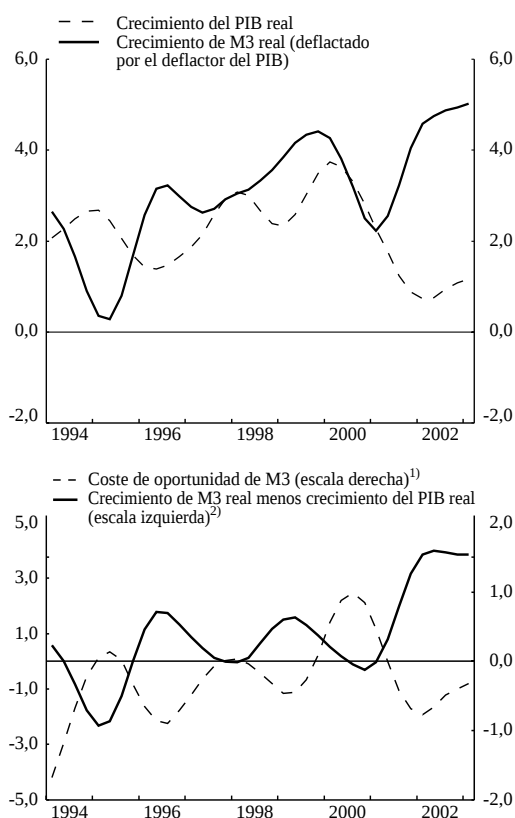
zado sus niveles más altos desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

En el primer trimestre del 2003, la tasa de crecimiento interanual de M3 permaneció por encima del nivel compatible con sus determinantes fundamentales, como muestra la sustancial brecha existente entre el crecimiento de M3 real y el crecimiento del PIB real (véase gráfico 4). El diagrama inferior del gráfico 4 indica que el reducido coste de oportunidad de M3 registrado en los últimos meses únicamente justifica parte de la fortaleza del crecimiento de M3. La considerable discrepancia observada entre el elevado crecimiento de M3 y la contribución de sus determinantes fundamentales en el primer trimestre del 2003 confir-

### Gráfico 4

#### M3 real, PIB real y costes de oportunidad

(medias móviles de cuatro trimestres de las tasas de variación interanuales; desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

Nota: Para el primer trimestre del 2003, se supone que las tasas de crecimiento interanuales del PIB y del deflactor del PIB son iguales a las del cuarto trimestre del 2002.

- 1) El coste de oportunidad de M3 se define como la diferencia entre el tipo a tres meses del mercado monetario y el rendimiento propio de M3.
- 2) Calculado como la diferencia entre el crecimiento de M3 deflactado por el deflactor del PIB y el crecimiento real del PIB.

ma la notable influencia de las reestructuraciones de cartera relacionadas con la elevada incertidumbre financiera, económica y geopolítica. Se ha estimado que, durante el primer trimestre del 2003, el efecto alcista de los desplazamientos de cartera, desde la renta variable hacia M3, en el crecimiento interanual de este agregado monetario osciló entre 2,5 y 3 puntos porcentuales (véase el recuadro titulado «Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero», en la página 11 del *Boletín Mensual* de mayo del 2003).

### Crecimiento especialmente acusado de M1 y de los instrumentos negociables

La intensa dinámica de M3 en los últimos meses se ha visto impulsada, principalmente, por la evolución de M1 y de los instrumentos negociables (véase cuadro 1). La tasa de crecimiento interanual de M1 siguió aumentando, hasta alcanzar el 11,1% en abril, frente al 10,1% registrado en el primer trimestre del año y el 8,8% observado en el último trimestre del 2002. El mayor ritmo de crecimiento de M1 parece reflejar el reducido coste de oportunidad de mantener efectivo y depósitos a la vista. Además, es probable que las incertidumbres a las que se ha hecho referencia hayan conducido a un aumento de la demanda de activos muy líquidos.

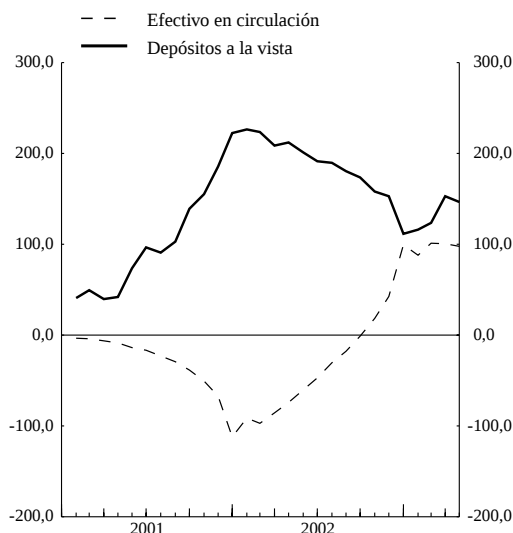
Dentro de los componentes de M1, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo en niveles elevados (37,5% en abril). Es probable que el fuerte crecimiento del efectivo en circulación refleje la continuación del proceso de reposición de las tenencias de efectivos a niveles previos y un aumento de la demanda de billetes de euro por parte de no residentes en la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se ha recuperado en los últimos meses, tras haber descendido en 2002 como consecuencia de la reposición a niveles previos de las tenencias de efectivo (véase gráfico 5). En abril, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se situó en el 7,6%, frente al 5,8% registrado a finales del 2002. Es probable que la intensa demanda de depósitos a la vista observada a principios del 2003 sea resultado del reducido nivel

### Gráfico 5

#### Efectivo en circulación y depósitos a la vista

(variaciones interanuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

de los tipos de interés y del clima de elevada incertidumbre, los cuales compensaron el efecto moderador de la reposición del efectivo en circulación a niveles anteriores.

La tendencia a la baja de los depósitos a corto plazo desde finales del 2001 parece haber concluido. La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos aumentó hasta el 5,1% en abril, desde el 4,3% registrado en el primer trimestre del 2003 y el 4,9% en el cuarto trimestre del 2002. Dentro de este agregado, los depósitos hasta dos años continuaron registrando un crecimiento interanual moderado, al tiempo que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses mantuvo su intensidad. Es probable que la evolución divergente observada en los últimos meses sea consecuencia de un estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés de estos depósitos, lo que ha disminuido el atractivo de los depósitos a plazo en favor de los productos de ahorro.

La marcada preferencia de los inversores residentes en la zona del euro distintos de IFM por los instrumentos líquidos y seguros incluidos en M3 también se ha reflejado en el nuevo fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables, la cual, tras haber descendido hasta el 8,6% en el último trimestre del

## Cuadro I

### Componentes de M3

(tasas de variación interanuales; medias trimestrales)

|                                                         | 2002<br>I | 2002<br>II | 2002<br>III | 2002<br>IV | 2003<br>I | 2003<br>Abr |
|---------------------------------------------------------|-----------|------------|-------------|------------|-----------|-------------|
| <i>Ajustados de efectos calendario y estacionales</i>   |           |            |             |            |           |             |
| <b>M1</b>                                               | 6,2       | 6,6        | 7,6         | 8,8        | 10,1      | 11,1        |
| Del cual: Efectivo en circulación                       | -28,0     | -20,0      | -7,6        | 12,9       | 39,1      | 37,5        |
| Del cual: Depósitos a la vista                          | 13,0      | 11,7       | 10,3        | 8,1        | 6,4       | 7,6         |
| M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)               | 6,8       | 6,4        | 5,5         | 4,9        | 4,3       | 5,1         |
| <b>M2</b>                                               | 6,5       | 6,5        | 6,5         | 6,7        | 7,0       | 7,9         |
| M3 - M2 (= instrumentos de mercado)                     | 14,1      | 12,4       | 10,3        | 8,6        | 10,5      | 13,1        |
| <b>M3</b>                                               | 7,5       | 7,3        | 7,0         | 7,0        | 7,5       | 8,7         |
| <i>Sin ajustar de efectos calendario y estacionales</i> |           |            |             |            |           |             |
| Efectivo en circulación                                 | -27,9     | -19,7      | -7,7        | 12,9       | 39,1      | 37,4        |
| Depósitos a la vista                                    | 13,0      | 11,7       | 10,4        | 8,3        | 6,1       | 7,3         |
| Depósitos a plazo hasta dos años                        | 3,6       | 2,9        | 1,4         | 1,3        | 0,5       | -0,0        |
| Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses     | 9,1       | 9,4        | 8,9         | 7,8        | 7,4       | 9,4         |
| Cesiones temporales                                     | 4,6       | 2,3        | 2,9         | 2,3        | 8,4       | 6,3         |
| Participaciones en fondos del mercado monetario         | 29,5      | 25,1       | 22,4        | 18,6       | 16,7      | 16,9        |
| Valores distintos de acciones hasta dos años            | -6,1      | -3,1       | -9,5        | -8,8       | -5,4      | 11,5        |

Fuente: BCE.

2002, aumentó hasta el 10,5% en el primer trimestre del año, y se situó en el 13,1% en abril del 2003. El intenso ritmo de crecimiento de los instrumentos negociables es, en gran medida, consecuencia del persistente y vigoroso crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario que, al igual que sucede con los depósitos a la vista, con frecuencia se utilizan para «aparcar» fondos en épocas de gran incertidumbre. El importante avance del crecimiento de los instrumentos negociables registrado en abril también se debió a la considerable recuperación del crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM, que puede ser resultado de un incremento de la demanda de este tipo de instrumentos por parte de inversores institucionales, provocado, quizás, por los temores a una posible reducción de los precios de los valores de renta fija.

#### Estabilización del crecimiento de los préstamos al sector privado

La tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro aumentó hasta el 4,7% en abril del 2003, tras haber permanecido estable desde el tercer trimestre del 2002, a una tasa situada en torno al 4,2% (véase cuadro 2). El incremento de la tasa

de crecimiento interanual del crédito otorgado a residentes en la zona del euro en abril se debe a un aumento del crecimiento interanual del crédito concedido tanto a las Administraciones Públicas como al sector privado.

El crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas se elevó al 3,5% en abril, tras permanecer en torno al 2% en el cuarto trimestre del 2002 y en el primer trimestre del 2003. En cuanto al detalle por instrumentos, la tasa de variación interanual de los préstamos de las IFM a las Administraciones Públicas, que fue negativa desde marzo del 2002, se tornó ligeramente positiva en abril del 2003. Además, el crecimiento de la deuda pública en poder de las IFM continuó con la tendencia al alza que se inició en el tercer trimestre del 2002.

Los últimos datos sobre préstamos al sector privado sugieren que es posible que haya concluido la reducción observada en este tipo de préstamos, dado que la tasa de crecimiento interanual parece haberse estabilizado (4,6% en abril y 4,9% en el primer trimestre del 2003). En términos reales, actualmente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado está ligeramente por debajo de su promedio histórico y, en consecuencia, la dinámica de crecimiento de los préstamos no es excepcionalmente baja si se

## Cuadro 2

### Contrapartidas de M3

(tasas de variación interanuales; medias trimestrales sin ajustar de efectos calendario y estacionales)

|                                                                         | 2002<br>I | 2002<br>II | 2002<br>III | 2002<br>IV | 2003<br>I | 2003<br>Abr |
|-------------------------------------------------------------------------|-----------|------------|-------------|------------|-----------|-------------|
| <b>Pasivos financieros a más largo plazo (excl. capital y reservas)</b> | 3,1       | 4,0        | 5,1         | 5,2        | 5,0       | 5,0         |
| Depósitos a plazo a más de dos años                                     | 0,2       | 0,9        | 1,9         | 2,7        | 3,3       | 3,5         |
| Depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses                  | -11,5     | -13,2      | -11,1       | -9,0       | -6,4      | -8,9        |
| Valores distintos de acciones a más de dos años                         | 6,5       | 7,7        | 8,8         | 8,1        | 7,0       | 7,1         |
| <b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>                         | 5,1       | 4,5        | 4,2         | 4,1        | 4,2       | 4,7         |
| <b>Crédito a las Administraciones Públicas</b>                          | 1,7       | 1,8        | 1,1         | 1,9        | 2,1       | 3,5         |
| Valores distintos de acciones                                           | 3,5       | 3,8        | 2,5         | 4,1        | 4,3       | 5,8         |
| Préstamos                                                               | -0,8      | -0,9       | -0,9        | -1,2       | -1,1      | 0,1         |
| <b>Crédito a otros residentes en la zona del euro</b>                   | 6,1       | 5,2        | 5,0         | 4,7        | 4,8       | 5,0         |
| Valores distintos de acciones                                           | 22,3      | 14,8       | 7,5         | 6,8        | 8,5       | 13,8        |
| Acciones y participaciones                                              | 2,1       | -3,5       | 1,0         | 3,0        | 0,9       | 3,4         |
| Préstamos                                                               | 5,7       | 5,6        | 5,2         | 4,8        | 4,9       | 4,6         |

Fuente: BCE.

compara con otros períodos de moderado crecimiento económico. El continuo crecimiento de los préstamos al sector privado en el 2003 refleja las consecuencias positivas del bajo nivel de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro, que ha compensado los efectos negativos de la moderada actividad económica y de la elevada incertidumbre.

El detalle por sectores de los préstamos al sector privado muestra que el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se recuperó ligeramente en el primer trimestre del 2003 (véase cuadro 4). Esta recuperación fue resultado del vigoroso incremento de la tasa de variación interanual de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras, que se tornó positiva en el primer trimestre del 2003, después de haber sido negativa durante todo el año 2002. Dado que estos préstamos suelen ser más sensibles al ciclo económico, este cambio de signo podría apuntar a una mejora en la situación económica del sector de las sociedades no financieras con respecto al trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares permaneció prácticamente sin variaciones durante el primer trimestre del 2003, manteniéndose en un nivel relativamente vigoroso. Más adelante, en el apartado relativo al endeudamiento total de los sectores no financieros, se analizan

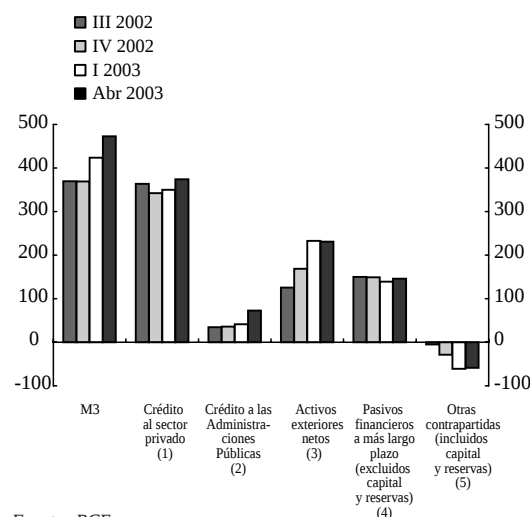
con mayor detalle las tendencias de los préstamos concedidos a los distintos sectores.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el 5% en abril y en el primer trimestre del 2003, ligeramente por debajo del crecimiento registrado en el cuarto trimestre del

## Gráfico 6

### Movimientos de M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

## Recuadro I

### Presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro

En el presente Boletín Mensual se publica por primera vez una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro (véase el cuadro 8.7 en la sección "Estadísticas de la zona del euro").

Las operaciones exteriores realizadas por instituciones distintas de IFM residentes en la zona del euro tienen una incidencia directa en los activos y pasivos exteriores del sector IFM, en la medida en que se liquidan a través de entidades de crédito residentes<sup>1</sup>. Por ejemplo, la adquisición de un bono por una no IFM residente en la zona del euro a una IFM no residente puede traducirse en un aumento de los pasivos exteriores de una entidad de crédito de la zona del euro, si el vendedor del bono mantiene los ingresos procedentes de la venta en una cuenta abierta en esa entidad. Por este motivo, las variaciones resultantes en la posición acreedora neta frente al exterior del sector IFM en su conjunto se asocian a las operaciones exteriores del sector no IFM residente.

Por consiguiente, la presentación monetaria tiene por objeto distinguir, en la balanza de pagos, las operaciones exteriores del sector IFM de las del sector no IFM, como puede observarse en el cuadro siguiente.

### Presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro

|   |                                                          |
|---|----------------------------------------------------------|
|   | Cuenta corriente                                         |
| + | Cuenta de capital                                        |
| + | Saldo de operaciones financieras del sector no IFM       |
| + | Errores y omisiones                                      |
| = | Balanza de pagos del sector no IFM                       |
| = | -Balanza de pagos del sector IFM <sup>1)</sup>           |
| = | Variación de los activos exteriores netos del sector IFM |

1) Las operaciones exteriores del sector IFM registradas en la cuenta corriente, la cuenta de capital o en los errores y omisiones correspondientes a las operaciones exteriores de este sector pueden ser comparativamente reducidas.

Por otro lado, el agregado monetario M3 está vinculado por una identidad contable a sus contrapartidas en el balance de las IFM, mediante la relación siguiente:

$M3 = \text{crédito a residentes en la zona del euro} + \text{activos exteriores netos de IFM residentes en la zona del euro} - \text{pasivos financieros a más largo plazo} + \text{otras contrapartidas}$

Por lo tanto, el seguimiento de los activos exteriores netos de las IFM contribuye (junto con el seguimiento de otras contrapartidas nacionales) a comprender la evolución monetaria. A su vez, la presentación monetaria de la balanza de pagos es un instrumento adecuado para detectar el origen de variaciones en la contrapartida exterior de M3.

En la práctica, no se observa siempre una identidad perfecta entre la balanza de pagos y los flujos correspondientes derivados del balance consolidado de las IFM, debido a diferencias en los sistemas de compilación y en la metodología. Por ejemplo, en algunos países, los datos de balanza de pagos del sector IFM vienen registrados directamente por estas instituciones sobre la base de las *operaciones*, mientras que en las estadísticas monetarias las operaciones se obtienen indirectamente de las diferencias en los datos de *saldo*s ajustados por reclasificaciones, variaciones de los tipos de cambio y revalorizaciones de los precios. Los sistemas metodológicos de las estadísticas monetarias y de balanza de pagos difieren también en la medida en que dependen de las normas contables de las entidades. Además, la partida «errores y omisiones» representa algunas operaciones de la balanza de pagos «no explicadas». Pese a estas reservas, la presentación monetaria proporciona informaciones útiles para analizar las variaciones de la contrapartida exterior de M3.

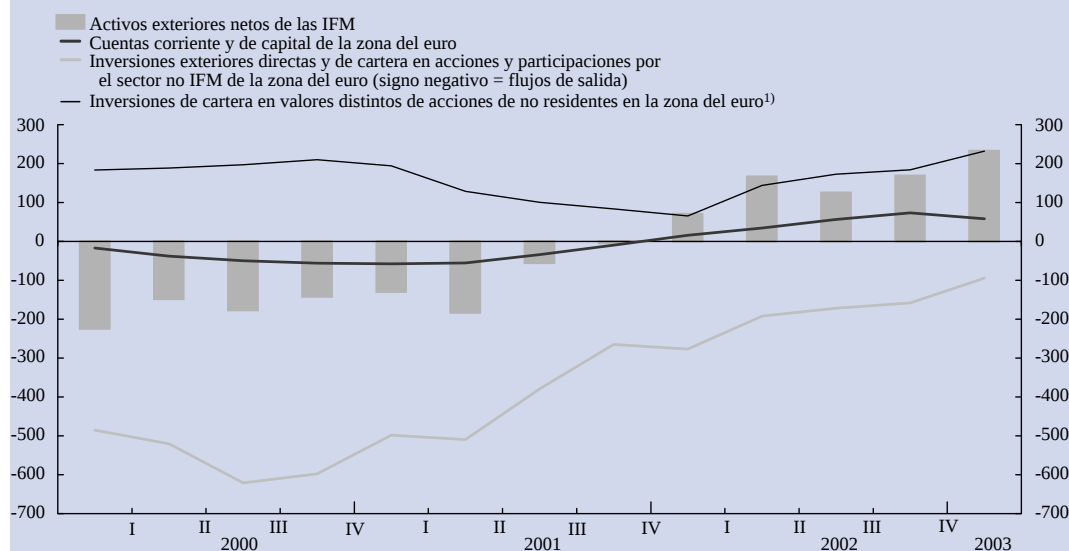
1 Véase el artículo titulado «Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999» en el Boletín Mensual de agosto de 1999.

En los últimos años, las operaciones exteriores han desempeñado un papel importante en la evolución monetaria de la zona del euro. El considerable aumento del crecimiento de M3 observado a partir del segundo trimestre del 2001 se ha asociado al notable incremento de los activos exteriores netos del sector IFM. La presentación monetaria de la balanza de pagos muestra que, en el 2001, esta evolución ha estado principalmente relacionada con un descenso de las adquisiciones netas de acciones y participaciones extranjeras por instituciones distintas de IFM residentes en la zona del euro, reflejo de los desplazamientos de cartera desde estos activos exteriores hacia activos líquidos de la zona del euro<sup>2</sup> (véase el gráfico siguiente). Por otro lado, a partir del segundo trimestre del 2002, la contrapartida exterior de M3 se ha visto impulsada por un fuerte aumento de las adquisiciones de valores distintos de acciones por no residentes (que superaron con creces las adquisiciones de valores distintos de acciones extranjeros por instituciones distintas de IFM residentes en la zona del euro). Asimismo, el saldo de la cuenta corriente y de la cuenta de capital ha mejorado, lo que supone un nuevo incremento de la liquidez interna derivada de las operaciones exteriores.

<sup>2</sup> Véase también el recuadro titulado «Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero» en las páginas 11 a 14 del Boletín Mensual de mayo del 2003.

### Principales operaciones exteriores que explican las variaciones de los activos exteriores netos de las IFM

(flujos anuales, fin de período; mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Excluidos los valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por las IFM.

2002. Dentro de esta contrapartida de M3, los depósitos a más largo plazo continuaron creciendo con lentitud, lo que contrasta con el intenso ritmo de crecimiento de los valores distintos de acciones a más de dos años. Obsérvese este tipo de valores incluyen las tenencias de no residentes. En consecuencia, el acusado crecimiento de los valores distintos de acciones a más largo plazo emitidos por las IFM también puede estar relacionado con las adquisiciones de no residentes, lo que estaría en consonancia con las cifras de balanza de pagos sobre adquisiciones de valores distintos de acciones de la zona del euro por inversores extranjeros.

En los doce meses transcurridos hasta abril, la posición acreedora neta frente al exterior del sec-

tor IFM de la zona del euro aumentó en 231 mm de euros, frente al incremento de 233 mm de euros registrado en el período de doce meses que finalizó en marzo. El persistente y elevado flujo anual positivo de los activos exteriores netos del sector IFM de la zona del euro, junto a la evidencia que aporta la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona de euro (véase recuadro 1), que se publica por primera vez en este Boletín Mensual, ofrecen datos más exhaustivos sobre las reestructuraciones de cartera que fueron la causa del fuerte crecimiento de M3 observado en los últimos meses. Concretamente, en el primer trimestre del año, las instituciones distintas de IFM de la zona del euro redujeron sus inversiones en renta variable de fuera de la zona, al

tiempo que los inversores no residentes en la zona parecen haber aumentado sus tenencias de valores distintos de acciones de la zona del euro.

### Situación de liquidez muy holgada en la zona del euro

M3 siguió creciendo con gran intensidad en el primer trimestre del 2003 y en abril. El prolongado período en el que el crecimiento de M3 ha mantenido su intensidad ha dado lugar a que se acumule más liquidez de la que sería necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista a medio plazo. No obstante, es necesario tener en cuenta que las reestructuraciones de cartera, reflejo de la persistente preferencia de los inversores por activos líquidos y seguros, siguen favoreciendo la evolución monetaria. Esta tendencia se ve confirmada por los datos de los componentes y las contrapartidas de M3. Además de las reestructuraciones de cartera debidas a un aumento de la demanda de activos monetarios por motivo precaución, el reducido nivel de los tipos de interés también ha contribuido al fuerte crecimiento monetario. En este contexto, será necesario continuar realizando un atento seguimiento de la evolución monetaria con respecto a sus consecuencias para la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

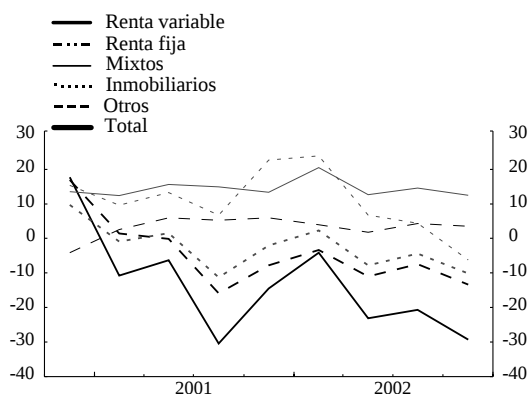
### Disminución del crecimiento de los activos de los fondos de inversión en el cuarto trimestre del 2002

La tasa de variación interanual de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro se situó en -10,2% a finales del cuarto trimestre del 2002, frente al 4,4% registrado a finales del trimestre anterior (véase gráfico 7). La disminución de los activos totales de los fondos de inversión es atribuible a las tendencias divergentes seguidas por los activos de los fondos de inversión, en función de la política de inversión. A su vez, estas tendencias se vieron especialmente favorecidas por la evolución de los precios de los activos financieros. De hecho, la tasa de disminución interanual de las participaciones en fondos de renta variable se situó en el 29,3% a finales del cuarto trimestre del 2002, mientras que, en ese mismo período, el descenso interanual de los índices

### Gráfico 7

#### Crecimiento interanual del valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión

(tasas de variación interanuales; datos a fin de período)



Fuente: BCE.

Dow Jones EURO STOXX y Standard & Poor's 500 fue del 34,5% y del 24,3%, respectivamente. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los activos totales de los fondos de renta fija de la zona del euro fue del 3,5%, consecuencia, en parte, del incremento de los precios de este tipo de valores.

### Disminución de las tasas de crecimiento de la financiación y de la inversión financiera de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones en el cuarto trimestre del 2002

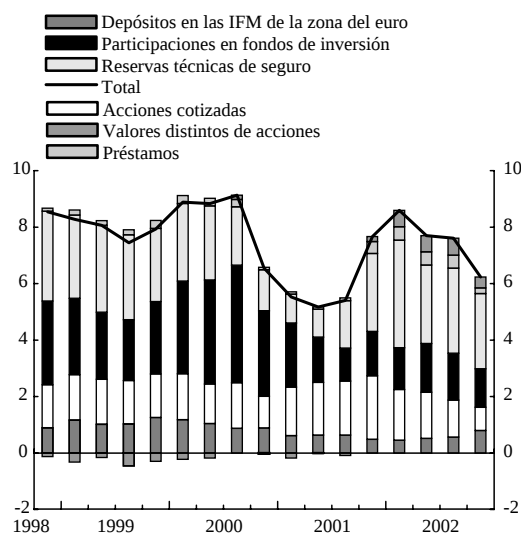
Según los datos relativos a las operaciones, en el cuarto trimestre del 2002 se produjo una disminución del crecimiento de la financiación y de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro. En cuanto a la financiación de este sector, la tasa de crecimiento interanual de las reservas técnicas de seguro, que representaban el 95% de sus fuentes de financiación, cayó hasta el 7,1% en el cuarto trimestre del 2002, desde el 7,9% en el trimestre anterior. En consecuencia, la tasa de crecimiento de los fondos asignados por los hogares a seguros de vida y fondos de pensiones se mantuvo elevada.

Con respecto a la inversión financiera de este sector, la tasa de crecimiento interanual de los principales activos financieros de las empresas de seguros y fondos de pensiones descendió al 6,2%

### Gráfico 8

#### Inversión financiera de las empresas de seguro y los fondos de pensiones de la zona del euro

(tasas de crecimiento interanuales; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

en el cuarto trimestre del 2002, desde el 7,6% registrado en el tercer trimestre. La disminución de la tasa de crecimiento de la inversión financiera quedó particularmente reflejada en la reducción de las tasas de crecimiento interanuales de la inversión en acciones cotizadas y de los préstamos (véase gráfico 8). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por este sector cayó hasta el 4,2% en el cuarto trimestre, desde el 6,3% en el trimestre anterior. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en acciones cotizadas disminuyó al 3,9% en el cuarto trimestre, desde el 6,4% del trimestre precedente. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos aumentó del 3,8% en el tercer trimestre al 5,5% registrado en el último trimestre. En consecuencia, este cambio en la cartera de activos de este sector significa que a finales de 2002 se produjo un trasvase hacia inversiones financieras más líquidas y menos arriesgadas.

#### Leve retroceso del crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones en el primer trimestre

En el primer trimestre del 2003, el crecimiento interanual medio del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en

la zona del euro descendió ligeramente, hasta el 6,8%, desde el 7,1% registrado en el cuarto trimestre del 2002 (véase gráfico 9), como consecuencia de una disminución, de un punto porcentual, de la tasa media de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo, situándose en el 5,7%, y de un fuerte incremento, de 6 puntos porcentuales, del saldo vivo de los valores distintos de acciones a corto plazo, que alcanzó el 17,4%. Este último incremento fue resultado, principalmente, de las elevadas emisiones en el sector IFM.

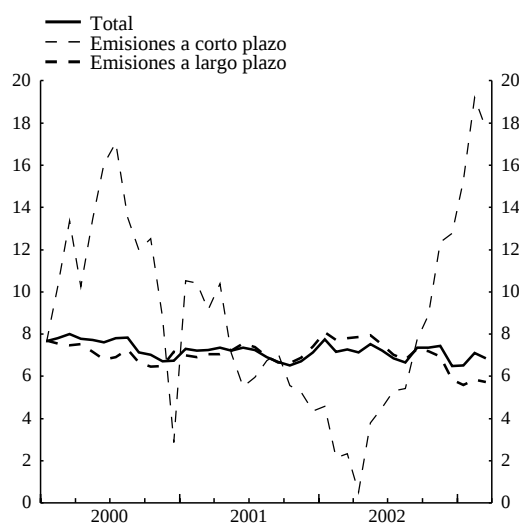
El detalle por monedas indica que el crecimiento medio interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros y emitidos por residentes en la zona disminuyó 0,3 puntos porcentuales, hasta el 6,3%, en el primer trimestre. De igual forma, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones denominados en otras monedas distintas del euro emitidos por residentes en la zona del euro descendió 0,3 puntos porcentuales, situándose en el 12,3%.

En cuanto al detalle por sectores de la emisión de valores distintos de acciones denominados en euros, la tasa de crecimiento interanual del saldo

### Gráfico 9

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

(tasas de variación)



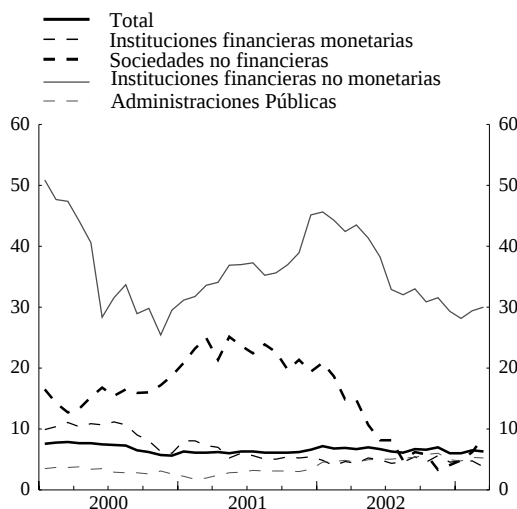
Fuente: BCE.

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.

### Gráfico 10

#### Crecimiento interanual de los valores distintos de acciones denominados en euros 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.

vivo de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM fue del 4,5% en el primer trimestre, frente al 5% observado en el cuarto trimestre del año pasado (véase gráfico 10). Un análisis de la dinámica que sustenta esta evolución revela que la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo fue elevada, lo que confirma la tendencia que se inició en el tercer trimestre del 2002. Sin embargo, una parte considerable de la emisión de este tipo de valores es atribuible al ajuste de liquidez dentro del sector IFM más que a la financiación neta del sector IFM en su conjunto.

En cuanto a las sociedades no financieras, el crecimiento medio interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones se elevó 2,1 puntos porcentuales con respecto al trimestre anterior, y se situó en el 6,6% en el primer trimestre del 2003. Aún es pronto para decir si este incremento representa un cambio con respecto a la tendencia a la baja que se inició a finales de 2001. Durante el primer trimestre del 2003, que se caracterizó por la incertidumbre sobre la guerra en Iraq y por la moderación de la actividad económica, las condiciones económicas generales no eran demasiado favorables a un incremento de las

emisiones. No obstante, la caída de los diferenciales de los valores de renta fija privada registrada en el primer trimestre podría haber atraído a un gran número de demandantes de financiación. Una característica de los mercados de valores de renta fija privada es el acusado contraste entre las importantes emisiones a largo plazo y las emisiones a corto plazo, más reducidas. Muchas empresas han tratado de reducir sus pasivos a corto plazo para intentar protegerse de las turbulencias financieras (véase recuadro 2). Al mismo tiempo, han tenido, en general, más dificultades para acceder a los mercados a corto plazo. Aunque sigue habiendo una diferencia considerable entre las tasas medias de crecimiento interanuales de los saldos vivos de los valores distintos de acciones a corto y a largo plazo, dicha diferencia se ha reducido desde el tercer trimestre del 2002. La tasa media de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras descendió al 9,4% en el primer trimestre del 2003, desde el 10,8% registrado en el cuarto trimestre del 2002, al tiempo que la tasa de variación interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por estas sociedades continuó siendo negativa durante el primer trimestre (-3,3%), pero la disminución fue 12,5 puntos porcentuales inferior a la del trimestre anterior.

En relación con las instituciones financieras no monetarias, la tasa media de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones se mantuvo elevada, a pesar de haber descendido al 29,2% en el primer trimestre del 2003, desde el 30,6% registrado en el cuarto trimestre del año pasado. El intenso ritmo emisor de este sector también obedece a un desplazamiento desde la emisión directa de valores de renta fija por parte de las empresas hacia la emisión indirecta, a través, por ejemplo, de fondos de titulización. Durante el primer trimestre del 2003, algunas empresas del sector de automoción, energía, petróleo y telecomunicaciones emitieron casi dos quintas partes de sus valores a través de sus filiales financieras, que están clasificadas dentro del sector financiero no monetario.

Por lo que respecta al sector de las Administraciones Públicas, el crecimiento interanual medio del saldo vivo de los valores distintos de acciones

emitidos por la Administración Central disminuyó del 4,8% en el cuarto trimestre del 2002 al 4,2% en el primer trimestre del 2003. El sector Administración Central aumentó su endeudamiento mediante la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, cuya tasa de crecimiento interanual se incrementó considerablemente, hasta el 21,5%, en el primer trimestre. Al mismo tiempo, la tasa media de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por otras Administraciones Públicas se elevó hasta el 30,5% en el primer trimestre del 2003, desde el 28,1% registrado en el cuarto trimestre del 2002. Las emisiones de este sector se limitan a unos pocos

países, y las elevadas tasas de crecimiento reflejan el incremento de las emisiones de estos países.

### Crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras en el primer trimestre del 2003

Se estima que, en conjunto, el crecimiento interanual del endeudamiento de los sectores no financieros (hogares, sociedades no financieras y Administraciones Públicas) registró un ligero ascenso en el primer trimestre del 2003, hasta situarse en el 5,5%, después de estabilizarse en el cuarto

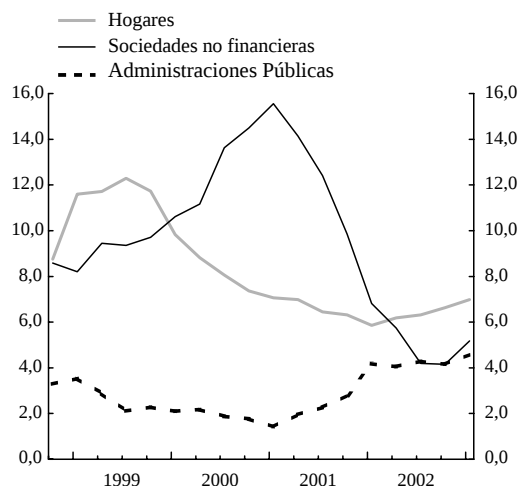
**Cuadro 3**  
**Financiación de los sectores no financieros de la zona del euro**

|                                                                           | Saldos vivos en porcentaje de la financiación del sector <sup>1)</sup> | Tasas de crecimiento interanuales |            |            |            |            |            |            |            |            |                      |
|---------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------------------|
|                                                                           |                                                                        | 2000 IV                           | 2001 I     | 2001 II    | 2001 III   | 2001 IV    | 2002 I     | 2002 II    | 2002 III   | 2002 IV    | 2003 I <sup>2)</sup> |
| <b>Sectores no financieros</b>                                            | <b>100</b>                                                             | <b>6,4</b>                        | <b>6,5</b> | <b>6,6</b> | <b>5,9</b> | <b>5,2</b> | <b>4,7</b> | <b>4,2</b> | <b>4,0</b> | <b>3,8</b> | <b>.</b>             |
| De los cuales: financiación a largo plazo <sup>3)</sup>                   | 85,0                                                                   | 5,7                               | 5,6        | 5,9        | 5,5        | 5,0        | 5,0        | 4,6        | 4,6        | 4,1        | .                    |
| Endeudamiento <sup>4)</sup>                                               | 84,6                                                                   | 7,2                               | 7,4        | 7,2        | 6,7        | 6,1        | 5,5        | 5,2        | 4,8        | 4,8        | 5,50                 |
| Del cual: endeudamiento a corto plazo                                     | 15,0                                                                   | 11,1                              | 13,1       | 11,1       | 8,5        | 6,6        | 2,6        | 1,5        | 0,7        | 2,2        | 5,75                 |
| Del cual: endeudamiento a largo plazo                                     | 69,6                                                                   | 6,4                               | 6,1        | 6,3        | 6,3        | 6,0        | 6,2        | 6,0        | 5,7        | 5,4        | 5,50                 |
| <b>Hogares<sup>4) 5)</sup></b>                                            | <b>23,0</b>                                                            | <b>7,4</b>                        | <b>7,1</b> | <b>7,0</b> | <b>6,4</b> | <b>6,3</b> | <b>5,9</b> | <b>6,2</b> | <b>6,3</b> | <b>6,6</b> | <b>7</b>             |
| De los cuales: endeudamiento a corto plazo                                | 8,1                                                                    | 6,3                               | 5,5        | 4,0        | 2,5        | 1,0        | -0,6       | 1,1        | 1,2        | 2,9        | 1,50                 |
| De los cuales: endeudamiento a largo plazo                                | 91,9                                                                   | 7,5                               | 7,2        | 7,3        | 6,8        | 6,8        | 6,5        | 6,7        | 6,8        | 7,0        | 7,50                 |
| <b>Sociedades no financieras</b>                                          | <b>43,6</b>                                                            | <b>8,8</b>                        | <b>9,3</b> | <b>9,1</b> | <b>7,9</b> | <b>6,2</b> | <b>4,5</b> | <b>3,4</b> | <b>2,7</b> | <b>2,4</b> | <b>.</b>             |
| De las cuales: financiación a largo plazo                                 | 80,6                                                                   | 6,9                               | 7,4        | 7,8        | 7,3        | 6,1        | 5,3        | 4,8        | 4,2        | 3,4        | .                    |
| Endeudamiento <sup>4)</sup>                                               | 64,6                                                                   | 14,5                              | 15,6       | 14,1       | 12,4       | 9,8        | 6,8        | 5,7        | 4,2        | 4,2        | 5,25                 |
| Del cual: endeudamiento a corto plazo                                     | 19,4                                                                   | 20,3                              | 21,3       | 16,8       | 10,9       | 6,9        | 0,7        | -3,0       | -3,6       | -2,6       | 2,50                 |
| Del cual: endeudamiento a largo plazo                                     | 45,3                                                                   | 11,9                              | 12,9       | 12,8       | 13,2       | 11,3       | 9,9        | 10,2       | 8,1        | 7,3        | 6,50                 |
| Del cual: préstamos                                                       | 53,1                                                                   | 15,1                              | 15,1       | 13,1       | 11,3       | 8,5        | 5,8        | 5,4        | 3,8        | 4,1        | 4,75                 |
| Del cual: valores distintos de acciones                                   | 7,8                                                                    | 16,1                              | 25,9       | 27,8       | 25,3       | 23,1       | 15,2       | 8,6        | 6,7        | 4,0        | 8,75                 |
| Del cual: reservas de fondos de pensiones                                 | 3,7                                                                    | 4,9                               | 5,0        | 5,1        | 5,2        | 4,8        | 4,8        | 4,9        | 5,1        | 5,4        | 5                    |
| Acciones cotizadas                                                        | 35,4                                                                   | 4,1                               | 4,5        | 5,1        | 3,9        | 2,8        | 1,9        | 0,9        | 0,7        | 0,2        | .                    |
| <b>Administraciones Públicas<sup>4)</sup></b>                             | <b>33,4</b>                                                            | <b>1,8</b>                        | <b>1,4</b> | <b>2,0</b> | <b>2,3</b> | <b>2,8</b> | <b>4,2</b> | <b>4,0</b> | <b>4,3</b> | <b>4,2</b> | <b>4,50</b>          |
| De las cuales: endeudamiento a corto plazo                                | 14,0                                                                   | -2,6                              | 1,5        | 3,4        | 6,2        | 8,4        | 8,1        | 11,6       | 9,8        | 11,7       | 13,50                |
| De las cuales: endeudamiento a largo plazo                                | 86,0                                                                   | 2,4                               | 1,4        | 1,7        | 1,7        | 2,0        | 3,6        | 2,9        | 3,4        | 3,0        | 3,25                 |
| De las cuales: préstamos                                                  | 17,0                                                                   | -1,5                              | -1,0       | -2,2       | -1,1       | 0,1        | 1,0        | -0,1       | -0,5       | -1,6       | -3,25                |
| De las cuales: valores distintos de acciones                              | 79,4                                                                   | 2,5                               | 1,9        | 2,8        | 2,9        | 3,2        | 4,6        | 4,6        | 5,0        | 5,2        | 6,25                 |
| De las cuales: pasivos de la Administración Central en forma de depósitos | 3,6                                                                    | 2,6                               | 4,9        | 5,1        | 5,5        | 7,7        | 12,9       | 13,5       | 14,0       | 12,0       | 9                    |

Fuente: BCE.

Nota: Para más información, véase nota del cuadro 6.1, en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual.

- 1) A fin del cuarto trimestre del 2002. Endeudamiento a corto y largo plazo y financiación de los sectores, en porcentaje de la financiación. Endeudamiento de los sectores a corto y largo plazo e instrumentos financieros, en porcentaje de la financiación del sector. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.
- 2) Las cifras correspondientes al trimestre más reciente son estimaciones basadas en las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y de emisiones de valores.
- 3) La financiación a largo plazo, es decir, con un plazo a la emisión superior a un año, incluye los préstamos a largo plazo, los valores distintos de acciones a largo plazo, las acciones cotizadas y las reservas de fondos de pensiones de las sociedades no financieras.
- 4) El endeudamiento incluye los préstamos, los valores distintos de acciones, las reservas de fondos de pensiones de las sociedades no financieras y los pasivos de la Administración Central en forma de depósitos. El endeudamiento a corto plazo, es decir, con un plazo a la emisión de hasta un año, incluye los préstamos a corto plazo, los valores distintos de acciones a corto plazo y los pasivos de la Administración Central en forma de depósitos. El endeudamiento a largo plazo es igual a la financiación a largo plazo, excluidas las acciones cotizadas.
- 5) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

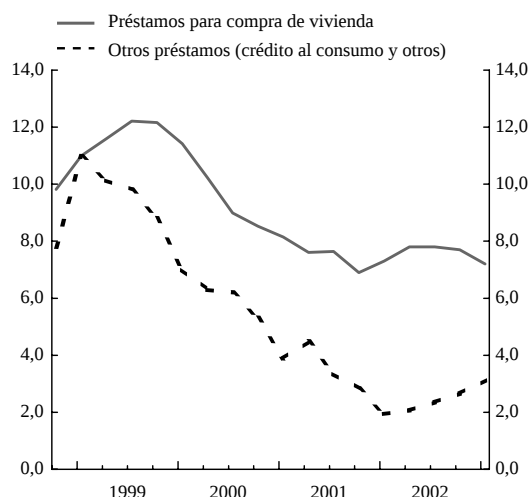
**Gráfico 11****Endeudamiento de los sectores no financieros***(tasas de variación interanuales)*

Fuente: BCE.

Nota: Para más información, véase el cuadro 3.

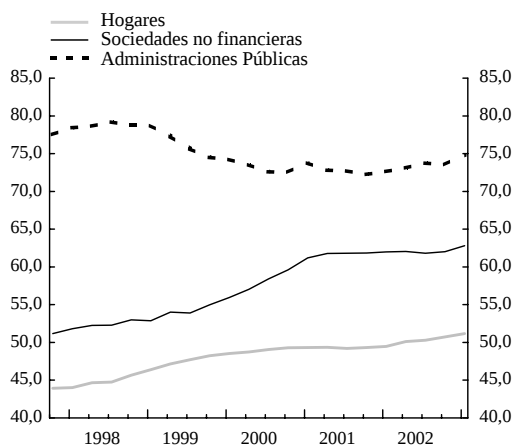
trimestre del 2002, y de haber descendido considerablemente en el año 2001 y durante la mayor parte del 2002 (véase cuadro 3). Aunque resulta difícil de hacer una valoración en estos momentos, esta evolución podría apuntar al fin de la tendencia a la baja. Este incremento se produjo, fundamentalmente, en los sectores no financieros (véase gráfico 11).

Se estima que el crecimiento interanual del endeudamiento de los hogares volvió a aumentar ligeramente en el primer trimestre del 2003, hasta situarse en torno al 7%, desde el 6,6% registrado en el cuarto trimestre del 2002. Si bien la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda cayó ligeramente en el primer trimestre, situándose en el 7,2% (véase gráfico 12 y cuadro 4), se considera que el crecimiento interanual del endeudamiento de los hogares a largo plazo (principalmente préstamos para adquisición de vivienda) se ha incrementado, reflejando el supuesto de que se está produciendo una titulización de los préstamos para adquisición de vivienda. Es probable que un factor que haya influido en el elevado crecimiento del endeudamiento a largo plazo de los hogares sean las favorables condiciones de los préstamos hipotecarios a largo plazo. Además, es posible que el ininterrumpido crecimiento interanual de los precios de la vivienda en la zona del euro, que, en general, se había estabilizado en torno al 6,75% en el 2002, pueda haber contribuido a esta evolución. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo disminuyó hasta

**Gráfico 12****Préstamos a los hogares: detalle por finalidad***(tasas de variación interanuales)*

Fuente: BCE.

el 2,9% en el primer trimestre, en consonancia con la debilidad de la demanda agregada y de la confianza de los consumidores. Como consecuencia de la reciente evolución de la financiación, el endeudamiento de los hogares en relación con el PIB volvió a registrar un leve incremento, situándose en el 51% en el primer trimestre del 2003 (véase gráfico 13).

**Gráfico 13****Endeudamiento de los sectores no financieros en relación con el PIB***(en porcentaje)*

Fuente: BCE.

Nota: Para más información, véase el cuadro 3. Si se compara con las cuentas financieras anuales, la deuda en relación con el PIB es algo más baja en las cuentas financieras trimestrales, sobre todo por el hecho de que no se incluyen los préstamos concedidos a los sectores no financieros y a las entidades de crédito fuera de la zona del euro. El endeudamiento de las Administraciones Públicas en relación con el PIB no coincide exactamente con la definición de Maastricht, debido a diferencias en la valoración, cobertura y tratamiento de los intereses devengados.

## Cuadro 4

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

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

|                                                 | Saldos vivos en porcentaje del total <sup>1)</sup> | Tasas de crecimiento interanuales |        |         |          |         |        |
|-------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------|--------|---------|----------|---------|--------|
|                                                 |                                                    | 2001 IV                           | 2002 I | 2002 II | 2002 III | 2002 IV | 2003 I |
| <b>Sociedades no financieras</b>                | 47,2                                               | 6,2                               | 5,0    | 4,4     | 3,5      | 3,6     | 4,0    |
| Hasta un año                                    | 34,3                                               | 2,0                               | -1,6   | -3,1    | -2,6     | -2,6    | 2,7    |
| Más de un año                                   | 65,7                                               | 8,6                               | 8,8    | 8,8     | 6,9      | 6,9     | 4,7    |
| De uno a cinco años                             | 16,7                                               | 12,7                              | 12,3   | 12,2    | 8,9      | 6,4     | 3,6    |
| Más de cinco años                               | 48,9                                               | 7,2                               | 7,7    | 7,6     | 6,2      | 7,0     | 5,1    |
| <b>Hogares<sup>2)</sup></b>                     | 52,8                                               | 5,2                               | 5,3    | 5,7     | 5,8      | 5,9     | 5,8    |
| Crédito al consumo <sup>3)</sup>                | 14,7                                               | 3,0                               | 3,7    | 3,0     | 3,2      | 3,8     | 2,9    |
| Préstamos para compra de vivienda <sup>3)</sup> | 66,0                                               | 6,9                               | 7,3    | 7,8     | 7,8      | 7,7     | 7,2    |
| Otras finalidades                               | 19,3                                               | 1,7                               | 0,6    | 1,4     | 1,7      | 1,7     | 3,3    |

Fuente: BCE, Estadísticas Monetarias y Bancarias.

Nota: Para más información, véanse las notas del cuadro 2.5, en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual, y las notas técnicas pertinentes.

1) A fin del primer trimestre del 2003. Préstamos a los sectores en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector no financiero privado; detalle por plazo y por finalidad en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

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

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

Por lo que respecta al crecimiento interanual del endeudamiento de las sociedades no financieras, se estima que aumentó hasta el 5,25% en el primer trimestre del 2003, desde el 4,2% registrado en el cuarto trimestre del año anterior, como resultado de un avance de la tasa de crecimiento interanual del endeudamiento en forma de préstamos y de un considerable aumento del crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones. En cuanto a los plazos, se estima que la tasa de variación interanual del endeudamiento a corto plazo de las sociedades no financieras, que suele ser relativamente sensible al ciclo económico, ha aumentado hasta el 2,5%, desde el -2,6% registrado en el cuarto trimestre. Al mismo tiempo, se estima que la tasa de crecimiento interanual del endeudamiento a largo plazo de las sociedades no financieras continuó descendiendo hasta el 6,5% en el primer trimestre, desde el 7,3% en el trimestre anterior.

El incremento estimado del crecimiento interanual del endeudamiento de las sociedades no financieras se produjo en un entorno de tipos de interés muy bajos. No obstante, al mismo tiempo, la debilidad de la demanda y la incertidumbre económica general compensaron, en parte, el efecto favorable de los reducidos niveles de los tipos de interés (véase recuadro 2). Como consecuencia

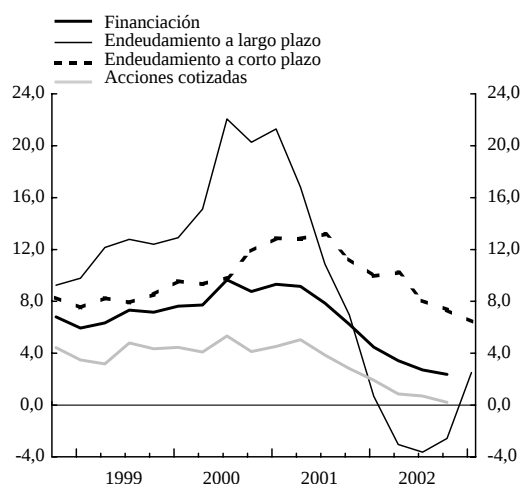
de la reciente evolución del endeudamiento, la deuda de las sociedades no financieras en relación con el PIB aumentó hasta el 63% en el primer trimestre del 2003, tras haberse estabilizado el año anterior (véase gráfico 13).

Por lo que respecta a los datos sobre la financiación de las sociedades no financieras mediante la emisión de acciones (y, en consecuencia, sobre la

## Gráfico 14

### Endeudamiento a corto y largo plazo de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

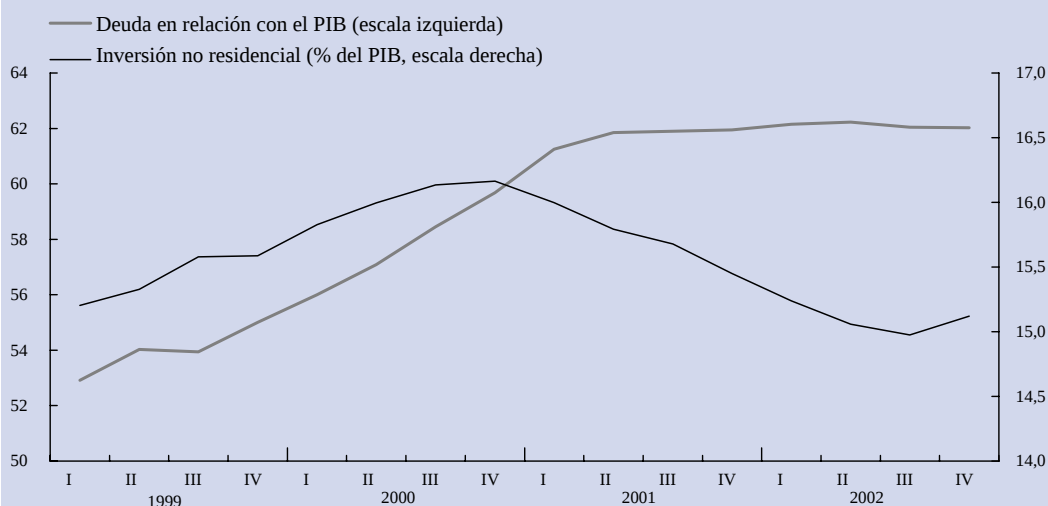
Nota: Para más información, véase el cuadro 3.

## Recuadro 2

### El impacto de los factores financieros en la inversión empresarial de la zona del euro

La formación bruta de capital fijo en la zona del euro ha sido moderada en los dos últimos años. La debilidad de la inversión parece haberse debido, principalmente, a la desaceleración económica (para un análisis de los factores determinantes de la debilidad de la inversión, véase el recuadro titulado «Factores determinantes de la debilidad de la inversión por tipo de producto», en la página 46 del *Boletín Mensual del BCE* de marzo del 2003). Pese a la considerable caída de los tipos de interés, la evolución de otros factores financieros también puede haber sido importante a la hora de mantener la inversión empresarial. De hecho, aunque el nivel de los tipos de interés ha sido relativamente bajo desde una perspectiva histórica, el descenso de la inversión total en la zona del euro durante los últimos años se ha producido tras un período de deterioro de la situación financiera de las sociedades no financieras de la zona del euro (véase gráfico A) y, al mismo tiempo, ha coincidido con el empeoramiento de las condiciones de financiación. En este recuadro se pretende evaluar si determinados factores financieros, como el coste de financiación, la situación patrimonial de las empresas y/o una mayor dificultad de acceso a las fuentes de financiación han contribuido a reducir el gasto en inversión en los últimos años.

**Gráfico A: Inversión no residencial en porcentaje del PIB y deuda de las sociedades no financieras en relación con el PIB en la zona del euro**



Fuente: BCE.

La teoría de las finanzas empresariales sugiere que la situación financiera de los prestatarios puede afectar al gasto en inversión empresarial. Una caída en el valor de los activos financieros de los prestatarios —que pueden utilizarse como activos de garantía— aumenta, por lo general, la «prima de financiación externa» demandada por el prestamista para compensar las asimetrías de la información. De este modo, una disminución de la riqueza neta de los prestatarios da lugar a un incremento de los costes de la financiación externa. Si la riqueza neta se deteriora durante un período de desaceleración económica puede provocar una amplificación del ciclo económico (es decir, el denominado mecanismo de acelerador financiero) y una debilidad persistente del crecimiento económico. Los estudios empíricos evidencian el hecho de que el impacto de los factores financieros sigue un comportamiento asimétrico y anticíclico y que éste es más destacado en períodos de desaceleración económica. Además, estos factores también influyen en la situación del sector bancario y, por lo tanto, pueden afectar, asimismo, a la capacidad y a la disposición de los bancos a conceder préstamos.

#### Situación financiera de las sociedades no financieras

La situación financiera de las sociedades no financieras proporciona información sobre su solvencia y, por ello, puede influir en el coste y en la disponibilidad de la financiación externa. Al mismo tiempo, las propias empresas pueden tener como objetivo una composición y un nivel concretos de la deuda.

Durante los años noventa, y hasta el año 2000, la expansión de la inversión en capital fijo y en operaciones de fusiones y adquisiciones llevadas a cabo por las sociedades no financieras de la zona del euro generó un aumento significativo de su endeudamiento, aumento que fue especialmente pronunciado en la segunda mitad de los años noventa. Este incremento fue particularmente elevado en algunos sectores económicos, como, por ejemplo, en el de las telecomunicaciones. Dado el comportamiento alcista de los precios de las acciones hasta el año 2000, algunos indicadores de apalancamiento (es decir, la deuda en relación con los activos financieros y totales) no se deterioraron inmediatamente, mientras que otras medidas, como las *ratios* de deuda en relación con el excedente de explotación y con el PIB, empezaron a reflejar mucho antes la mayor dependencia de la financiación externa.

En paralelo con la corrección a la baja de los precios de los activos, que se inició al terminar marzo del 2000, los altos niveles de deuda se tradujeron en un deterioro significativo de todas las *ratios* de endeudamiento, en un entorno de debilidad de los beneficios empresariales y de menor actividad económica. Todo ello se vio acompañado por un aumento de la carga de intereses de las sociedades no financieras, que, sin embargo, se mantuvo considerablemente por debajo de los niveles observados a comienzos de los años noventa. En el 2002, los esfuerzos por parte de las empresas de sanear su situación financiera, junto con una descenso significativo del crecimiento interanual de su endeudamiento (véase gráfico D), contribuyeron a la práctica estabilización de la deuda en relación con el PIB, mientras que las nuevas reducciones de los precios de los activos dieron lugar a un incremento de la deuda en relación con los activos financieros. Además, la carga de intereses de las sociedades no financieras parece haberse estabilizado en el 2002.

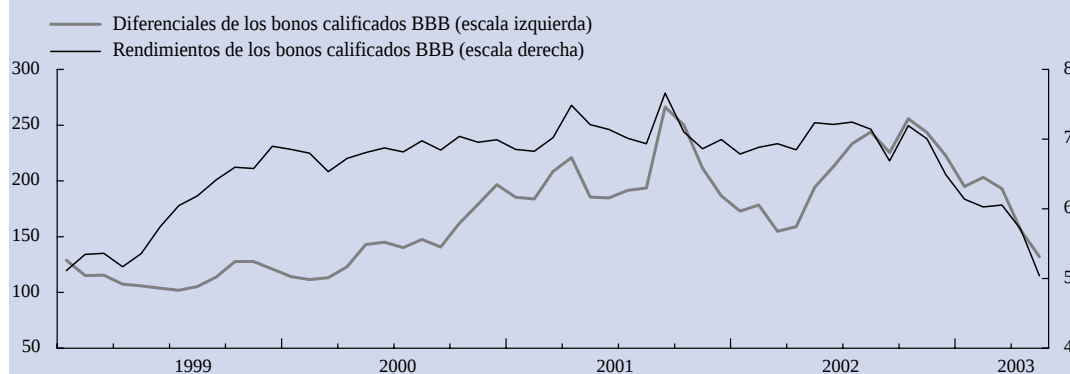
### Condiciones de financiación mediante deuda

El descenso de los tipos de interés hasta los reducidos niveles actuales ha mejorado, a igualdad de todos los demás factores, las condiciones de financiación mediante deuda de las sociedades no financieras, haciendo que resulte más barata. Sin embargo, el aumento de la deuda en relación con el PIB experimentado por las sociedades no financieras hasta primeros del 2002 se vio acompañado por una elevación significativa de los diferenciales que los prestatarios empresariales están obligados a pagar por el crédito, en comparación con los prestatarios públicos. Este incremento de los diferenciales fue más pronunciado en el mercado de renta fija privada, donde los diferenciales, aunque volátiles, alcanzaron niveles muy elevados a finales del 2001 y en el verano del 2002 (véase gráfico B). Al mismo tiempo, el diferencial de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a corto plazo a empresas frente al tipo interbancario a tres meses también se incrementó en este período (véase gráfico C).

Los indicadores de la evolución reciente de las condiciones de financiación impuestas por las entidades de crédito sugieren que el riesgo de crédito continúa siendo un factor de importancia (véase recuadro en la página

### Gráfico B: Rendimientos y diferenciales de los valores de renta fija privada calificados BBB en la zona del euro

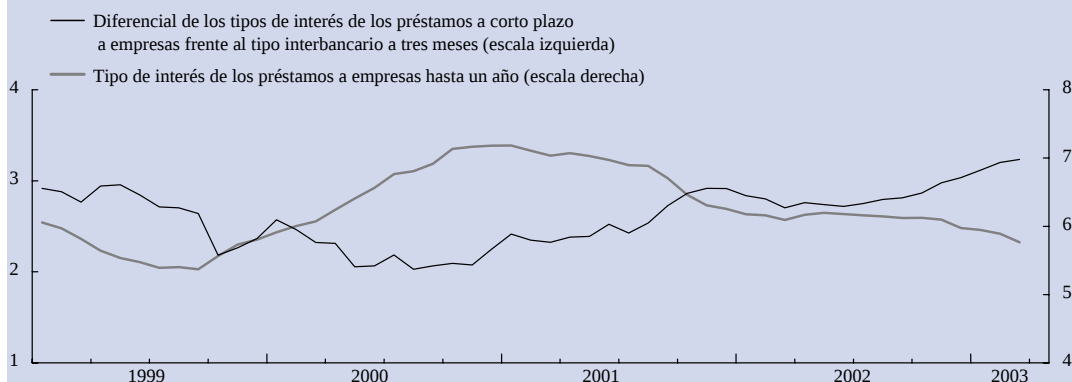
(rendimientos de los valores de renta fija privada en porcentaje; diferenciales de los valores de renta fija privada en puntos básicos; datos mensuales)



Fuentes: Reuters, Bloomberg y Merrill Lynch.

**Gráfico C: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a empresas hasta un año y diferencial de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo a empresas frente al tipo interbancario a tres meses (EURIBOR)**

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuente: BCE.

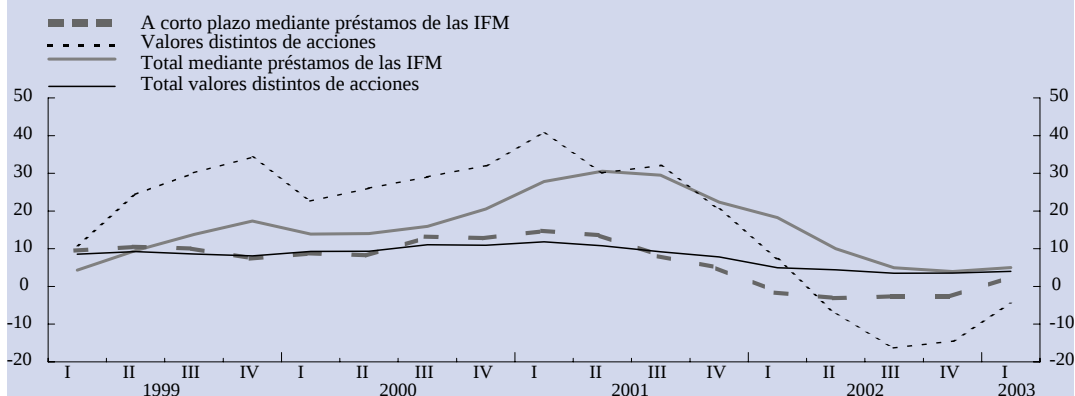
15 del *Boletín Mensual del BCE* de mayo del 2003 sobre los resultados de la encuesta de préstamos bancarios del BCE). Ciertamente, los diferenciales de los préstamos a corto plazo a empresas (con vencimiento hasta un año) frente al tipo interbancario a tres meses volvieron a aumentar a comienzos del 2003, indicando que la percepción de los prestamistas acerca del riesgo de crédito seguía siendo elevada.

Por el contrario, en los últimos meses, las condiciones de financiación en el mercado de renta fija han mejorado considerablemente para algunos emisores empresariales, pues los diferenciales de los valores de renta fija privada calificados BBB han caído unos 130 puntos básicos desde octubre del 2002. Este descenso de los diferenciales podría, hasta cierto punto, ser consecuencia de la percepción del mercado sobre la reestructuración de los balances en un gran número de empresas de la zona del euro. No obstante, también refleja una corrección de los niveles extraordinariamente elevados de los diferenciales observados en el 2002, así como algunas reestructuraciones de cartera efectuadas por los inversores institucionales, debido a su mayor aversión al riesgo como consecuencia de la incertidumbre financiera y a otros factores más técnicos (véase el recuadro de la página 18 del *Boletín Mensual del BCE* de abril del 2003).

El riesgo de crédito ha tenido cierta importancia en las condiciones de financiación de las empresas, con una caída sustancial de la financiación mediante deuda a corto plazo en el 2002, que ha reflejado en parte el alargamiento de los vencimientos de la deuda de las empresas. Sin embargo, debido en parte al nivel históricamente reducido de los tipos de interés, la tasa de crecimiento del endeudamiento empresarial no es

**Gráfico D: Endeudamiento de las sociedades no financieras en la zona del euro**

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

excepcionalmente baja, si se compara con períodos anteriores de moderación de la actividad económica. De hecho, la financiación empresarial mediante deuda creció entre un 4% y un 5% en términos interanuales, en la mayor parte del 2002 y a principios del 2003. Por tanto, aunque las condiciones pueden haber diferido de un país a otro, no existe una evidencia clara de que las restricciones de crédito hayan sido generalizadas en la zona del euro en su conjunto en el año 2002 y a comienzos del 2003.

### Condiciones de financiación en el mercado de acciones

En los mercados bursátiles, las condiciones de financiación han sido, por lo general, desfavorables. La rentabilidad por dividendos, que se define como el dividendo anual en porcentaje del precio de las acciones, y que puede utilizarse como variable *proxy* del coste de las acciones, ha aumentado. Los datos procedentes de Datastream, un proveedor privado de información financiera, indican que este incremento fue bastante sustancial en el año 2002 y comienzos del 2003, debido a la caída de los precios de las acciones. De hecho, a pesar de la recuperación de estos precios a finales de marzo y principios de abril del 2003, las medidas de la rentabilidad por dividendos están próximas al nivel más alto observado desde comienzos de los años noventa, lo que indica, por lo tanto, que la financiación mediante acciones ha seguido siendo muy costosa. Además, la considerable volatilidad registrada en los mercados bursátiles hasta mediados de marzo puede haber creado considerables dificultades a la hora de elegir el momento de efectuar las ofertas públicas de acciones, limitando así aún más el acceso de las empresas al capital.

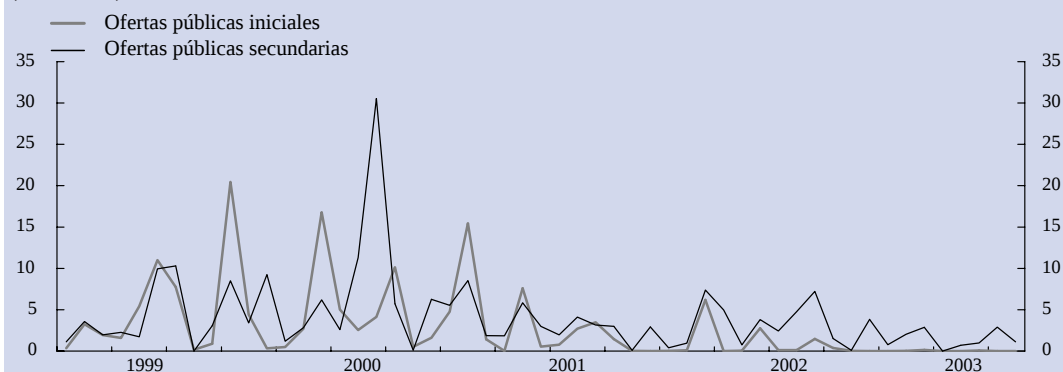
Por consiguiente, la financiación mediante acciones casi desapareció en la zona del euro a finales del año 2002 y comienzos del 2003 (véase gráfico E, y también el recuadro de la página 24 del *Boletín Mensual del BCE* de marzo del 2003). Aunque últimamente se han registrado algunas ofertas públicas secundarias, apenas se han producido ofertas públicas iniciales durante este período, posiblemente a causa del elevado coste de las acciones.

### Evaluación general

En resumen, existen ciertos indicios que sugieren que los factores financieros de las sociedades no financieras de la zona del euro podrían haber contribuido a la reciente debilidad del gasto en inversión empresarial. Es probable que, en este sentido, la incertidumbre financiera y económica general que prevaleció en el año 2002 y principios del 2003 haya incrementado la importancia de los factores financieros y haya contrarrestado, hasta cierto punto, los efectos de los tipos de interés, generalmente bajos. De cara al futuro, la reciente normalización de los mercados financieros tras el fin de la guerra del Iraq ha contribuido a mejorar las condiciones de financiación en los mercados de renta fija y, probablemente también, en los mercados de acciones. Además, los niveles históricamente reducidos de los tipos de interés deberían contribuir al repunte de la inversión. Al mismo tiempo, persiste la incertidumbre en cuanto al ajuste aún necesario en la zona del euro para mejorar la productividad y la rentabilidad.

### Gráfico E: Emisión de acciones en la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: Dealogic Bondware.

## Cuadro 5

### Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

|                                                                                                                      | Saldos vivos en porcentaje de la inversión financiera <sup>1)</sup> | Tasas de crecimiento interanuales |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                                                                                                      |                                                                     | 2000 IV                           | 2001 I     | 2001 II    | 2001 III   | 2001 IV    | 2002 I     | 2002 II    | 2002 III   | 2002 IV    | 2003 I     |
| <b>Inversión financiera</b>                                                                                          | <b>100</b>                                                          | <b>6,3</b>                        | <b>8,0</b> | <b>7,7</b> | <b>7,0</b> | <b>5,6</b> | <b>4,9</b> | <b>4,7</b> | <b>4,9</b> | <b>4,6</b> | .          |
| De la cual: inversión financiera a corto plazo <sup>2)</sup>                                                         | 43,5                                                                | 3,8                               | 6,9        | 7,0        | 7,4        | 7,5        | 4,9        | 5,1        | 5,6        | 5,9        | .          |
| De la cual: inversión financiera a largo plazo <sup>3)</sup>                                                         | 55,5                                                                | 7,7                               | 8,6        | 8,1        | 7,0        | 4,9        | 4,9        | 4,7        | 4,5        | 3,8        | .          |
| Efectivo y depósitos                                                                                                 | 38,3                                                                | 3,2                               | 5,7        | 6,5        | 6,5        | 6,6        | 4,8        | 4,9        | 4,9        | 5,3        | .          |
| Valores distintos de acciones                                                                                        | 14,1                                                                | 9,1                               | 15,2       | 12,1       | 8,9        | 7,6        | 5,2        | 4,8        | 5,1        | 4,7        | .          |
| De los cuales: a corto plazo                                                                                         | 1,7                                                                 | 32,0                              | 53,8       | 30,1       | 14,5       | 4,2        | -5,4       | -9,7       | 2,7        | 5,6        | .          |
| De los cuales: a largo plazo                                                                                         | 12,4                                                                | 6,3                               | 10,3       | 9,8        | 8,1        | 8,1        | 7,0        | 6,9        | 5,4        | 4,6        | .          |
| Participaciones en fondos de inversión                                                                               | 11,6                                                                | 6,2                               | 5,9        | 5,3        | 6,2        | 5,6        | 5,5        | 5,7        | 5,9        | 4,9        | .          |
| De las cuales: participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario | 9,5                                                                 | 7,0                               | 6,1        | 4,8        | 5,0        | 3,7        | 3,3        | 3,9        | 4,2        | 3,6        | .          |
| De las cuales: participaciones en fondos del mercado monetario                                                       | 2,1                                                                 | 0,0                               | 4,0        | 9,5        | 16,9       | 21,3       | 20,9       | 18,0       | 16,4       | 13,1       | .          |
| Acciones cotizadas                                                                                                   | 12,1                                                                | 7,4                               | 9,6        | 9,3        | 7,0        | 1,3        | 1,7        | 0,9        | 0,6        | -0,3       | .          |
| Reservas técnicas de seguro                                                                                          | 23,9                                                                | 8,7                               | 7,7        | 7,6        | 7,3        | 7,2        | 7,4        | 7,1        | 7,1        | 6,8        | .          |
| <b>M3<sup>4)</sup></b>                                                                                               |                                                                     | <b>4,1</b>                        | <b>3,7</b> | <b>5,4</b> | <b>6,7</b> | <b>7,9</b> | <b>7,2</b> | <b>7,1</b> | <b>7,1</b> | <b>6,9</b> | <b>7,9</b> |

Fuente: BCE.

Nota: Para más detalles, véase nota a pie de página del cuadro 6.1, en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual.

1) A fin del cuarto trimestre del 2002.

2) La inversión financiera a corto plazo incluye el efectivo y los depósitos (excluidos los depósitos de la Administración Central), los valores distintos de acciones a corto plazo y las participaciones en fondos del mercado monetario. Debido a la exclusión de los depósitos de la Administración Central, la inversión financiera a corto y largo plazo no suma el 100%. Al interpretar estas cifras, debe tenerse en cuenta que tanto los depósitos a corto plazo como los depósitos a largo plazo se incluyen en la inversión a corto plazo, ya que no se dispone del detalle por plazo.

3) La inversión financiera a largo plazo incluye los valores distintos de acciones a largo plazo, las participaciones en fondos de inversión excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario, las acciones cotizadas y los productos de seguros y de pensiones.

4) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, el sector no financiero y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro.

financiación total) sólo están disponibles hasta el cuarto trimestre del 2002. En ese período, el crecimiento interanual del endeudamiento total por parte de las sociedades no financieras continuó descendiendo, y cayó hasta el 2,4%, desde el 2,7% registrado en el tercer trimestre, ya que el crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por sociedades no financieras disminuyó hasta el 0,2%, desde el 0,7% observado en el trimestre precedente (véase gráfico 14). Según la información que consta en bases de datos privadas, a principios del 2003 se produjo cierta recuperación del número de ofertas públicas secundarias, pero las ofertas públicas iniciales siguieron siendo escasas. Los costes relativamente elevados de la financiación mediante la emisión de acciones, frente al bajo nivel de los tipos de interés, podrían contribuir a explicar el aumento del crecimiento interanual del endeudamiento de las sociedades no financieras observado últimamente.

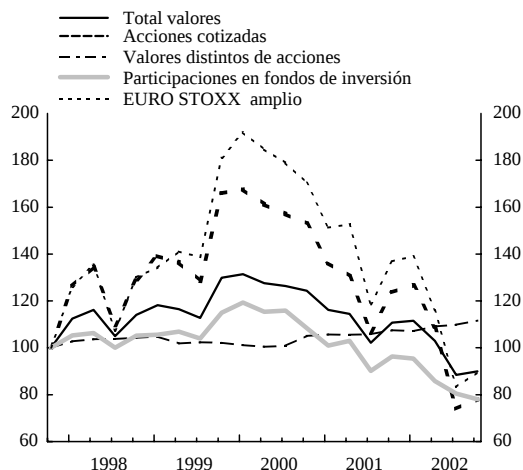
### La marcada preferencia de los inversores por activos a corto plazo se mantuvo en el cuarto trimestre del 2002

Por lo que respecta a la inversión financiera por parte de sectores no financieros, las cuentas financieras sólo están disponibles hasta el cuarto trimestre del 2002. En ese período, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera disminuyó ligeramente, hasta el 4,6%, desde el 4,9% registrado en el tercer trimestre (véase cuadro 5). En general, por lo que se refiere a estas inversiones, los sectores no financieros siguieron decantándose más por activos a corto plazo que por activos a largo plazo, así como por instrumentos financieros relativamente seguros más que por los activos arriesgados, lo que refleja la aversión al riesgo de los inversores resultante de la elevada volatilidad de los mercados de renta variable y de renta fija en la zona del euro en el cuarto trimestre del 2002. Es posible que esta acentuada aversión al

### Gráfico 15

#### Ganancias y pérdidas de los sectores no financieros por tenencia de valores

(1997 IV = 100)



Fuente: BCE.

riesgo sea consecuencia de las considerables pérdidas registradas en la inversión financiera desde el primer trimestre del 2000 (véase gráfico 15). De hecho, a pesar del mantenimiento de una inversión financiera neta anual de alrededor del 10% en relación con el PIB, la riqueza financiera de los sectores no financieros a finales del 2002 se situaba en torno al mismo nivel que a principios de 1998.

Más concretamente, el incremento del crecimiento interanual de la inversión financiera a corto plazo, hasta situarse en el 5,9% en el cuarto trimestre del 2002, desde el 5,6% del trimestre anterior (véase gráfico 16) fue consecuencia tanto del aumento del crecimiento interanual del efectivo y los depósitos en poder del sector no financiero, como de un nuevo repunte del crecimiento interanual de la inversión de este sector en valores distintos de acciones a corto plazo. Además, el crecimiento interanual de la inversión en participaciones en fondos del mercado monetario se mantuvo en niveles elevados. Esta evolución ratifica la conclusión de que la evolución de M3 a finales del 2002 se vio favorecida, en gran medida, por las reestructuraciones de cartera.

Por el contrario, el crecimiento interanual de la inversión financiera a largo plazo por parte de los sectores no financieros continuó disminuyendo hasta el 3,8% en el cuarto trimestre, desde el 4,5% observado en el tercer trimestre, como con-

secuencia de los retrocesos registrados en todas las categorías de inversión financiera a largo plazo. La reducción del crecimiento interanual de la inversión en valores distintos de acciones a largo plazo, que pasó del 5,4% en el tercer trimestre al 4,6%, probablemente sea reflejo de la elevada incertidumbre reinante en los mercados de renta fija, así como del nivel relativamente bajo de los tipos de interés a largo plazo observado en el cuarto trimestre del 2002. El crecimiento interanual de la inversión en productos de seguro y de pensiones también disminuyó ligeramente, pero se mantuvo relativamente sostenido, en torno al 7%. La inversión en acciones cotizadas por los sectores no financieros, por el contrario, se redujo en el cuarto trimestre.

#### La deuda en relación con los activos financieros de los sectores no financieros se estabilizó en el cuarto trimestre del 2002

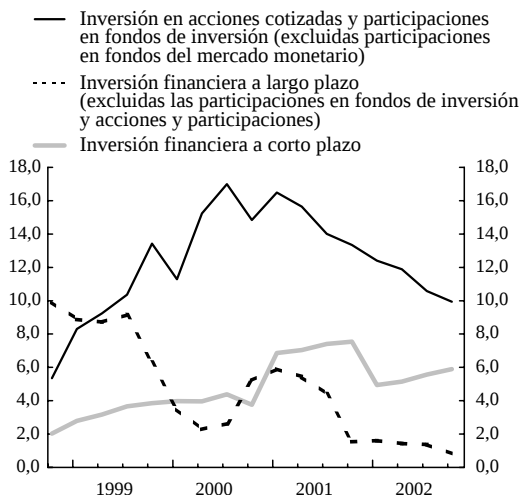
En general, la deuda en relación con los activos financieros de los sectores no financieros se estabilizó en el cuarto trimestre del 2002 (véase gráfico 17), tras un período, relativamente prolongado, en el que la reducción del valor de los activos financieros provocó un aumento de esta deuda.

La deuda en relación con los activos financieros a finales del 2002 era ligeramente superior a la re-

### Gráfico 16

#### Inversión financiera a corto y largo plazo de los sectores no financieros

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

Nota: Véanse las definiciones en el cuadro 5.

### Gráfico 17

#### Deuda en relación con los activos financieros de los sectores no financieros

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

gistrada a finales de 1997, pero, en conjunto, no parece ser excepcional, a pesar del sustancial incremento de los últimos trimestres

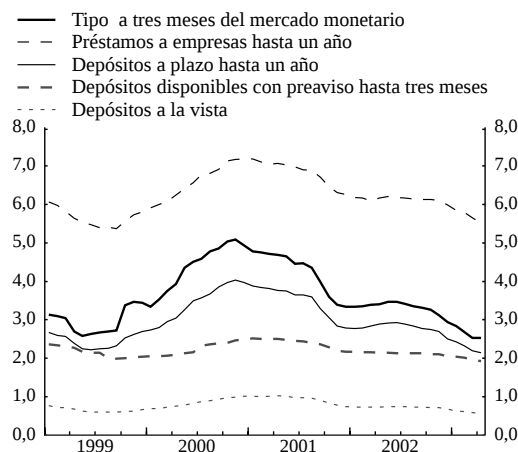
#### Ligero descenso de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela en abril

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela disminuyeron ligeramente en abril del 2003, continuando con la tendencia descendente que se inició en mayo del 2002. Las disminuciones oscilaron entre 5 y 15 puntos básicos, aproximadamente. De mayo del 2002 a abril del 2003, el tipo de interés medio de los depósitos hasta un año se redujo en 80 puntos básicos. En ese mismo período, el tipo medio aplicado por las entidades de crédito a los préstamos a empresas hasta un año disminuyó en torno a 70 puntos básicos, retornando a niveles no registrados desde el segundo semestre de 1999 (véase gráfico 18). En general, estos descensos estuvieron relacionados con la caída de los tipos de interés del mercado monetario, en torno a 75 puntos básicos, registrada en el mismo período. En cuanto a otros tipos de interés a corto plazo, como los tipos de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses, las reducciones han sido, no obstante, menores, y sólo disminuyeron aproximadamente 20 puntos básicos de mayo del 2002 a abril del 2003, lo que refleja el hecho de que estos tipos suelen reaccionar con mayor lentitud a la evolución de los tipos de interés de mercado.

### Gráfico 18

#### 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.

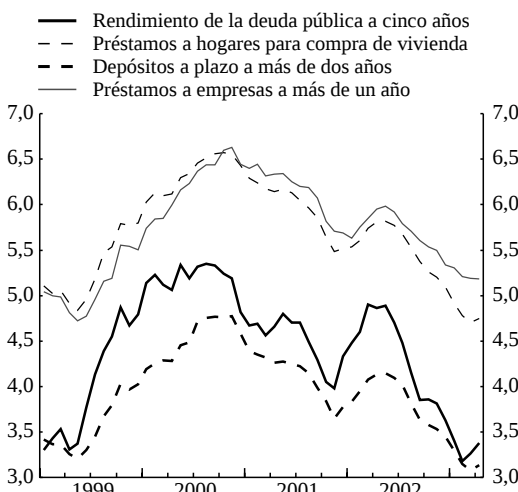
Nota: A partir del 1 de enero de 2001, los datos incluyen Grecia.

En un entorno caracterizado por amplias oscilaciones de los rendimientos de la renta fija a largo plazo entre marzo y abril del 2003, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela se mantuvieron prácticamente sin variaciones en abril, interrumpiendo, transitoriamente, la tendencia a la baja observada desde mayo del 2002 (véase gráfico 19). En abril del 2003, los tipos de los préstamos a hogares

### Gráfico 19

#### 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.

para adquisición de vivienda y los tipos de los préstamos a largo plazo a empresas todavía se situaban en torno a 110 y 80 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles de mayo del 2002. Estos descensos son comparables con la reducción de 150 puntos básicos del rendimiento medio de la deuda pública a cinco años registrada en ese mismo período. La evolución reciente indica que, desde una perspectiva a largo plazo, la repercusión de los tipos de mercado en los tipos de interés bancarios a más corto plazo y a largo plazo en los últimos meses parece estar en consonancia con pautas históricas.

### Los tipos de interés del mercado monetario han disminuido en los últimos meses

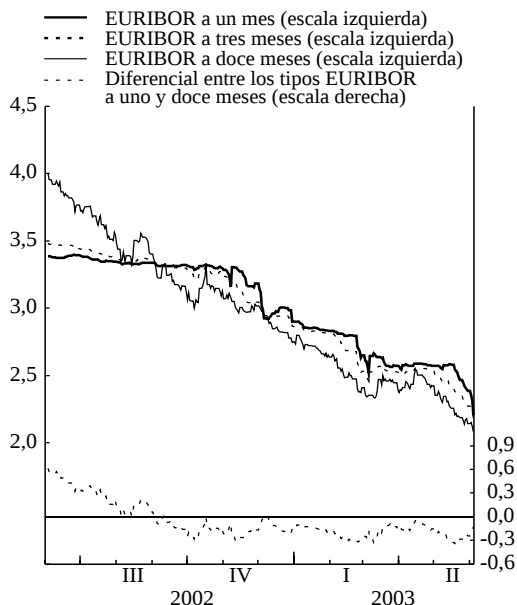
Tras la estabilización temporal de los tipos de interés del mercado monetario a más largo plazo observada en marzo y durante la primera mitad de abril, los citados tipos reanudaron la tendencia descendente registrada desde mediados de mayo del 2002 (véase gráfico 20). Esta evolución fue el resultado de un ajuste a la baja de las expectativas de los participantes en el mercado en relación con los futuros movimientos de los tipos de interés a corto plazo. Dado que los tipos del mercado monetario a más corto plazo también disminuyeron sustancialmente, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, ha permanecido prácticamente sin variaciones y ligeramente negativa.

En abril y mayo, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA, fluctuó en torno a un nivel ligeramente por encima del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, situado en el 2,5%, con algunas excepciones transitorias, sobre todo al final de los períodos de mantenimiento de reservas. En mayo y comienzos de junio, los tipos marginal y medio de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situaron, en promedio, 4 y 5 puntos básicos, respectivamente, por encima del tipo mínimo de puja (véase recuadro 3). Debido a un considerable recurso a la facilidad marginal de crédito poco antes del fin del período de mantenimiento de reservas, el 23 de mayo, el BCE realizó una operación de ajuste

## Gráfico 20

### 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.

de absorción de liquidez, con el fin de restablecer una situación neutral de liquidez. En la operación principal de financiación del Eurosistema liquidada el 4 de junio de 2003, se produjo una insuficiencia de pujas, dado que la decisión del Consejo de Gobierno de 5 de junio de rebajar los tipos de interés oficiales del BCE ya había sido anticipada por las contrapartidas.

Entre finales de abril y el 4 de junio, los tipos EURIBOR a uno y tres meses descendieron 36 y 34 puntos básicos respectivamente, hasta situarse, en esta última fecha, en el 2,21% y el 2,19%. La evolución del EURIBOR a tres meses se ha reflejado, como suele ser habitual, en los tipos de interés de adjudicación de las operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema. En la operación liquidada el 29 de mayo, los tipos marginal y medio de adjudicación fueron del 2,25% y del 2,27% respectivamente, en torno a 25 puntos básicos por debajo de los tipos de la operación de financiación a plazo más largo liquidada el 30 de abril.

Como se ha observado anteriormente, los tipos de interés a los plazos más largos de la curva de rendimientos del mercado monetario han dismi-

### Recuadro 3

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

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

#### Operaciones de mercado abierto

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

| Operación  | Fecha de liquidación | Fecha de vencimiento | Importe de las pujas | Importe adjudicado | Ratio de cobertura de las pujas | Número de participantes | Tipo mínimo de puja | Tipo marginal | Tipo medio ponderado | Tipo fijo |
|------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|---------------------------------|-------------------------|---------------------|---------------|----------------------|-----------|
| OPF        | 29/04/2003           | 14/05/2003           | 106,1                | 38,0               | 2,79                            | 270                     | 2,50                | 2,55          | 2,55                 | -         |
| OPF        | 06/06/2003           | 21/05/2003           | 120,8                | 76,0               | 1,59                            | 255                     | 2,50                | 2,53          | 2,54                 | -         |
| OPF        | 06/06/2003           | 14/05/2003           | 67,4                 | 53,0               | 1,27                            | 124                     | 2,50                | 2,53          | 2,54                 | -         |
| OPF        | 14/05/2003           | 28/05/2003           | 126,9                | 97,0               | 1,50                            | 264                     | 2,50                | 2,53          | 2,54                 | -         |
| OPF        | 21/05/2003           | 04/06/2003           | 157,0                | 96,0               | 1,64                            | 274                     | 2,50                | 2,57          | 2,58                 | -         |
| OFPML      | 29/04/2002           | 31/07/2002           | 35,1                 | 15,0               | 2,34                            | 164                     | -                   | 2,50          | 2,51                 | -         |
| Op. Ajuste | 23/05/2002           | 26/05/2002           | 3,9                  | 3,9                | 1,00                            | 12                      | -                   | -             | -                    | 2,00      |

Fuente: BCE.

En todas las OPF, el diferencial entre los tipos marginal y medio ponderado se situó entre cero y un punto básico. El 6 de mayo se ejecutó una operación desdoblada (*split operation*), formada por dos OPF simultáneas con vencimiento a una y dos semanas, con el fin de reajustar los importes de las dos OPF vivas. El 23 de mayo de 2003 se realizó una operación de ajuste de absorción de liquidez con el fin de restablecer la situación de liquidez neutral, tras un considerable recurso a la facilidad marginal de crédito los dos días anteriores. La operación de ajuste se llevó a cabo mediante la captación de depósitos a plazo a un tipo de interés fijo del 2,5%, con vencimiento a un día, y un importe adjudicado de 3,9 mm de euros.

Desde el comienzo del período de mantenimiento de reservas hasta el 19 de mayo, el tipo EONIA se mantuvo estable, situándose entre el 2,54% y el 2,56%, con la excepción del jueves 30 de abril, fecha en que aumentó hasta el 2,64% como consecuencia del efecto de fin de mes. Tras la adjudicación, el 20 de mayo, de la última OPF del período de mantenimiento de reservas, el tipo de interés a un día registró un aumento, ya que el

#### Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

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

|                                                                                               | Inyección de liquidez | Drenaje de liquidez | Contribución neta |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|---------------------|-------------------|
| <b>(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema</b>                                  | <b>222,3</b>          | <b>0,2</b>          | <b>+ 222,1</b>    |
| Operaciones principales de financiación                                                       | 177,1                 | -                   | + 177,1           |
| Operaciones de financiación a plazo más largo                                                 | 45,0                  | -                   | + 45,0            |
| Facilidades permanentes                                                                       | 0,4                   | 0,2                 | +0,2              |
| Otras operaciones                                                                             | -0,1                  | -                   | -0,1              |
| <b>(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario<sup>1)</sup></b>         | <b>333,1</b>          | <b>424,3</b>        | <b>- 91,2</b>     |
| Billetes en circulación                                                                       | -                     | 366,2               | - 366,2           |
| Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema                                  | -                     | 42,6                | - 42,6            |
| Activos exteriores netos (incluido el oro)                                                    | 333,1                 | -                   | + 333,1           |
| Otros factores (netos)                                                                        | -                     | 15,5                | - 15,5            |
| <b>(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)</b> |                       |                     | <b>130,9</b>      |
| <b>(d) Reservas mínimas exigidas</b>                                                          |                       |                     | <b>130,3</b>      |

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

1) Las estimaciones publicadas de las necesidades medias de liquidez imputables a los factores autónomos se situaron entre los 83,3 mm de euros y los 102,5 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.

mercado percibió la situación de liquidez como restrictiva, y el 21 de mayo, el EONIA se elevó hasta el 2,73%. No obstante, en la mañana del 22 de mayo, después de que el BCE diera a conocer que el día anterior se había producido un recurso a la facilidad marginal de crédito de 9 mm de euros, el tipo a un día descendió, y en esa misma fecha, el EONIA se situó en el 2,57%. El 23 de mayo, último día del período de mantenimiento de reservas, el EONIA continuó cayendo hasta el 2,2%, ya que el mercado siguió percibiendo la situación de liquidez como holgada tras la operación de ajuste. El período de mantenimiento de reservas finalizó con un reducido recurso neto a la facilidad de depósito, de 0,6 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 0,6 mm de euros.

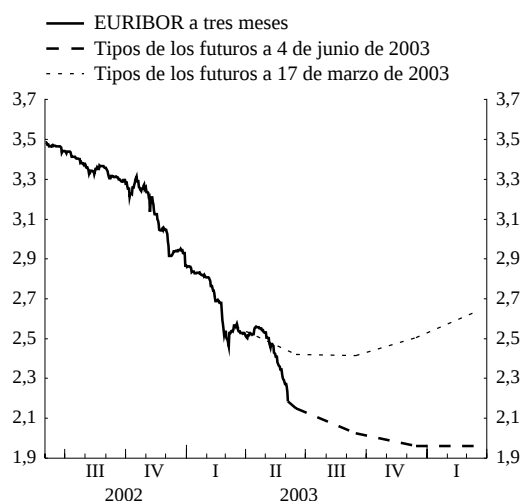
nuido en los últimos meses. Recientemente, entre finales de abril y el 4 de junio, los tipos del EURIBOR a seis y doce meses se redujeron en 32 y 34 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse, en esta última fecha, en el 2,14% y el 2,08%. Ese mismo día, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a uno y doce meses, se situó en -13 puntos básicos, prácticamente sin modificaciones desde finales de abril.

La senda esperada del EURIBOR a tres meses, implícita en el precio de los futuros con fecha de entrega en el 2003 y principios del 2004, ha mostrado una tendencia descendente en los últimos meses, indicando que los participantes en el mercado han ajustado a la baja sus expectativas relativas a

### Gráfico 21

#### Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



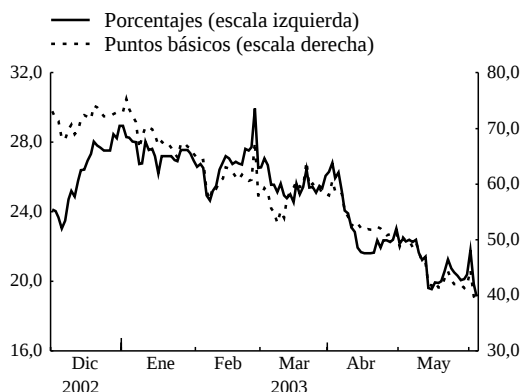
Fuente: Reuters.

Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

### Gráfico 22

#### Volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre del 2003

(en porcentaje; puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: La medida en puntos básicos se obtiene multiplicando la volatilidad implícita en porcentaje por el tipo de interés correspondiente (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en las páginas 14 a 17 del Boletín Mensual de mayo del 2002).

los tipos de interés a corto plazo en el futuro (véase gráfico 21). Más recientemente, entre finales de abril y el 4 de junio, los tipos implícitos en el precio de los futuros con fechas de entrega en junio, septiembre y diciembre del 2003, y marzo del 2004, disminuyeron entre 19 y 35 puntos básicos, y en la última fecha citada se situaban en el 2,15%, 2,03%, 1,96% y 1,96% respectivamente.

La volatilidad del EURIBOR a tres meses, implícita en las opciones sobre futuros con vencimiento en septiembre del 2003, y que obedece a la incertidumbre que los participantes en el mercado atribuyen al nivel que alcanzará el EURIBOR a tres meses a mediados de septiembre del 2003, descendió en los últimos meses, manteniéndose en niveles relativamente reducidos en mayo (véase gráfico 22).

### El rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió en mayo

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos volvió a mostrar, recientemente, la tendencia generalizada a la baja observada a lo largo del 2002 y comienzos del 2003. Tras experimentar un fuerte repunte a finales de marzo y estabilizarse en abril, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro descendió de forma acusada en mayo y los primeros días de junio, mientras el de activos similares de Estados Unidos registraba el mismo comportamiento. Entre finales de abril y el 4 de junio, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos disminuyó 40 y 60 puntos básicos, hasta situarse en el 3,7% y el 3,3%, respectivamente, niveles muy bajos en términos históricos (véase gráfico 23). Así pues, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo a ambos lados del Atlántico cayó por debajo de los mínimos observados en torno a mediados de marzo, cuando la incertidumbre generada por las tensiones geopolíticas alcanzó sus cotas más altas y los riesgos relacionados con la guerra hicieron bajar el rendimiento de la deuda pública y las cotizaciones bursátiles simultáneamente. Debido al mayor descenso de los tipos de interés a largo plazo registrado en Estados Unidos, el diferencial negativo entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro se amplió ligeramente en mayo, situándose en -40 puntos básicos el 4 de junio.

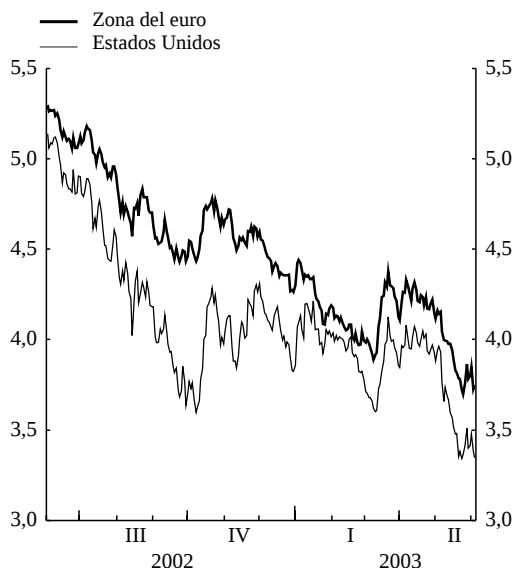
En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública experimentó un pronunciado descenso en todos los plazos en el mes de mayo. En consecuencia, el rendimiento de la deuda pública a diez años alcanzó niveles que no se observaban desde finales de los años cincuenta. La disminución gradual del rendimiento de la deuda pública registrada a lo largo del mes de mayo pareció haber sido impulsada por el anuncio realizado el 6 de mayo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, que llevó a los participantes en el mercado a esperar que esta institución mantendría los tipos de interés a corto plazo en niveles muy bajos por más tiempo de lo previsto.

La reducción del rendimiento de la deuda pública a largo plazo pareció reflejar más el mayor pesi-

### Gráfico 23

#### 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.

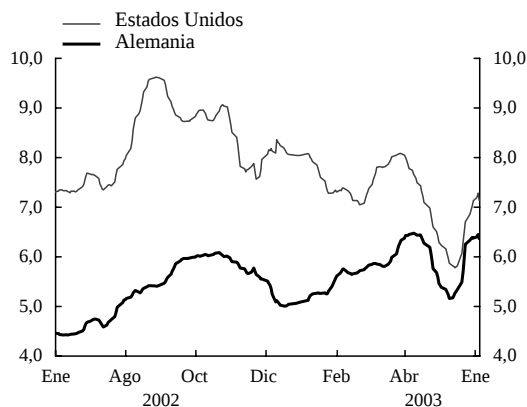
mismo de los participantes en el mercado respecto a la actividad económica futura que sus expectativas de descenso de las tasas de inflación, como sugiere el hecho de que el rendimiento real de los bonos estadounidenses a diez años indicados con la inflación cayó en torno a 50 puntos básicos entre finales de abril y el 4 de junio, mientras que la correspondiente tasa de inflación implícita a diez años, medida por el diferencial de rendimiento entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación, se mantuvo, en general, estable durante el mismo período. El 4 de junio, el rendimiento real de los bonos estadounidenses indicados con la inflación se situó en el 1,5%, muy por debajo de las expectativas de crecimiento a largo plazo del PIB real recogidas en las encuestas. A su vez, ello podría indicar que el bajo nivel del rendimiento nominal y real de los bonos estadounidenses a largo plazo seguía siendo, en gran medida, consecuencia de la fuerte y constante preferencia de los participantes en el mercado por activos más seguros, como la deuda pública.

En relación, posiblemente, con el bajo rendimiento de la deuda pública, creció la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura del rendimiento de la deuda pública

## Gráfico 24

### 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.

en Estados Unidos, lo que parece deducirse del hecho de que la media móvil de diez días de la volatilidad implícita de los futuros a diez años del Tesoro estadounidense se elevó 0,8 puntos porcentuales entre finales de abril y el 4 de junio, fecha en la que se situó en el 7,1%. Sin embargo, la volatilidad implícita siguió manteniéndose ligeramente por debajo de la media de los dos últimos años (véase gráfico 24).

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años volvió a disminuir, alrededor de 10 puntos básicos, entre finales de abril y el 4 de junio, fecha en la que se situó en torno al 0,5%, con lo que el descenso acumulado del rendimiento de la deuda pública a diez años desde finales del 2002 alcanzó los 40 puntos básicos. El nuevo mínimo histórico registrado en mayo pareció ser reflejo, fundamentalmente, del mayor pesimismo de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas a corto y largo plazo de la economía japonesa, incluidas sus persistentes tendencias deflacionistas. Esta percepción más pesimista fue consecuencia, probablemente, de la reciente apreciación del yen japonés frente al dólar estadounidense y de la inquietud provocada por la epidemia de neumonía asiática y sus posibles repercusiones en las economías de la región.

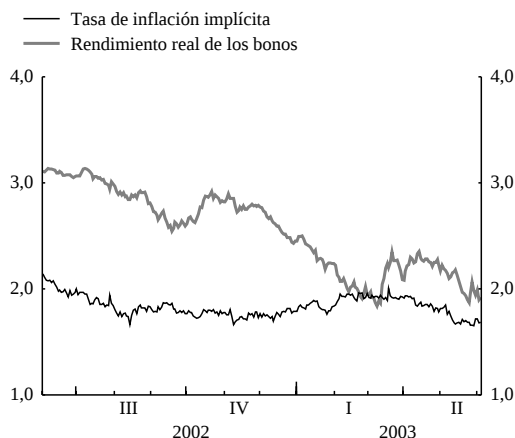
En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública disminuyó notablemente en todos los plazos en el mes de mayo, en estrecha concordancia con la tendencia observada en el mercado estadounidense. Mientras que la evolución del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro registrada en los tres primeros meses del 2003 estuvo dominada por las reacciones de los participantes en el mercado a los cambios en el entorno geopolítico (incluidos, en particular, los acontecimientos que iban produciéndose en Iraq), la evolución más reciente del mercado de deuda de la zona parece haber sido impulsada, principalmente, por la preocupación de los inversores por la situación coyuntural de la economía en la zona del euro y en el mundo.

Parece que los temores de los participantes en el mercado respecto a la prolongada debilidad de la economía estadounidense, en particular, y de la economía mundial, en general, se contagiaron, en alguna medida, al mercado de deuda de la zona del euro y contribuyeron al fuerte descenso del rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona experimentado en mayo. La preocupación del mercado en torno a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro puede haberse visto acentuada por la publicación de datos económicos contradictorios en la zona y por la sostenida

## Gráfico 25

### Rendimiento real de los bonos y tasa de inflación implícita de la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: El rendimiento real de los bonos se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, que vencen en el 2012. El método utilizado para obtener la tasa de inflación implícita se describe en la página 16 del Boletín Mensual de febrero del 2002.

apreciación del euro, especialmente frente al dólar estadounidense. El pesimismo del mercado de deuda se refleja también en el hecho de que el rendimiento real de los bonos franceses a diez años indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, descendió en torno a 30 puntos básicos entre finales de abril y el 4 de junio, hasta situarse en el 1,9%, nivel bastante bajo en términos históricos (véase gráfico 25).

Al mismo tiempo, los participantes en el mercado parecieron haber revisado ligeramente a la baja sus expectativas de inflación media a largo plazo de la zona del euro, tal como indica la disminución, de 10 puntos básicos entre finales de abril y el 4 de junio, de la tasa de inflación implícita a diez años, obtenida de la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, ambos a diez años (véase gráfico 25).

La información obtenida de la curva de rendimientos de la zona del euro muestra que la reducción general del rendimiento de la deuda pública pareció ser consecuencia, básicamente, de las nuevas expectativas de los participantes en el mercado de que los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro se mantendrían en niveles bajos por más tiempo de lo previsto a finales de abril, tal como evidenció el marcado desplazamiento a la baja de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la zona del euro en todos los plazos (véase gráfico 26).

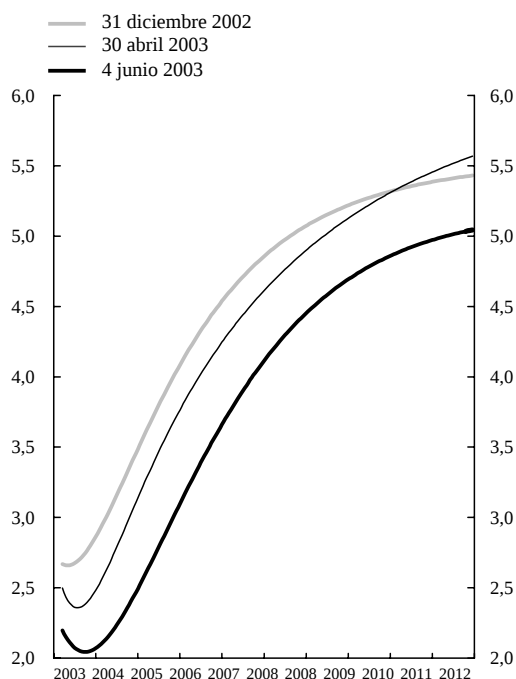
Al igual que en el mercado estadounidense, el grado de incertidumbre del mercado de deuda de la zona del euro, medido por la volatilidad implícita de las opciones sobre futuros de bonos alemanes a largo plazo, creció sensiblemente en mayo. En especial, la media móvil de diez días de la volatilidad implícita se elevó 0,9 puntos porcentuales entre finales de abril y el 4 de junio, hasta situarse en el 6,4%, nivel bastante alto en términos históricos.

En consonancia con la evolución del mercado de deuda, el rendimiento de las obligaciones de empresa a largo plazo descendió también considerablemente en mayo, siguiendo la tendencia que empezó a manifestarse en otoño del 2002. Por ejemplo, el rendimiento de las obligaciones emitidas por empresas con calificación BBB disminuyó

## Gráfico 26

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE.

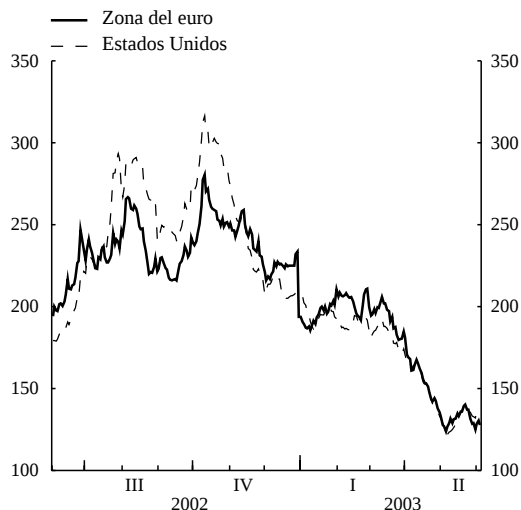
*Nota:* La curva de tipos *forward*, que se deriva de la estructura de tipos de interés de mercado observada, recoge las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipo *forward* se explica en la página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

50 puntos básicos entre finales de abril y el 4 de junio, situando en 120 puntos básicos la reducción registrada en comparación con los niveles observados a finales del 2002. El coste relativo de financiación de las obligaciones de empresa, medido por el diferencial entre el rendimiento de estos activos y el de activos similares de deuda pública, se estabilizó a lo largo del mes de mayo, tras experimentar un acusado descenso a partir del otoño del 2002, especialmente en los segmentos de calificación más baja (véase gráfico 27). 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 se situó el 4 de junio de 2003 unos 70 puntos básicos por debajo del nivel registrado a finales del 2002. El nivel actual, de unos 130 puntos básicos, del diferencial de rendimiento entre las obligaciones de empresas con calificación BBB y la deuda pública no se observaba desde mayo del 2000. Por consi-

### Gráfico 27

#### Diferenciales de las obligaciones de empresa en la zona del euro y Estados Unidos

(puntos básicos; datos diarios; calificación BBB)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de las obligaciones de empresa se calculan como la diferencia entre el rendimiento de las obligaciones de empresa de siete a diez años y el de la deuda pública de siete a diez años.

guiente, el mercado de renta fija privada de la zona del euro parece estar ofreciendo condiciones bastante favorables de financiación para las empresas de la zona. (Véase también el recuadro 2 titulado «El impacto de los factores financieros en la inversión empresarial de la zona del euro»).

#### En mayo los mercados bursátiles siguieron mostrando la tendencia al alza observada en los últimos meses

La desaparición de la incertidumbre tras el final de la guerra en Iraq favoreció la recuperación de los índices bursátiles de la zona del euro y Estados Unidos, que han subido más de un 20% desde mediados de marzo, volviendo prácticamente a los niveles registrados a finales del 2002. El 4 de junio, la mayor parte de las pérdidas sufridas en el primer trimestre del 2003 se habían recuperado en gran medida. Tras los fuertes repuntes experimentados a finales de marzo y en abril, los mercados bursátiles parecieron mostrar cierta estabilización en mayo y entrar en un período de normalización, que se reflejó también en un marcado descenso de la volatilidad implícita hasta niveles muy inferiores a los observados a co-

mienzos de año. Asimismo, el anuncio de beneficios empresariales, en general mejores de lo previsto, para el primer trimestre del 2003 pareció reforzar el buen funcionamiento de los mercados bursátiles que se venía manteniendo desde finales de marzo. Por otro lado, la notable reducción del rendimiento de la deuda pública registrada en mayo puede haber contribuido a la subida de las cotizaciones bursátiles observada en las últimas semanas.

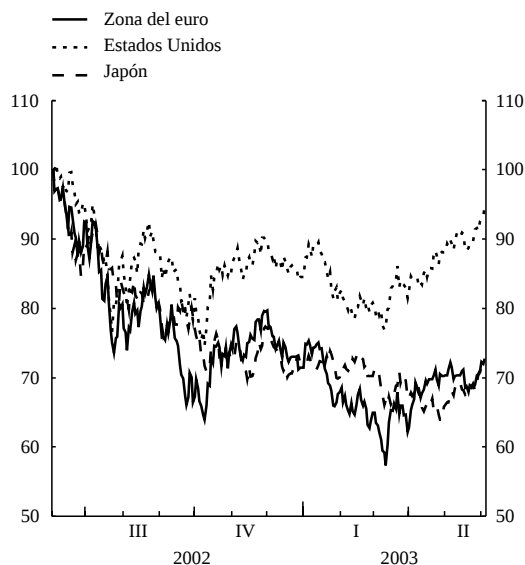
En conjunto, entre finales de abril y el 4 de junio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, subieron un 4%, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron un 8%, y el índice Nikkei 225 se elevó un 10%. Por otra parte, con respecto a finales del 2002, el 4 de junio las cotizaciones bursátiles de la zona del euro habían subido un 2% y las de Estados Unidos un 12%, mientras que las de Japón apenas habían experimentado cambios.

En Estados Unidos, tras los acusados repuntes experimentados a finales de marzo y en abril, las cotizaciones bursátiles siguie-

### Gráfico 28

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

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



Fuente: Reuters.

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

ron subiendo en mayo, aunque a un ritmo más moderado. Esta recuperación se debió, principalmente, a la desaparición de la «prima por riesgo de guerra» asociada al final de las operaciones militares en Iraq, y al hecho de que los beneficios empresariales anunciados para el primer trimestre del 2003 superaron las expectativas de los analistas. El final de la guerra redujo la incertidumbre, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, que se había mantenido en niveles muy altos en los tres primeros meses del año. Así, el 4 de junio, la media móvil de diez días de la volatilidad implícita se situó en el 19%, muy por debajo del máximo de en torno a un 30% alcanzado a mediados de marzo y 6 puntos porcentuales por debajo de su media de los dos últimos años.

En los últimos meses, los mercados bursátiles estadounidenses parecieron haber evolucionado bajo el impulso de algunas variables fundamentales de la economía, como los beneficios empresariales y las perspectivas económicas. Por lo que se refiere a los primeros, una fuente privada de datos (Thomson First Call, en la que están representadas el 94% de las empresas incluidas en el índice S&P 500) anunció que el crecimiento intertrimestral de los beneficios empresariales se situaba en torno al 12% en el primer trimestre. En cuanto a la evolución macroeconómica, los últimos datos publicados siguen pareciendo bastante contradictorios. A finales de mayo, el Congreso de Estados Unidos aprobó unas medidas de estímulo económico, que incluían una reducción del impuesto sobre dividendos y sobre plusvalías y que podían haber dado un nuevo impulso a la tendencia al alza de las cotizaciones bursátiles. La subida de las cotizaciones bursátiles estadounidenses registrada en los últimos meses fue particularmente pronunciada en las empresas tecnológicas. El 4 de junio, el índice Nasdaq compuesto había ganado un 12% desde finales de abril y un 22% desde el inicio del año.

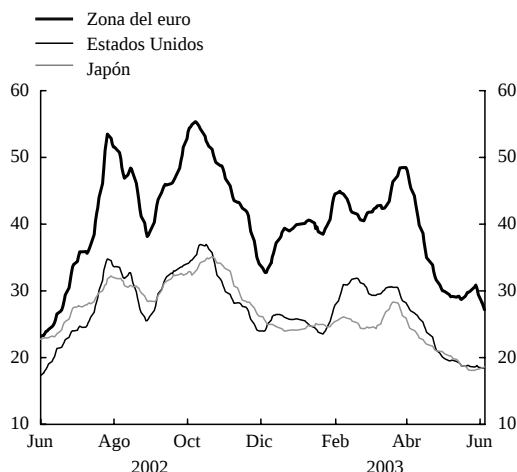
En Japón, las cotizaciones bursátiles han seguido un patrón distinto del de los principales mercados de valores en los últimos meses. La

evolución económica general tuvo consecuencias dispares sobre las cotizaciones bursátiles, y las cotizaciones de los exportadores japoneses se vieron afectadas negativamente por la apreciación del yen frente al dólar observada desde principios de año. Sin embargo, durante las dos últimas semanas de mayo, los mercados bursátiles japoneses experimentaron un fuerte repunte, en un contexto de resultados empresariales positivos y de posibles efectos de contagio procedentes de los mercados bursátiles estadounidenses. Por el contrario, las perspectivas económicas permanecieron moderadas, al tiempo que persistía la inquietud por los efectos de la epidemia de neumonía asiática. La incertidumbre de los mercados bursátiles japoneses, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, se ha mantenido en cotas reducidas en los primeros meses del 2003, situándose a comienzos de junio en torno al 18%, su nivel más bajo en los dos últimos años.

## Gráfico 29

### 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, la evolución de las cotizaciones bursátiles observada en los últimos meses continuó estando estrechamente relacionada con el comportamiento de los mercados bursátiles estadounidenses. Sin embargo, en mayo, como en general en el 2003, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se mantuvieron por debajo de las de Estados Unidos. En especial, la apreciación del euro, que podría reducir los beneficios de los exportadores de la zona del euro, puede haber mermado la preferencia de los participantes en el mercado por los valores de la zona. Por otro lado, los últimos datos macroeconómicos publicados fueron considerados contradictorios por los participantes en el mercado. Al igual que en Estados Unidos, la incertidumbre de la zona del euro, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, siguió mostrando la tendencia a la baja que se inició a mediados de marzo. Así, el 4 de junio de 2003, la volatilidad implícita se situó en el 28%, muy por debajo del 50% al-

canzado en febrero y marzo, y unos 5 puntos porcentuales por debajo de su media de dos años.

Los mercados bursátiles de la zona del euro mostraron en mayo una evolución ligeramente distinta según los sectores económicos (véase cuadro 6). Por el lado positivo, las cotizaciones bursátiles de las empresas de energía experimentaron un fuerte aumento, a raíz de los anuncios de resultados empresariales del primer trimestre, que se vieron afectados favorablemente por la subida de los precios del petróleo. Por el lado negativo, la evolución de las cotizaciones bursátiles fue más moderada en el sector de empresas financieras, que anunciaron resultados contradictorios en el primer trimestre, y en los sectores de tecnología y materias primas, que estuvieron entre los más afectados por la apreciación del euro. En conjunto, en lo que va de año, las cotizaciones bursátiles de las empresas de telecomunicaciones son las que han registrado los mejores resultados en la zona del euro.

## Cuadro 6

### Variación de los precios y volatilidad histórica de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(variación de los precios en porcentaje de los precios a fin de período; volatilidad histórica en porcentaje anual)

|                                                                                           | Materias primas | Consumo cíclico | Consumo no cíclico | Energía | Financiero | Sanidad | Industrial | Tecnología | Telecomunicaciones | Gas, agua, electricidad | EURO STOXX |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|--------------------|---------|------------|---------|------------|------------|--------------------|-------------------------|------------|
| <b>Participación del sector en la capitalización bursátil</b><br>(datos a fin de período) | 4,8             | 11,9            | 7,6                | 12,1    | 27,9       | 4,5     | 5,9        | 9,4        | 9,5                | 6,4                     | 100,0      |
| <b>Variación de los precios</b><br>(datos a fin de período)                               |                 |                 |                    |         |            |         |            |            |                    |                         |            |
| 2002 I                                                                                    | 8,5             | 2,1             | 1,6                | 10,4    | 4,1        | -10,1   | 7,8        | -3,2       | -10,0              | -0,4                    | 1,6        |
| 2002 II                                                                                   | -6,4            | -17,1           | -7,6               | -8,5    | -13,8      | -14,4   | -11,4      | -36,3      | -33,9              | -7,8                    | -16,5      |
| 2002 III                                                                                  | -28,8           | -29,3           | -18,0              | -21,0   | -36,7      | -22,7   | -27,8      | -35,6      | -11,7              | -23,8                   | -28,2      |
| 2002 IV                                                                                   | 4,0             | 2,9             | -1,2               | 3,8     | 13,6       | -0,9    | 0,8        | 21,4       | 21,8               | -3,4                    | 7,6        |
| 2003 I                                                                                    | -19,6           | -15,8           | -16,0              | -12,9   | -14,9      | -16,4   | -9,0       | -9,4       | -4,1               | -7,8                    | -11,8      |
| Abril                                                                                     | 16,2            | 13,8            | 8,1                | 0,7     | 18,9       | 12,0    | 10,8       | 19,3       | 12,4               | 11,5                    | 13,0       |
| Mayo                                                                                      | -3,7            | 0,7             | -2,2               | 5,4     | 0,3        | 2,9     | 1,5        | 0,2        | 2,0                | 3,3                     | 1,1        |
| Fin marzo a 4 junio 2003                                                                  | 15,7            | 16,5            | 7,2                | 10,3    | 22,9       | 19,1    | 14,2       | 22,4       | 15,5               | 17,0                    | 17,0       |
| <b>Volatilidad</b><br>(medias del período)                                                |                 |                 |                    |         |            |         |            |            |                    |                         |            |
| 2002 I                                                                                    | 13,0            | 20,7            | 10,3               | 18,3    | 18,8       | 20,2    | 14,1       | 38,7       | 26,7               | 12,8                    | 17,6       |
| 2002 II                                                                                   | 16,4            | 24,9            | 14,5               | 23,6    | 22,2       | 27,5    | 14,5       | 44,3       | 36,3               | 17,2                    | 20,9       |
| 2002 III                                                                                  | 38,4            | 46,0            | 32,2               | 46,5    | 51,2       | 49,5    | 28,0       | 59,7       | 48,0               | 39,7                    | 43,4       |
| 2002 IV                                                                                   | 34,2            | 40,7            | 20,8               | 31,1    | 44,3       | 30,6    | 28,8       | 61,1       | 35,7               | 29,8                    | 34,9       |
| 2003 I                                                                                    | 37,2            | 37,8            | 29,3               | 32,1    | 40,3       | 36,5    | 25,6       | 44,9       | 35,0               | 33,3                    | 33,8       |
| Abril                                                                                     | 31,8            | 38,5            | 23,1               | 27,7    | 27,4       | 26,9    | 18,8       | 41,4       | 26,5               | 27,3                    | 26,2       |
| Mayo                                                                                      | 23,8            | 23,5            | 12,9               | 18,2    | 26,1       | 21,9    | 17,8       | 32,2       | 21,2               | 17,4                    | 20,5       |
| Fin marzo a 4 junio 2003                                                                  | 27,6            | 30,7            | 18,2               | 22,8    | 26,7       | 23,9    | 18,2       | 36,5       | 23,5               | 22,2                    | 23,2       |

Fuentes: STOXX y cálculos del BCE.

Notas: Las volatilidades históricas se calculan como la desviación típica anualizada de las tasas de variación diarias del índice en el período. Los índices de los sectores figuran en la sección de «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín Mensual.

## 2 Evolución de los precios

### Se estima que la inflación medida por el IAPC volvió a descender en mayo del 2003

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro volvió a disminuir en mayo del 2003, hasta situarse en el 1,9%, frente al 2,1% registrado en abril (véase cuadro 7). Aunque no se dispone todavía de información detallada sobre esta estimación, es probable que este descenso haya sido determinado por la reducción de la inflación en los precios de la energía y en los precios de los servicios, tras el aumento transitorio observado en abril.

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro bajó al 2,1% en abril del 2003, desde el 2,4% registrado en marzo. Esta caída fue resultado de un fuerte descenso de la tasa de variación interanual de los precios energéticos. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se elevó 0,2

puntos porcentuales en abril, situándose en el 2,2%, como consecuencia, principalmente, del aumento de la inflación en los precios de los servicios, que debería ser temporal.

La tasa de variación interanual de los precios energéticos experimentó un notable descenso en abril, hasta situarse en el 2,2%, desde el 7,5% alcanzado en marzo (véase gráfico 30), como resultado de la tendencia a la baja de los precios del petróleo observada desde mediados de marzo, unida a un efecto de base favorable. En abril, como consecuencia de un efecto de base desfavorable de los precios de las hortalizas, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados registró una subida del 1%, en comparación con el 0,8% en el mes precedente.

El aumento de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, fue contrario a la tendencia general a la

### Cuadro 7

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

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

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

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

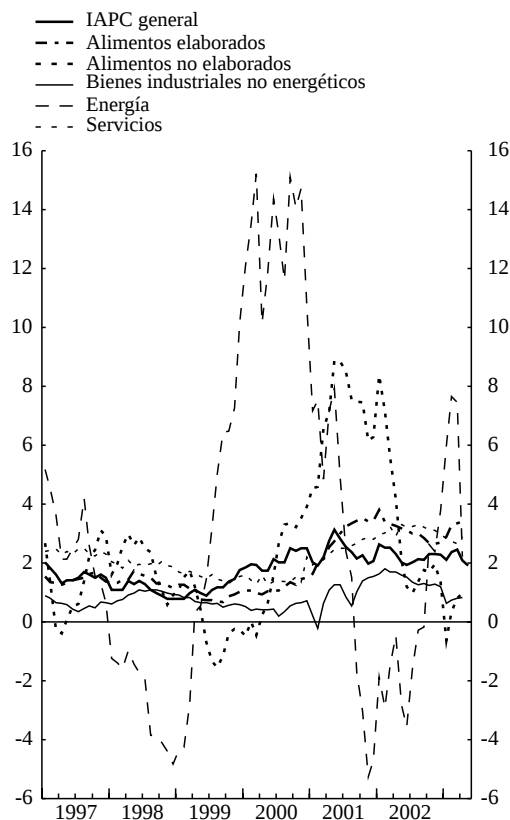
Nota: Para los períodos anteriores al 2001, los datos del IAPC no incluyen Grecia. Los demás indicadores de precios y costes incluyen Grecia en los períodos anteriores al 2001. Para más detalles acerca de los datos, véase la sección «estadísticas de la zona del euro».

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

### Gráfico 30

#### 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.

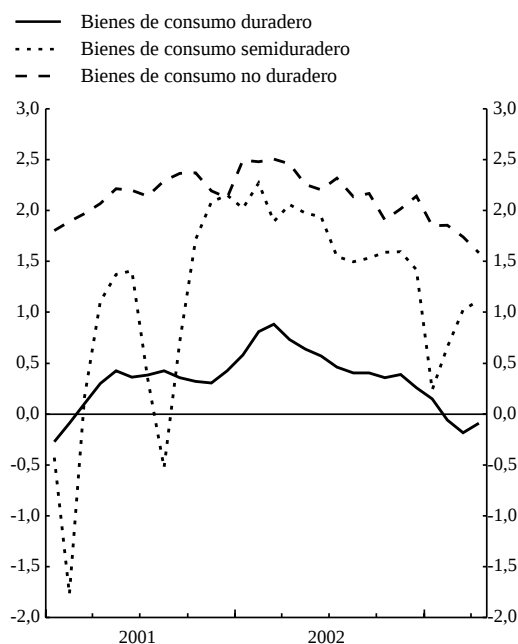
baja observada desde mediados del 2002. Este incremento se debió, fundamentalmente, a la elevación de la inflación en los precios de los servicios, que pasó del 2,6% en marzo al 2,9% en abril, el primer aumento de este componente desde agosto del 2002, originado, principalmente, por los precios de las vacaciones organizadas y, en menor medida, por los precios de los viajes, debido a la fecha tardía en que cayó la Semana Santa este año. Por consiguiente, el incremento registrado en abril no señala necesariamente el fin de la tendencia descendente de las tasas de inflación de los precios de los servicios. En particular, se espera que la reducción de los precios del petróleo y la apreciación del euro tengan un efecto favorable sobre la inflación en los precios de los servicios, básicamente a través de su efecto sobre los servicios de transporte.

Por lo que se refiere a los demás componentes, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se elevó ligeramente, hasta el 3,4%, en abril, desde el 3,3% en el mes anterior, como resultado, fundamentalmente, del aumento de la tasa de variación interanual de los precios del tabaco. Por último, la tasa de inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo estable en el 0,8% en abril, aunque ello oculte los efectos compensatorios de algunos componentes. Sin embargo, desde una perspectiva a más largo plazo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos ha venido descendiendo desde comienzos del 2002, reflejo de la remisión de los efectos indirectos de las anteriores subidas de los precios de importación y del impulso a la baja provocado por la apreciación del euro. La tendencia descendente fue generalizada, como evidencia el desglose de este componente entre los precios de los bienes de consumo duraderos, semiduraderos y no duraderos (véase gráfico 31). Se espera que la apreciación del euro siga ejerciendo presiones a la baja sobre este componente en un

### Gráfico 31

#### Evolución de los precios industriales no energéticos de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

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

futuro próximo. Cabe recordar que la acusada disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos registrada en diciembre del 2002 y enero del 2003 estuvo estrechamente relacionada con la moderación de la demanda interna, que determinó una fuerte reducción de los precios durante las rebajas de invierno, por lo que los precios de los artículos de vestir ofrecidos a principios del 2003 fueron inferiores a los de años anteriores.

#### La tasa de variación interanual de los precios industriales volvió a disminuir en abril

La tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona del euro descendió hasta el 1,7% en abril, frente al 2,4% registrado en marzo (véase gráfico 32), como consecuencia, principalmente, de la reducción de la tasa de variación de los precios energéticos (desde el 7% en marzo al 3,4% en abril), tras la caída de los precios del petróleo observada a partir de mediados de marzo. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la energía, sólo bajó 0,1 puntos porcentuales, situándose en el 1,1%, debido a un ligero descenso de la inflación en los precios de los bienes intermedios.

De cara al futuro, los indicadores de las encuestas apuntan a una nueva reducción del aumento de los precios industriales. El índice de precios de la zona del euro (IPE) de la encuesta a los directores de compras cayó de 56,2 en abril a 48,2 en mayo, lo que señalaría el primer descenso desde marzo del 2002 (véase gráfico 33). La caída de los precios de las materias primas en el sector manufacturero, debida a la debilidad de la demanda, y la de los precios del petróleo y de los precios de importación, debida a la apreciación del euro, parecen ser las principales causas de esta evolución.

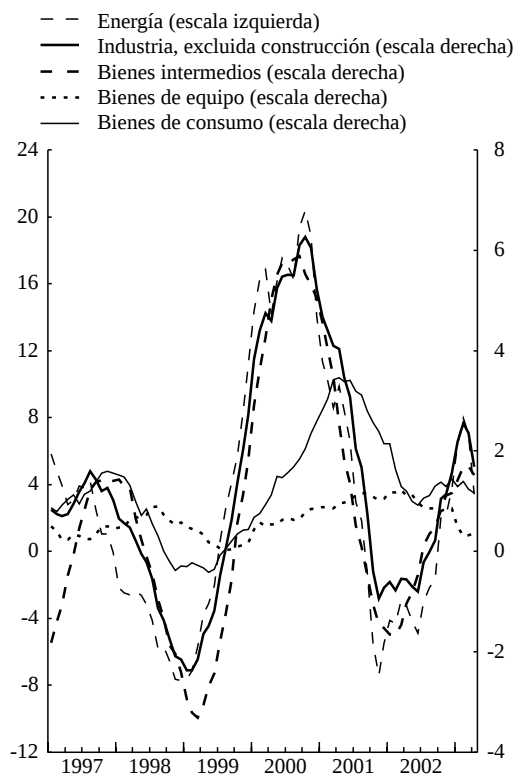
#### El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado descendió ligeramente en el cuarto trimestre del 2002

La mayoría de los indicadores de crecimiento de los costes laborales mostraron señales de

### Gráfico 32

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

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

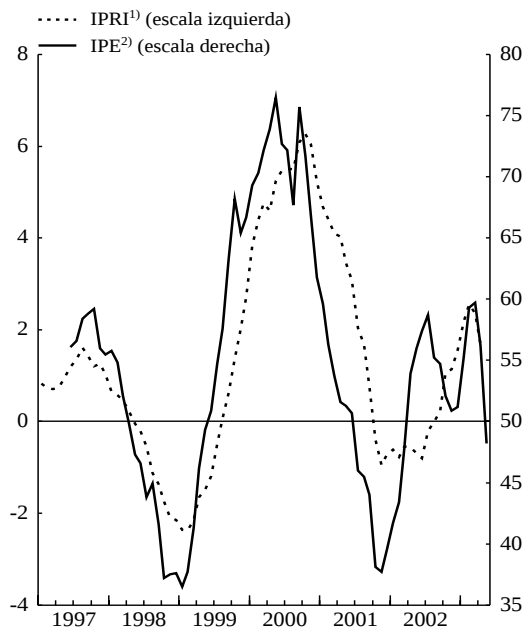
Nota: Los datos corresponden al Euro 12 (incluidos los períodos anteriores al 2001).

estabilización en el transcurso del 2002 (para una descripción más detallada de estos indicadores, véase el recuadro 4 sobre la evolución de los indicadores de costes laborales de la zona del euro en el período 1999-2002). En la tercera estimación de los datos de contabilidad nacional correspondientes al cuarto trimestre del 2002, la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado disminuye ahora ligeramente, hasta el 2,3%, en el cuarto trimestre del 2002, desde el 2,4% en el tercer trimestre (véase gráfico 34). Los datos sectoriales que han empezado a publicarse sobre la remuneración por asalariado en el cuarto trimestre del 2002 muestran que la tendencia a la baja fue generalizada en todos los sectores (véase gráfico 35). En el conjunto del año 2002, la remuneración de los asalariados en los sectores agrícola, industrial (excluida la construcción) y de la construcción aumentó un 3,3%, 3% y 3,3%, respectivamente. Las tasas de crecimiento interanuales en los sectores de servi-

### Gráfico 33

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

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y Reuters.

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

cios fueron sensiblemente inferiores (entre el 2,2% y el 2,4%), situando la tasa de crecimiento interanual del total de la remuneración de los asalariados en el 2,5% en el 2002, frente al 2,8% en el 2001.

La tasa de variación interanual de los costes laborales totales por hora del sector de empresas no agrarias continuó elevándose ligeramente en el cuarto trimestre, hasta el 3,5%, tras el fuerte descenso observado a comienzos del 2002. Por el contrario y en mayor consonancia con los últimos indicios sobre la remuneración por asalariado, la tasa de crecimiento interanual de las ganancias medias mensuales experimentó una leve disminución en el cuarto trimestre. El crecimiento de los salarios negociados se mantu-

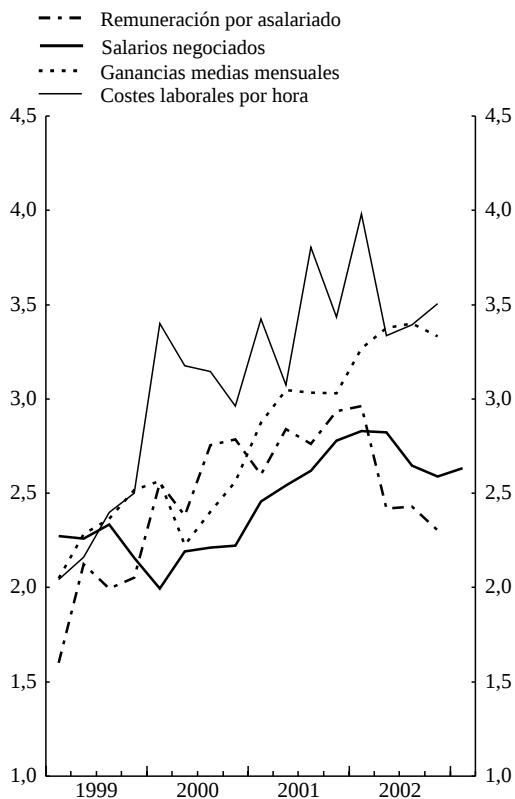
vo prácticamente sin cambios en el cuarto trimestre del 2002 y el primer trimestre del 2003, tras la reducción registrada en el tercer trimestre.

El crecimiento de la productividad del trabajo se recuperó en el 2002, impulsado, principalmente, por el sector industrial (excluida la construcción), que está más expuesto a movimientos cíclicos (véase también la sección 3). Como consecuencia de esta recuperación, el crecimiento de los costes laborales unitarios del total de la economía cayó del 1,8%, en tasa interanual, en el tercer trimestre, al 1,3% en el cuarto. Para el conjunto del año 2002, el crecimiento de los costes laborales unitarios bajó al 2,1%, desde el 2,7% en el 2001. Este descenso fue generalizado en todos los sectores, salvo en el sector financiero y en el de servicios a empresas, en los que el crecimiento de los costes laborales unitarios en el 2002 fue ligeramente superior al del 2001.

### Gráfico 34

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

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

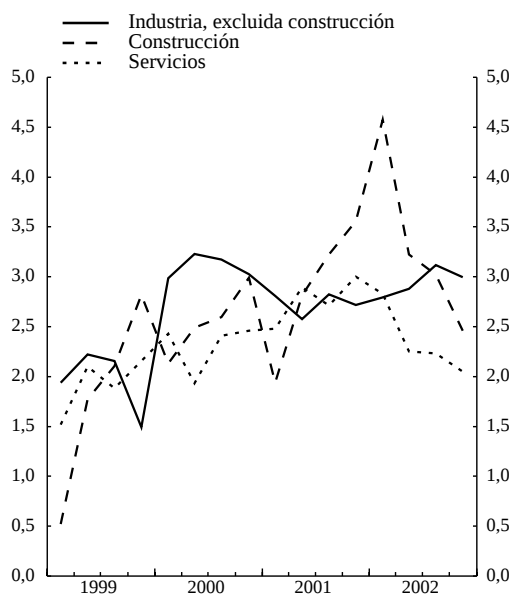
### Se espera una nueva reducción de la inflación de la zona del euro en un futuro próximo

Las tasas de inflación oscilarán, probablemente, en el corto plazo en torno al 1,9% estimado para la inflación del mes de mayo. En el 2004 se espera que las tasas de inflación bajen de forma significativa, debido a la tendencia favorable de los precios de importación, reflejo del comportamiento de los precios del petróleo y de la apreciación del tipo de cambio, así como de menores presiones internas sobre los precios, en el contexto de una recuperación económica moderada. Esta perspectiva presupone también que se mantenga la moderación salarial en el 2004, lo que, unido al aumento de la productividad, debería propiciar la moderación del crecimiento de los costes laborales unitarios (para más detalles, véase la sección 5 del presente *Boletín Mensual* relativa a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro).

### Gráfico 35

#### Remuneración sectorial por asalariado en la zona del euro

(tasas de variación interanuales; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### Recuadro 4

#### Comparación de los indicadores disponibles de costes laborales de la zona del euro: diferencias conceptuales y comportamiento en el período 1999-2002

En el presente recuadro se describen algunas de las principales características de los indicadores disponibles de costes laborales de la zona del euro, con el fin de analizar la evolución de estos indicadores, en particular en el período comprendido entre los años 1999 y 2002.

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

En el marco del seguimiento regular de los indicadores de presiones inflacionistas (futuras), el *Boletín Mensual del BCE* recoge la evolución reciente de los cuatro indicadores disponibles de costes laborales nominales de la zona del euro: remuneración por asalariado, ganancias medias mensuales, índice de salarios negociados elaborado por el BCE y costes laborales por hora. Estos indicadores proporcionan una medida del crecimiento de los costes laborales nominales. Cabe destacar que, aunque los tres primeros indicadores se refieren a los costes laborales por ocupado, el último se refiere a los costes laborales por hora trabajada. Además, también se utiliza extensamente otro indicador, el de costes laborales unitarios, que se calculan como la *ratio* entre la remuneración por asalariado y la productividad del trabajo (es decir, la producción por ocupado), que da una medida del coste laboral de producir una unidad estándar de producto. Sin embargo, este indicador no se considera en el presente recuadro. En el cuadro A se presenta una panorámica de las principales características de los indicadores de costes laborales nominales de la zona del euro utilizados actualmente.

Como puede apreciarse en el cuadro A, la cobertura sectorial y la definición conceptual de los costes laborales de los distintos indicadores disponibles presentan diferencias que han de tenerse en cuenta, ya que pueden ayudar a determinar las causas de una evolución divergente.

**Cuadro A: Indicadores de costes laborales de la zona del euro**

|                                                                                                         | Definición conceptual y disponibilidad                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Cobertura                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Remuneración por asalariado</b><br>(Cálculos del BCE a partir de las cuentas nacionales de Eurostat) | Remuneración total, <sup>1</sup> dividida por el número total de asalariados. Incluye las ganancias directas de los asalariados (sueldos, salarios y primas de cualquier clase) y todas las remuneraciones indirectas (cotizaciones sociales a cargo de la empresa). Actualmente disponible unos 100 días después del trimestre de referencia. Sin embargo, está previsto mejorar este plazo para llegar a reducir el retraso a unos 70 días.              | Comprende todos los sectores de la economía y todos los países de la zona del euro (se utilizan estimaciones trimestrales para los países que faltan).                                          |
| <b>Ganancias medias mensuales</b><br>(Eurostat)                                                         | Ganancias totales, divididas por todos los asalariados. Las ganancias incluyen todos los pagos efectuados al asalariado (sueldos, salarios y primas de cualquier clase), pero no comprenden las cotizaciones sociales a cargo de la empresa. Disponible unos 80 días después del trimestre de referencia.                                                                                                                                                  | Comprende, principalmente, el sector de empresas no agrarias (excluye el sector público) y todos los países, salvo Grecia y Portugal. Sin embargo, la cobertura sectorial difiere entre países. |
| <b>Índice de salarios negociados</b><br>(Cálculos del BCE)                                              | Se refiere a los aumentos salariales pactados por convenio (excluida la deriva salarial). Adolece de falta de armonización en la cobertura y la definición <sup>2</sup> (no siempre están incluidas las primas), pero está disponible con periodicidad mensual y con una elevada puntualidad. Disponible unos 70 días después del trimestre de referencia.                                                                                                 | Elaborado por el BCE como media (ponderada) de los índices nacionales. Comprende, principalmente, el sector de empresas no agrarias (aunque incluye el sector público en algunos países).       |
| <b>Costes laborales por hora</b><br>(Índice de costes laborales)<br>(Eurostat)                          | Costes laborales totales (remuneración total) de todos los asalariados, divididos por todas las horas trabajadas por estos asalariados (incluidas las horas extraordinarias). La falta de armonización y los problemas estadísticos observados actualmente deberían mejorar sensiblemente, como resultado de la aplicación gradual del Reglamento (CE) no. 450/2003 de 27 de febrero de 2003. Disponible unos 80 días después del trimestre de referencia. | Comprende, principalmente, el sector de empresas no agrarias y todos los países, salvo Grecia (aunque la cobertura sectorial difiere entre países).                                             |

- 1) La remuneración total se define como la remuneración total, en efectivo o en especie, pagadera por un empleador a un asalariado por el trabajo realizado por este último durante el período contable. Dicha remuneración se calcula a partir de los datos de las cuentas nacionales armonizadas, en los que se supone que los resultados de las encuestas trimestrales nacionales sobre salarios quedan corregidos de distintos efectos (economía sumergida, pequeñas empresas no incluidas en la muestra de la encuesta, etc.), utilizando varias fuentes administrativas y estimaciones. Sin embargo, dado que algunos de los datos sólo están disponibles con periodicidad anual, se revisan con frecuencia las series trimestrales cuando se publican las cuentas nacionales anuales.
- 2) Si bien, para algunos países, los datos se refieren al saldo de todos los contratos ya firmados y en vigor en el período de referencia, para otros sólo se refieren al flujo de contratos nuevos firmados durante el período. Además, la cobertura sectorial y el tratamiento de las primas difieren entre países. Grecia, Irlanda, Luxemburgo y Finlandia no están cubiertos y, en Francia, se utilizan las ganancias medias mensuales como variable sustitutiva. Para más detalles, véase el Recuadro 5 del Boletín Mensual de septiembre del 2002 titulado «Seguimiento de la evolución salarial: un indicador de los salarios negociados»

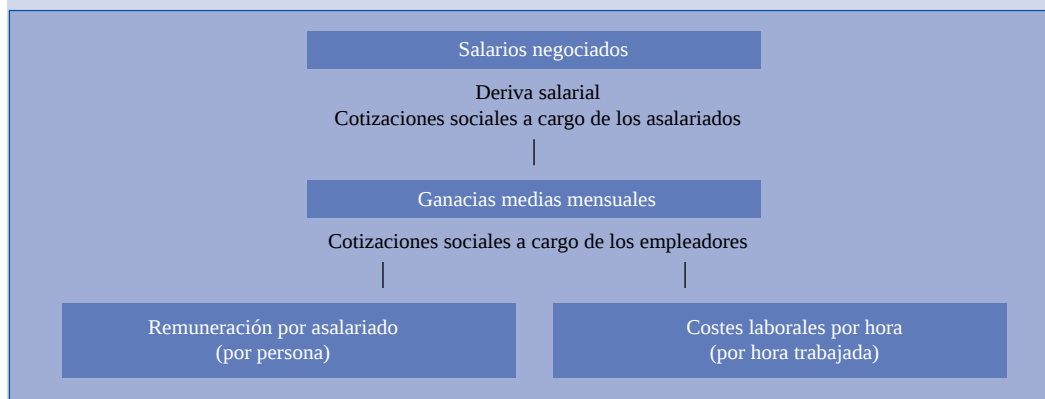
El gráfico siguiente presenta, de forma resumida, las principales diferencias conceptuales existentes entre los cuatro indicadores de costes laborales. La diferencia entre las tasas de crecimiento de la remuneración por asalariado y de las ganancias mensuales puede reflejar variaciones en las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores. Por otro lado, la diferencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de los costes laborales por hora puede ser reflejo de variaciones en el número de horas trabajadas.

Por ejemplo, la cobertura sectorial de la remuneración por asalariado abarca todos los sectores de la economía, mientras que la de los costes laborales por hora, las ganancias medias mensuales y los salarios negociados comprende, en principio, sólo el sector de empresas no agrarias (cerca del 65% del total de asalariados), si bien el alcance exacto de la cobertura difiere entre un país y otro. En consecuencia, los servicios públicos (tales como los de administración pública, educación y sanidad), así como la agricultura, no se incluyen, por lo general, en los tres últimos indicadores.

#### **Evolución de los indicadores de costes laborales en el período 1999-2002**

En el período 1999-2002, los cuatro indicadores han evolucionado de una manera bastante similar, en términos de crecimiento medio, pero se observa una notable diferencia entre el crecimiento de los salarios negociados y el de

## Vínculos teóricos entre los indicadores de costes laborales



la remuneración por asalariado, por un lado, y el de las ganancias medias mensuales y de los costes laborales por hora, por otro. La remuneración por asalariado se elevó un 2,5% al año, como promedio, en dicho período, en consonancia con el incremento medio de los salarios negociados, que se situó en el 2,4% (véase cuadro B). Sin embargo, durante el mismo período, se registró un mayor aumento de la tasa media de crecimiento de los otros dos indicadores, es decir, de las ganancias medias mensuales y de los costes laborales por hora, que se elevaron un 2,8% y un 3,1%, respectivamente. Estas divergencias fueron más acusadas en el 2002. Si bien los salarios negociados y la remuneración por asalariado mostraron una evolución relativamente coincidente (el 2,7% y el 2,5%, como promedio, respectivamente), la tasa de crecimiento de las ganancias medias mensuales y de los costes laborales por hora se situó 0,8 y un punto porcentual por encima de la tasa registrada en la remuneración por asalariado.

### Cuadro B: Tasa media de crecimiento anual de los indicadores de costes laborales nominales

(en porcentaje)

|                                                  | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | Media 1999-2002 |
|--------------------------------------------------|------|------|------|------|-----------------|
| Salarios negociados                              | 2,2  | 2,2  | 2,6  | 2,7  | 2,4             |
| Ganancias medias mensuales                       | 2,3  | 2,4  | 3,0  | 3,3  | 2,8             |
| Remuneración por asalariado                      | 1,9  | 2,6  | 2,8  | 2,5  | 2,5             |
| Costes laborales por hora                        | 2,3  | 3,2  | 3,4  | 3,5  | 3,1             |
| <i>Pro memoria:</i> Inflación medida por el IAPC | 1,1  | 2,1  | 2,3  | 2,3  | 2,0             |

### Diferencias entre los indicadores de costes laborales

Estas diferencias pueden reflejar, en principio, las que se observan en la cobertura sectorial o en la definición conceptual citadas anteriormente, es decir, variaciones en las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores y en las horas trabajadas, y evolución de la deriva salarial.

En primer lugar, por lo que se refiere a la cobertura sectorial de los indicadores, los sectores agrícola y no de mercado no se incluyen en el cálculo de las ganancias medias mensuales. Los datos de Eurostat relativos a la remuneración de los asalariados permiten desagregar ahora la remuneración por asalariado de las principales ramas de actividad<sup>1</sup>. Estos datos sugieren que la exclusión de estos sectores de las ganancias medias mensuales no puede explicar las tasas de crecimiento más elevadas de este indicador en comparación con las de la remuneración por asalariado, en igualdad de condiciones, dado que el crecimiento de los salarios en los sectores agrícola y no de mercado (2,6%, como promedio, para ambos sectores en el período 1999-2002) fue muy parecido al de los sectores de empresas no agrarias.

En segundo lugar, como se aprecia en el gráfico, la remuneración por asalariado incluye los costes laborales indirectos, que consisten, fundamentalmente, en las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, que se excluyen de las ganancias medias mensuales y de los salarios negociados. Éste podría ser un importante factor de

<sup>1</sup> Para más detalles, véase el recuadro 6 titulado «Evolución de la remuneración por asalariado y de los costes laborales unitarios en los principales sectores de la zona del euro» en el Boletín Mensual de marzo del 2003.

divergencia, toda vez que varios países de la zona del euro han recortado sustancialmente estas cotizaciones en los últimos años, en el marco de políticas encaminadas a mejorar las perspectivas de empleo de los trabajadores menos cualificados o con retribuciones más bajas. En efecto, si se considera la evolución de las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores basándose en los datos de contabilidad nacional, la tasa media de crecimiento de la remuneración por asalariado en el período examinado se aproxima más a la de las ganancias medias mensuales. La disparidad restante en la evolución de los dos indicadores se debe, probablemente, a discrepancias estadísticas y a la falta de armonización entre los datos nacionales utilizados para las ganancias medias mensuales.

En tercer lugar, las variaciones en las horas normales trabajadas debería ayudar a explicar la diferencia entre las tasas de crecimiento de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora en el período 1999-2002. Aunque en el primer caso se registró una tasa media de crecimiento del 2,5%, en el segundo ésta fue del 3,1%<sup>2</sup>. El descenso de las horas normales trabajadas refleja la reducción de las horas de trabajo implantada por ley en Francia entre los años 1999 y 2000, y en varios países de la zona del euro, por la disminución gradual de las horas de trabajo pactada en convenio. Por otra parte, la evolución constante del empleo a tiempo parcial, aunque a un ritmo menos acelerado que a comienzos de los años noventa, contribuyó también a la reducción de las horas de trabajo normales en el período considerado<sup>3</sup>. Estas variaciones en las horas normales trabajadas, medidas por la encuesta de población activa de la UE, explican en gran parte la diferencia (en torno a 0,4 de 0,6 puntos porcentuales) entre el crecimiento medio de los costes laborales por hora y de la remuneración por asalariado. Cualquier diferencia remanente reflejará, probablemente, algunas discrepancias estadísticas adicionales entre los costes laborales por hora y la remuneración por asalariado en el período 1999-2002 que no son fáciles de interpretar.

Por último, como se observa en el gráfico, las diferencias entre los indicadores también pueden proporcionar una estimación de la «deriva salarial», es decir, de la medida en que los salarios efectivos pagados (que suelen denominarse «salarios brutos») difieren del aumento pactado en los convenios colectivos (o individuales). Estas diferencias pueden deberse a primas, horas extraordinarias, promociones, etc. También pueden deberse, aunque en menor medida, a alguna revisión salarial residual por subida inesperada de la inflación, si ésta no estaba incluida en las cláusulas contractuales de indicación (parcial) de los salarios con la inflación observada y, debería, por lo tanto, formar parte de la negociación salarial. Esta deriva salarial puede ser negativa o positiva. Medir la deriva salarial de la zona del euro supone resolver una serie de problemas estadísticos para garantizar la comparabilidad conceptual entre el salario negociado y el percibido realmente, por lo que estos resultados deben interpretarse con cautela. Se supone que el indicador de salarios negociados de la zona del euro —con la salvedad de que se agregan datos nacionales no armonizados pero, básicamente, similares— ofrece una representación estadística útil de los acuerdos salariales. Dada su mayor fiabilidad, el indicador de remuneración por asalariado se considera como la principal medida del crecimiento efectivo de los salarios. Como se aprecia en el gráfico, parte de la diferencia entre la evolución de la remuneración por asalariado y la de los salarios negociados se debe a variaciones en las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores y de los asalariados. Tras efectuar las debidas correcciones por estas variaciones sobre la base de la información disponible, obtenida de las cuentas nacionales, se estima que la deriva salarial ha añadido, en promedio, en torno a 0,4 puntos porcentuales al crecimiento de los costes salariales en el período 1999-2002, durante el cual evidenció un acusado patrón cíclico, alcanzando un máximo en el 2000, para descender paulatinamente hasta quedar en valores ligeramente negativos en el 2002.

Este recuadro muestra que el tener en cuenta las diferencias conceptuales entre los indicadores disponibles de costes laborales de la zona del euro hace más fácil comprender la evolución de estos indicadores en el período analizado. Sin embargo, las discrepancias estadísticas restantes y las carencias que presentan algunos indicadores, especialmente su falta de armonización, requieren que se interpreten con cautela las divergencias en la evolución a corto plazo de los distintos indicadores. En este sentido, la mayor disponibilidad de datos de remuneración por asalariado y de costes laborales por hora permitirá realizar un seguimiento más estrecho de la evolución de los costes laborales de la zona del euro.

<sup>2</sup> La existencia de «efectos calendario» también puede incidir de forma significativa en la media anual de los costes laborales por hora en un determinado año, pero es poco probable que afecte a la diferencia media entre los dos indicadores para la totalidad del período 1999-2002. Asimismo, estos dos indicadores difieren en cuanto a su cobertura sectorial, aunque, como ya se ha comentado, no parece que este factor haya desempeñado un papel relevante.

<sup>3</sup> El hecho de que, en la zona del euro, el empleo a tiempo parcial esté creciendo más rápidamente que el empleo a tiempo completo supone, normalmente, un mayor crecimiento de los salarios por hora que por trabajador.

### 3 Producto, demanda y mercado de trabajo

#### El crecimiento del PIB real en el primer trimestre del 2003 fue nulo

Según la primera estimación de Eurostat, publicada el 5 de junio, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se estancó en el primer trimestre del 2003 (véase cuadro 8), lo que confirma el resultado del avance preliminar publicado a mediados de mayo (véase recuadro 5 para más información). En lo que se refiere a datos anteriores, la primera estimación también corrobora la tasa de crecimiento intertrimestral del 0,1% registrada en el cuarto trimestre del 2002. De este modo, apunta a una nueva y reducida desaceleración de la actividad económica general entre el cuarto trimestre del año pasado y el primero del presente año.

En cuanto a los componentes del PIB real, se estimó que el crecimiento del consumo privado en el primer trimestre del 2003 fue ligeramente inferior al observado en el cuarto trimestre del año pasado, y la

formación de capital fijo registró un importante descenso, tras el leve avance experimentado en el trimestre anterior. Además, si bien las importaciones crecieron a un ritmo algo menor que en el trimestre precedente, como las exportaciones disminuyeron de forma mucho más acusada que antes, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fuera limitada. Sin embargo, estos efectos negativos en el crecimiento intertrimestral del PIB real durante el primer trimestre se vieron casi compensados por la contribución fuertemente creciente de la variación de existencias.

La contribución extraordinariamente elevada de la variación de existencias al crecimiento (0,5 puntos porcentuales en el primer trimestre del 2003) coincide con el paso de una continuada disminución de las existencias durante el último año y medio a una acumulación. No obstante, esta última evolución ha de interpretarse con cautela, pues la experiencia enseña que los datos relativos a la

#### Cuadro 8

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

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

## Recuadro 5

### Nueva estimación preliminar del PIB real trimestral de la zona del euro

El 15 de mayo de 2003, Eurostat publicó por primera vez una estimación preliminar del PIB de la zona del euro y de la UE, que hace referencia a la evolución del primer trimestre del 2003. Esta estimación proporciona información sobre el crecimiento intertrimestral del PIB real en su conjunto. En este recuadro se examinan la motivación y la metodología utilizada para estimar este primer avance. Como se describe a continuación, la estimación preliminar del PIB ofrece información adicional de utilidad para el análisis de la evolución coyuntural de la actividad en la zona del euro.

La estimación preliminar del PIB mejora la disponibilidad de los datos de contabilidad nacional de la zona del euro para el análisis del ciclo económico. La publicación de esta estimación fue prevista por el Plan de acción de la UEM sobre exigencias en materia estadística (plan de acción de la UEM) de septiembre del 2000, establecido por la Comisión Europea (Eurostat) en estrecha colaboración con el BCE. Con un desfase de publicación comprendido entre 45 y 48 días tras el fin del período de referencia, la difusión de la estimación preliminar del PIB sigue un calendario similar al de las publicaciones de varios países de la zona del euro y constituye un paso considerable hacia el principio *first for Europe*<sup>1</sup>. También consigue que la puntualidad de las estadísticas de la zona del euro se aproxime a la situación prevaleciente en el Reino Unido y en Estados Unidos, países en los que los avances de las cuentas nacionales se publican con un desfase de 30 días.

Eurostat ha utilizado para la compilación de la estimación preliminar del PIB la misma metodología empleada en las cuentas nacionales de la zona del euro. Hace uso de datos, transmitidos por los Estados miembros, que comprenden dos elementos principales. En primer lugar, el PIB anual de la zona del euro, calculado como la suma de los PIB nacionales de los doce países de la zona del euro. En segundo lugar, la información sobre el perfil trimestral de las series se obtiene a partir de datos trimestrales disponibles para un subconjunto de Estados miembros. Más concretamente, se lleva a cabo una regresión entre el PIB anual de la zona del euro y los indicadores trimestrales. La relación estimada se utiliza para inferir una serie trimestral del PIB de la zona del euro. En el caso de la estimación preliminar del PIB de la zona, el conjunto de indicadores trimestrales incluye los primeros resultados sobre el PIB producidos por los institutos nacionales de estadística de Alemania, Grecia, Italia y Países Bajos (que representan en torno al 55% del PIB de la zona del euro), así como indicadores relacionados, sobre todo índices de producción industrial, para Francia y España.

La fiabilidad del nuevo avance depende de dos factores. En primer lugar, hasta qué punto son fiables las estimaciones preliminares nacionales; en segundo lugar, en qué medida el perfil trimestral señalado por las estimaciones preliminares nacionales, así como por los indicadores franceses y españoles, coincide con el PIB de la zona del euro. Con respecto al primer punto, puede lograrse una mayor puntualidad de las estimaciones preliminares nacionales del PIB, en comparación con los datos de contabilidad nacional, basándose en un conjunto de información más limitado, cuyo comportamiento histórico es, hasta el momento, satisfactorio. No obstante, la publicación de avances nacionales es, en general, relativamente reciente y, por el momento, es demasiado pronto para poder evaluar con seguridad el grado de exactitud de estos datos. En cuanto al segundo punto, la cobertura de la estimación preliminar de la zona del euro aumentará en cuanto otros países comiencen a publicar los resultados a tiempo de incluirlos en la estimación de la zona del euro, como está previsto. Para ofrecer una indicación de la fiabilidad de las estimaciones preliminares de la zona del euro, Eurostat ha llevado a cabo un conjunto de simulaciones. Durante el período comprendido entre el cuarto trimestre del 2000 y el cuarto trimestre del 2002, la diferencia en el crecimiento intertrimestral obtenida de acuerdo con la metodología utilizada para elaborar las estimaciones preliminares y las estimaciones de las cuentas nacionales no habría excedido de 0,1 puntos porcentuales. Por lo que se refiere a la última estimación, los datos de contabilidad nacional para el primer trimestre del 2003 confirmaron la tasa de crecimiento del PIB indicada en la estimación preliminar realizada tres semanas antes.

Si bien es un complemento útil a las estadísticas de la zona del euro, las estimaciones preliminares del PIB no pretenden ser sustitutivas de las estimaciones de las cuentas nacionales de la zona del euro. En primer lugar, la información sobre la composición del crecimiento del PIB únicamente sigue pudiendo encontrarse en las estimaciones de las cuentas nacionales, es decir, alrededor de 65-70 días después de que termine el trimestre. Actualmente no se dispone de información estadística procedente bien de fuentes nacionales o bien de indicadores para el conjunto de la zona que permita publicar estimaciones de los componentes del PIB en una fecha más temprana y con la suficiente fiabilidad. En segundo lugar, a diferencia de las estimaciones de las cuentas nacionales, las estimaciones preliminares del PIB no proporcionan información sobre las revisiones efectuadas en trimestres anteriores.

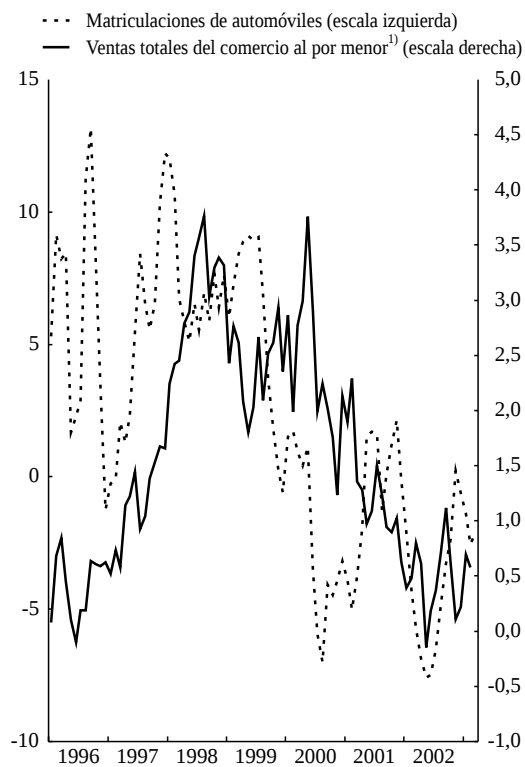
variación de existencias pueden revisarse significativamente en posteriores estimaciones de los datos de contabilidad nacional. Cabe la posibilidad de que, en el futuro próximo, las contribuciones duraderas y positivas de la variación de existencias al crecimiento dependan de que siga reduciéndose la incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento de la demanda tanto interna como externa (véase el recuadro 6 para un análisis del papel que la variación de existencias desempeña en el ciclo económico).

La persistente debilidad del crecimiento intertrimestral del PIB real en el primer trimestre del 2003 contrastó ligeramente con la información anterior proporcionada por los indicadores mensuales. Lo más destacable es que la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) avanzó un 0,2%, en términos intertrimestrales en el primer trimestre, tras un descenso del 0,2% en el cuarto trimestre del 2002 (véase cuadro 9). Sin embargo, este avance del crecimiento refleja, sobre todo, el fuerte incremento registrado en enero, que se vio probablemente distorsionado al alza por el hecho de que los métodos convencionales de ajuste no explicaron plenamente los efectos calendario de finales del año pasado. Teniendo en cuenta que la producción industrial había retrocedido sustancialmente en marzo del 2003, un perfil más suave en el período de dos meses de diciembre a enero hubiera

### Gráfico 36

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

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



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

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

1) Calculadas utilizando datos desestacionalizados.

### Cuadro 9

#### Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

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

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».

ocasionado, probablemente, un descenso más que un aumento del crecimiento intertrimestral de la producción entre el cuarto trimestre del 2002 y el primero del 2003. En marzo, la disminución intermensual de la producción industrial, excluida la construcción, fue generalizada en todas las principales ramas de actividad, y fue especialmente marcada en los sectores productores de bienes de equipo y de energía.

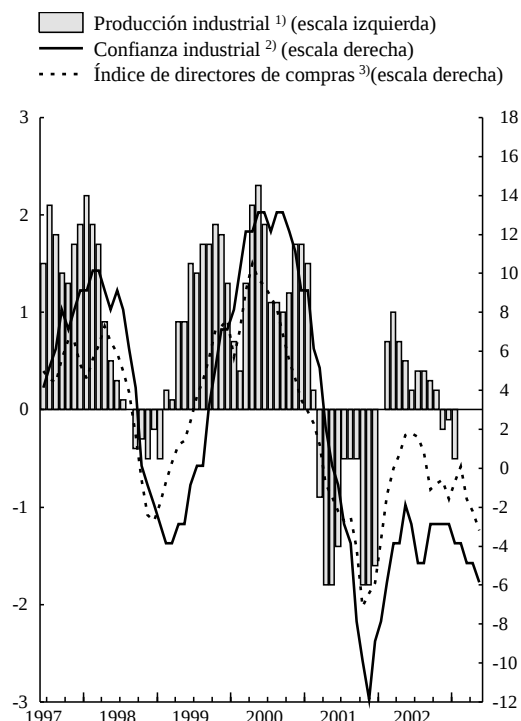
Como ocurrió con la producción industrial, el crecimiento intertrimestral de las ventas del comercio al por menor, en términos reales, pasó de valores negativos en el cuarto trimestre del 2002 a valores positivos en el primer trimestre del 2003. No obstante, esta evolución también fue consecuencia de un fuerte y poco habitual creci-

miento intermensual en enero, y las ventas volvieron a descender de nuevo en los meses de febrero y marzo. Los últimos datos no apuntan, por tanto, a un cambio en la fortaleza del gasto de los hogares a finales de año. Las matriculaciones de automóviles mostraron un comportamiento opuesto al seguido por las ventas del comercio al por menor, pues su crecimiento intertrimestral pasó de ser positivo en el cuarto trimestre del 2002 a negativo en el primer trimestre del 2003, lo cual se debe, en particular, a que los incentivos derivados de las medidas fiscales introducidas en Italia hacia finales del año pasado comenzaron a desaparecer. Parece que este hecho también explica gran parte del nuevo retroceso experimentado por las matriculaciones de automóviles en abril del 2003. En términos interanuales, el crecimiento tanto de las ventas del comercio al por menor como de las matriculaciones de automóviles se mantuvo relativamente contenido a finales del primer trimestre y a principios del segundo (véase gráfico 36).

### Gráfico 37

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

(datos mensuales)



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

- 1) Sector manufacturero; tasas de variación intertrimestrales; datos desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables.
- 2) Saldo neto; 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.

#### Los datos de las encuestas apuntan al sostenimiento de la debilidad en el segundo trimestre del 2003

Los datos de las encuestas al sector manufacturero sugieren que la actividad industrial mantuvo su moderación al finalizar el primer trimestre. Si bien parte de la incertidumbre asociada con las tensiones de carácter geopolítico deberían haber desaparecido tras la conclusión de las operaciones militares en Iraq, no parece que esto último haya tenido un impacto duradero en la valoración de la situación económica en la industria. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea no registró variaciones en mayo (véase cuadro 10). Desde finales del año pasado, el indicador ha registrado una amplia tendencia descendente. Esta tendencia se vio estimulada en el mes de mayo por un nuevo deterioro de las expectativas de producción, que, transitoriamente, habían sido menos negativas en abril. La valoración de la cartera de pedidos total no experimentó modificaciones en mayo, si bien este hecho oculta un empeoramiento adicional de la cartera de pedidos de las exportaciones (basadas en las exportaciones tanto dentro como fuera de la zona del euro). Estos resultados sugieren que, tras la reducción parcial de la incertidumbre de

## Cuadro 10

### 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 | 2003 | 2003 | 2003 | 2003 | 2003 |
|---------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                                         |      |      |      | II   | III  | IV   | I    | Dic  | Ene  | Feb  | Mar  | Abr  | May  |
| Índice de clima económico <sup>1)</sup>                 | 2,4  | -2,9 | -1,7 | 0,4  | -0,5 | -0,3 | -0,6 | -0,2 | -0,2 | 0,1  | -0,6 | 0,3  | -0,1 |
| Indicador confianza consumidores <sup>2)</sup>          | 12   | 6    | 0    | 3    | 1    | -3   | -8   | -5   | -7   | -8   | -10  | -8   | -9   |
| Indicador confianza industrial <sup>2)</sup>            | 12   | -2   | -4   | -3   | -4   | -3   | -4   | -3   | -4   | -4   | -5   | -5   | -6   |
| Indicador confianza de la construcción <sup>2)</sup>    | 16   | 10   | 1    | 3    | -2   | -3   | 0    | -2   | -1   | 0    | 0    | 0    | -2   |
| Indicador confianza comercio al por menor <sup>2)</sup> | 5    | 0    | -9   | -11  | -10  | -8   | -10  | -9   | -12  | -6   | -11  | -10  | -7   |
| Indicador confianza de los servicios <sup>2)</sup>      | 10   | -5   | -19  | -15  | -21  | -24  | -25  | -25  | -24  | -24  | -27  | -24  | -22  |
| Indicador de clima empresarial <sup>3)</sup>            | 1,3  | -0,2 | -0,5 | -0,4 | -0,5 | -0,3 | -0,4 | -0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,7 | -0,5 | -0,7 |
| Utiliz. de la capacidad productiva (%)                  | 84,4 | 82,9 | 81,4 | 81,4 | 81,5 | 81,5 | 81,1 | -    | 81,3 | -    | -    | 80,8 | -    |

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

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

1) Tasas de variación respecto al período anterior.

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

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

carácter geopolítico, las condiciones económicas fundamentales pueden seguir influyendo en la evolución de la confianza empresarial.

El índice de directores de compras del sector manufacturero continuó disminuyendo en mayo del 2003, hasta situarse en 46,8, muy por debajo de la referencia de crecimiento cero de la producción manufacturera. El descenso registrado en mayo fue el tercero consecutivo, y la evolución reciente apunta a una desaceleración de la actividad industrial en el segundo trimestre (véase gráfico 37). Todos los demás componentes individuales del índice de directores de compras empeoraron en mayo, si bien la disminución registrada en los nuevos pedidos representó casi la mitad del retroceso observado en el índice total, lo que parece que obedeció, en particular, al impacto moderador de la apreciación del euro sobre la demanda de exportaciones.

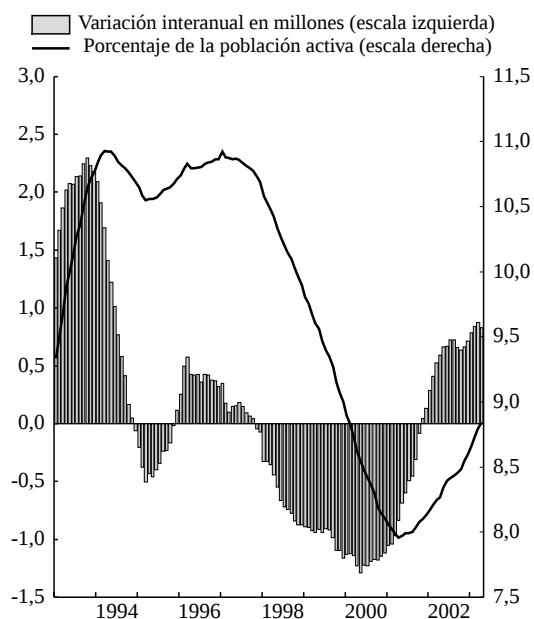
El indicador de confianza de la Comisión Europea para la construcción se redujo ligeramente en mayo, tras haberse mantenido sin cambios en los dos meses anteriores, pero la relación entre este indicador y la evolución real no es lo bastante estrecha como para extraer conclusiones claras sobre los resultados correspondientes a los distintos meses.

La confianza mejoró levemente en los servicios, debido principalmente a que los participantes en la encuesta adoptaron un punto de vista menos negativo respecto al clima empresarial. Además, aunque las expectativas sobre la demanda futura han mejorado en

## Gráfico 38

### Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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

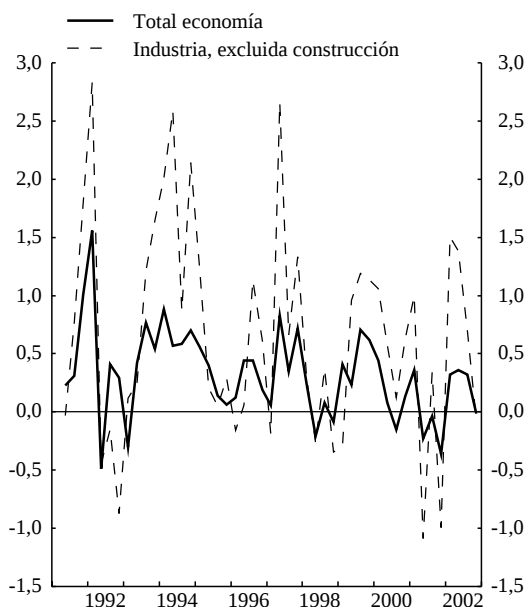
cierta medida, no es suficiente para compensar el fuerte empeoramiento registrado en los primeros meses del presente año.

Como consecuencia de la incertidumbre geopolítica, las expectativas de los hogares con respecto a la situación económica general se tornaron más pesimistas a principios del 2003, y el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea siguió retrocediendo en el primer trimestre. No obstante, la conclusión de las actividades militares en Iraq y la consiguiente reducción de la incertidumbre geopolítica no condujo a una recuperación duradera de la confianza de los consumidores, que mejoró ligeramente en abril, pero que empeoró de nuevo en mayo. Concretamente, las expectativas de creación de empleo volvieron a ser considerablemente más negativas, y también cambió parcialmente de sentido la anterior mejora de las expectativas relativas a la situación económica general. Esta evolución sugiere que, si bien es probable que las incertidumbres de carácter geopolítico sean algo menores, los factores internos más fundamentales, como el deterioro de las condiciones del mercado de trabajo, continuaron influyendo en el clima de los hogares. A diferencia de en los hogares, la confianza en el sector del comercio al por menor siguió mejorando levemente en mayo del 2003. No obstante, dado la volatilidad intermensual tan elevada de este indicador, es demasiado pronto para estimar si esto representa una señal positiva para el comercio al por menor y para el consumo privado.

### Gráfico 39

#### Productividad del trabajo en la zona del euro

(tasas de variación intertrimestrales; desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

#### Las condiciones del mercado de trabajo siguieron siendo débiles

En abril del 2003, la tasa de paro normalizada se situó en el 8,8%, sin cambios con respecto al mes precedente. En cuanto al detalle por grupos de edad, la tasa de paro de los mayores de 25 años se incrementó ligeramente en abril, mientras que la de los menores de esa edad no experimentó variaciones (véase cuadro 11). Al mismo tiempo, en que se publicaron los datos de abril, las cifras de la tasa de desempleo de la zona del euro para el

### Cuadro 11

#### Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; 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  |
| Total                            | 8,5  | 8,0  | 8,4  | 8,3  | 8,4  | 8,5  | 8,7  | 8,5  | 8,6  | 8,7  | 8,7  | 8,8  | 8,8  |
| Menores de 25 años <sup>1)</sup> | 16,6 | 15,7 | 16,3 | 16,2 | 16,3 | 16,6 | 17,0 | 16,6 | 16,7 | 16,9 | 17,0 | 17,1 | 17,1 |
| De 25 o más años                 | 7,4  | 7,0  | 7,4  | 7,3  | 7,4  | 7,5  | 7,7  | 7,5  | 7,5  | 7,6  | 7,7  | 7,7  | 7,8  |

Fuente: Eurostat.

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

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

## Cuadro 12

### Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

|                                      | 2000                                  | 2001 | 2002 | 2001<br>IV | 2002<br>I | 2002<br>II | 2002<br>III | 2002<br>IV | 2001<br>IV | 2002<br>I | 2002<br>II | 2002<br>III | 2002<br>IV |
|--------------------------------------|---------------------------------------|------|------|------------|-----------|------------|-------------|------------|------------|-----------|------------|-------------|------------|
|                                      | Tasas intertrimestrales <sup>1)</sup> |      |      |            |           |            |             |            |            |           |            |             |            |
| 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 <sup>2)</sup>    | -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       | -0,4        | -0,4       |
| Construcción                         | 1,8                                   | 0,4  | -1,1 | -0,4       | -0,8      | -1,0       | -1,4        | -1,3       | -0,3       | -0,5      | -0,2       | -0,4        | -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 <sup>3)</sup>  | 3,1                                   | 1,6  | 0,7  | 1,2        | 1,5       | 0,9        | 0,3         | 0,2        | 0,3        | 0,2       | -0,2       | 0,0         | 0,2        |
| Finanzas y empresas <sup>4)</sup>    | 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 <sup>5)</sup> | 1,6                                   | 1,3  | 1,4  | 1,1        | 1,4       | 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.

2002 y el primer trimestre del 2003 se revisaron al alza con respecto a los datos anteriores (0,1 puntos porcentuales), si bien el patrón intermensual permaneció sin cambios. La estabilidad de la tasa de paro de abril oculta el hecho de que el número real de desempleados siguió aumentando. No obstante, este incremento, de 70.000 personas, fue algo inferior al aumento de cerca de 100.000 desempleados registrado en cada uno de los meses anteriores, de enero a marzo del 2003. En términos interanuales, la variación en el número de parados continuó avanzando, hasta alcanzar los 870.000 en abril (véase gráfico 38).

Como se informó en el último *Boletín Mensual del BCE*, el nivel del empleo total en la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios durante el segundo semestre del año pasado (véase cuadro 12). Los datos nacionales disponibles para el primer trimestre del 2003 sugieren que el crecimiento del empleo en la zona del euro permaneció contenido después de finales de año, lo que estaría en línea con el lento avance de la actividad económica registrado en el cuarto trimestre del año pasado y el primero del presente año. En concreto, el crecimiento de la productividad intertrimestral fue nulo en el cuarto trimestre del año pasado, tras registrar tasas de crecimiento

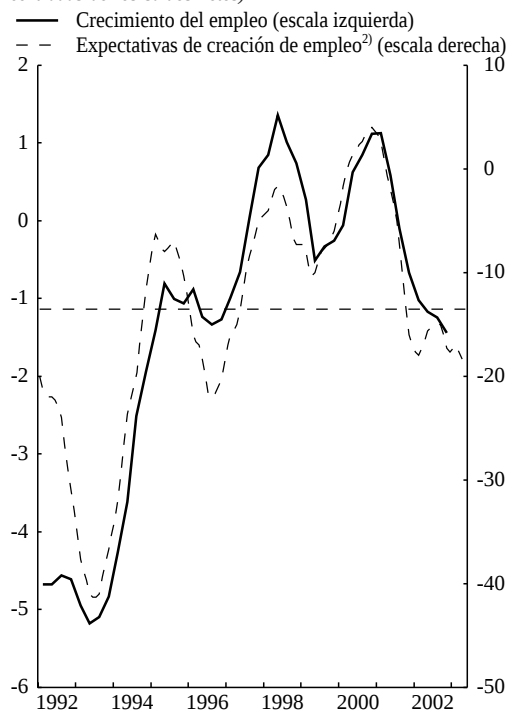
apenas ligeramente positivas en los trimestres anteriores (véase gráfico 39). Con el fin de mejorar la productividad, las empresas pueden haber recurrido de forma creciente al despido, al considerar que el nivel de incertidumbre con respecto a las perspectivas de la demanda seguía siendo elevado. En la industria, excluida la construcción, que tiende a estar más expuesta a la evolución de la demanda exterior, la presión para restablecer la productividad puede haber sido mayor, debido a la apreciación del euro.

Los datos procedentes de las encuestas de opinión muestran una ligera mejora en las condiciones de empleo entre el cuarto trimestre del año pasado y el primer trimestre de este año, pero los datos para abril y mayo sugieren que esta mejora no prosiguió en el segundo trimestre. En cuanto a las manufacturas, el indicador de empleo del índice de directores de compras registró un fuerte descenso en mayo y, en 45,1, se situó en su nivel más bajo desde finales del 2001/principios del 2002. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea apuntan a unas expectativas de creación de empleo en abril y mayo del 2003 que son más negativas que la media para el primer trimestre del año y, por lo

#### Gráfico 40

##### Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo en la industria de la zona del euro<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanuales; medias móviles de tres meses centradas de los saldos netos)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
Nota: La línea horizontal es la media de las expectativas de empleo para el período transcurrido desde 1985.

1) Excluida la construcción.

2) Las expectativas de creación de empleo se refieren sólo al sector manufacturero.

tanto, a una intensa disminución del crecimiento del empleo en la industria durante el segundo trimestre, tanto en términos interanuales como intertrimestrales (véase gráfico 40). En la construcción y los servicios, las expectativas de creación de empleo mostraron una tendencia similar, mejorando ligeramente en el primer trimestre y deteriorándose de nuevo en el período abril-mayo. Por el contrario, las expectativas de creación de empleo en el comercio al por menor volvieron a empeorar en cierta medida en abril-mayo del 2003 (véase gráfico 41). Todos los indicadores relativos a las expectativas de creación de empleo se encuentran actualmente muy por debajo de sus medias a largo plazo, lo que indica que las perspectivas de creación de empleo continúan siendo débiles.

#### Se mantienen las perspectivas de una recuperación moderada, a partir de unos niveles de actividad reducidos

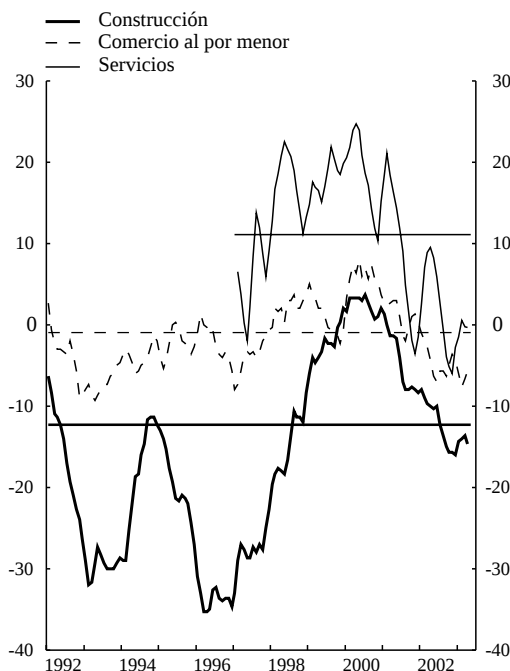
La economía de la zona del euro inició el año 2003 manteniendo la debilidad de su actividad en el primer trimestre, y los datos procedentes de las encuestas sugieren que esta debilidad puede haberse trasladado al segundo trimestre.

Sin embargo, en el segundo semestre de este año, el crecimiento económico debería beneficiarse de un conjunto de factores, entre los que se incluyen el esperado repunte de la demanda exterior, que debería compensar el efecto moderador de la reciente apreciación del tipo de cambio del euro. Por lo que respecta a la demanda interna, el consumo privado debería incrementarse en línea con el crecimiento de la renta

#### Gráfico 41

##### Expectativas de creación de empleo de la zona del euro

(saldos netos; medias móviles de tres meses centradas; datos desestacionalizados)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Las líneas horizontales representan las medias de las expectativas de creación de empleo en la construcción para el período transcurrido desde enero de 1985, en el comercio al por menor, desde abril de 1985 y en el sector servicios desde enero de 1997.

## Recuadro 6

### La contribución de la variación de existencias a las fluctuaciones de los ciclos económicos

La variación de existencias suele desempeñar un papel amplificador de los ciclos económicos. Por ejemplo, el marcado ajuste a la baja de las existencias constituyó un rasgo importante en la desaceleración del crecimiento económico en el año 2001, reduciendo el crecimiento del PIB real en torno a 0,4 puntos porcentuales. En el 2002, la contribución negativa de la variación de existencias al crecimiento del PIB fue menor, pero la disminución de existencias continuó a lo largo del año. La disminución de existencias en el ciclo actual es relativamente sustancial, y comparable con la observada durante la recesión de 1993. Tras esta recesión, sin embargo, la variación de existencias contribuyó significativamente a la recuperación del crecimiento económico en los años 1994 y 1995. En este recuadro se analiza, en primer lugar, la fiabilidad de los datos relativos a la variación de existencias, y, posteriormente, se examina con más detalle algunos aspectos de los ciclos de existencias en la zona del euro

#### ¿Hasta qué punto son fiables los datos de contabilidad nacional relativos a la variación de existencias?

Conceptualmente, los datos de contabilidad nacional relativos a la variación de existencias se miden por el valor de las entradas menos el valor de las salidas y el valor de cualquier pérdida corriente de los bienes mantenidos en existencias. Sin embargo, las fuentes estadísticas suelen ser incompletas o estar disponibles con desfases considerables. Además, cuando la variación de existencias se mide como residuo entre el valor añadido bruto y los componentes del gasto, las estimaciones resultantes de las existencias pueden también incluir discrepancias estadísticas, debido a la compilación por separado del producto y del gasto. Por último, las estimaciones de la zona del euro relativas a la variación de existencias también incluyen estimaciones para adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos, ya que con frecuencia no se dispone de datos separados para este última partida.

En respuesta a las estimaciones actualizadas de todos los demás componentes del PIB, la variación de existencias suele revisarse considerablemente entre estimaciones subsiguientes de las cuentas nacionales trimestrales. Los datos trimestrales de contabilidad nacional también se revisan tras la publicación de los datos anuales de contabilidad nacional, más completos, cuya cobertura estadística de las existencias suele ser, en general, mejor. En los cinco últimos años, las revisiones de la contribución de la variación de existencias al crecimiento trimestral del PIB real se han situado en torno a 0,1 puntos porcentuales entre la primera y la segunda estimación de los datos de contabilidad nacional, aumentando hasta 0,2 puntos porcentuales tras cuatro estimaciones.

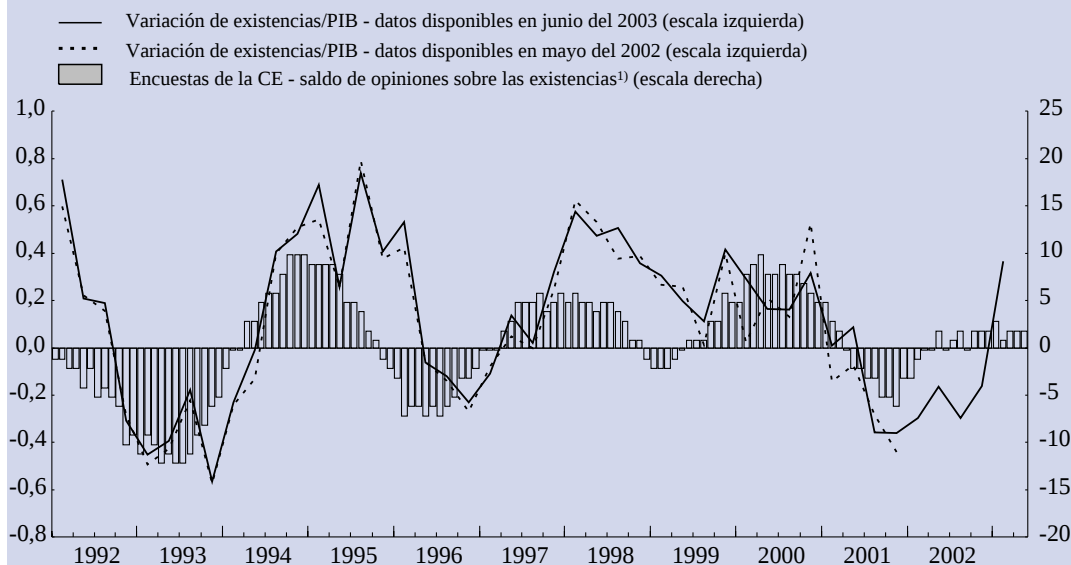
Pese a las importantes revisiones del perfil trimestral de los datos, el patrón general del ciclo de existencias tiende a mantenerse prácticamente inalterado. En concreto, la *ratio* de variación de existencias en relación con el PIB, que mide el grado de incremento o reducción de existencias en la economía, parece mostrar ciclos claros que no se ven afectados de forma acusada por revisiones *ex post*. Por ejemplo, si se compara con los datos de la contabilidad nacional del 7 de mayo de 2002, la *ratio* de variación existencias en relación con el PIB, según los datos de junio de 2003, muestra un patrón prácticamente sin cambios en el período comprendido entre el 2000 y el 2001 (véase gráfico). El contenido informativo de los datos de contabilidad nacional también se pone de manifiesto en la correlación, de alrededor del 65%, entre la *ratio* de variación de existencias en relación con el PIB y el saldo de las opiniones sobre las existencias en las manufacturas (véase gráfico). La correlación es negativa y los resultados de la encuesta parecen adelantar la evolución de la variación de existencias en torno a un trimestre, reflejando el hecho de que, cuando una proporción creciente de empresas considera que las existencias son demasiado elevadas, se reduce consiguientemente la acumulación de existencias.

#### Contribución de las existencias a las fluctuaciones cíclicas

En cuanto al efecto de la variación de existencias sobre la actividad, es útil distinguir entre las contribuciones al crecimiento del PIB real en el medio y largo plazo y las contribuciones a las fluctuaciones a corto plazo del producto.

## Variación de existencias en relación con el PIB y encuestas de la CE sobre existencias en las manufacturas

(en porcentaje)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea.

1) Invertida - desviación con respecto a la media.

En el medio y largo plazo, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB real debería ser, en promedio, cercana a cero, aunque la contribución media podría desviarse de cero durante un período prolongado de tiempo. Esto podría reflejar cambios tecnológicos y la evolución de la distribución sectorial de la actividad. En particular, la introducción de las técnicas de producción *just-in-time* y la creciente importancia de la actividad del sector servicios constituyen dos elementos que podrían dar lugar a una contribución tendencial negativa de la variación de existencias. Ciertamente, la contribución media al crecimiento trimestral y anual del PIB real ha sido nula o ligeramente negativa desde 1993 hasta el año 2002. Por lo que respecta a la contribución de la variación de existencias a las fluctuaciones a corto plazo del producto, la variación de existencias parece ser un importante factor determinante de la volatilidad del producto a corto plazo. La contribución de la variación de existencias a la desviación típica del crecimiento del producto es significativa, a pesar de su escasa contribución media al crecimiento del producto. Por ejemplo, durante la última década, la variación de existencias supuso en torno al 15% de la desviación típica del crecimiento trimestral del producto, pese a que sólo representaba, en promedio, un 0,5% del PIB real. La contribución a la volatilidad trimestral del producto se mantuvo prácticamente sin cambios en la década de los noventa, pero la contribución media a la volatilidad del crecimiento anual del producto parece haber descendido en la segunda mitad de esa década.

Volviendo a la evolución reciente, la opinión sobre la conveniencia del nivel de las existencias apenas ha registrado cambios en los últimos meses, lo que indica una contribución relativamente neutral de la variación de existencias a la actividad económica en la coyuntura actual. No obstante, el clima empresarial está marcado por el elevado grado de incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro y fuera de ella. Una vez que esta incertidumbre se reduzca y que se inicie la recuperación, deberían darse las condiciones para una contribución de las existencias al crecimiento más positiva y duradera.

real disponible, apoyado en los positivos efectos de la relación de intercambio. La formación de capital fijo debería sustentarse en el reducido nivel de los tipos de interés y en algunos impulsos de la demanda externa, aunque podría ralentizarse debido a las necesidades actuales del sector empresarial de sanear sus balances. Así pues, el principal escenario consiste en la recuperación gradual a partir del

segundo semestre del 2003, pese a algunos riesgos a la baja derivados de los desequilibrios mundiales y de las necesidades de ajuste en el sector empresarial, posiblemente superiores a las que se prevén en la actualidad. (Para más detalles, véase la sección 5, titulada «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»).

## 4 Evolución de las finanzas públicas

### Los saldos presupuestarios mejorarán levemente en el año 2004

De acuerdo con las previsiones económicas más recientes publicadas por la Comisión Europea, se espera que la *ratio* media de déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe deteriorándose por tercer año consecutivo, al pasar de un 2,2% del PIB en el año 2002 a un 2,5% del PIB en el presente año 2003 (véase cuadro 13). Una leve mejora de esta *ratio* de déficit, hasta un 2,4% del PIB, se estima para el año 2004. Se prevé que Alemania, Francia, Italia y Portugal registren ratios de déficit cercanas o superiores al límite del 3% a lo largo del horizonte de previsión, mientras que en otros países se espera el mantenimiento de unas finanzas públicas sanea-

das o bien unos desequilibrios menos sustanciales. Se prevé una reducción de la *ratio* de superávit primario de 0,4 puntos porcentuales, hasta el 1,1% del PIB, en el 2003 y su mantenimiento a ese mismo nivel en el 2004. Estas cifras están en consonancia con las previsiones elaboradas por la OCDE.

La Comisión prevé que la *ratio* de déficit de la zona del euro experimente una desviación significativa con respecto a los objetivos más optimistas que, en promedio, contenían los programas de estabilidad actualizados que se presentaron a finales del año 2002 y comienzos del 2003. La diferencia asciende a 0,7 y 1,3 puntos porcentuales del PIB en los años 2003 y 2004, respectivamente. Este deterioro tendrá lugar en la mayoría de los Estados miembros, si bien

### Cuadro 13

#### Previsiones de la evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

|                                        |                                        | 2002 | 2003 | 2004 |
|----------------------------------------|----------------------------------------|------|------|------|
| Saldo presupuestario                   | Comisión Europea <sup>1)</sup>         | -2,2 | -2,5 | -2,4 |
|                                        | OCDE <sup>2)</sup>                     | -2,3 | -2,5 | -2,4 |
|                                        | Programas de estabilidad <sup>3)</sup> | -2,2 | -1,8 | -1,1 |
| Saldo presupuestario ajustado de ciclo | Comisión Europea <sup>1)</sup>         | -2,2 | -2,0 | -2,0 |
|                                        | OCDE <sup>2), 4)</sup>                 | -1,9 | -1,6 | -1,6 |
|                                        | Programas de estabilidad <sup>3)</sup> | -1,9 | -1,3 | -0,8 |
| Saldo presupuestario primario          | Comisión Europea <sup>1)</sup>         | 1,5  | 1,1  | 1,1  |
|                                        | Programas de estabilidad <sup>3)</sup> | 1,5  | 1,9  | 2,5  |
| Deuda bruta                            | Comisión Europea <sup>1)</sup>         | 69,2 | 69,9 | 69,6 |
|                                        | Programas de estabilidad <sup>3)</sup> | 69,7 | 68,7 | 66,8 |

*Nota:* En 2002 se incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en la media de la zona del euro. Sin embargo, dichos ingresos son muy limitados y no afectan a las cifras que se presentan en el cuadro.

1) *European Economy*, 2/2003. *Economic Forecast*, primavera del 2003.

2) *Economic Outlook*, edición preliminar, abril 2003.

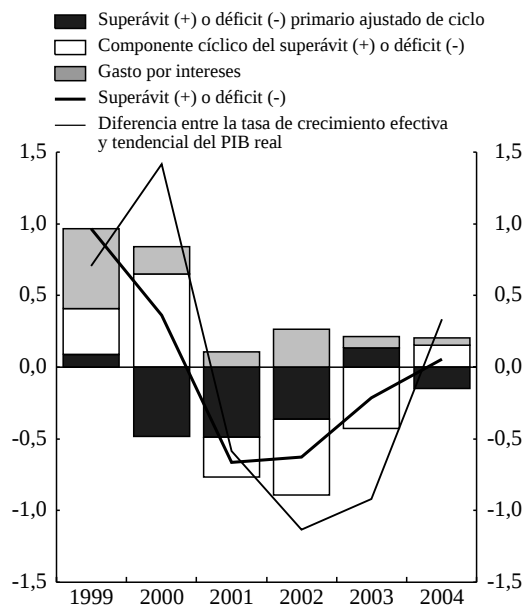
3) Cifras de la Comisión Europea, basadas en los programas de estabilidad actualizados de los Estados miembros, mayo del 2003.

4) Excluido Luxemburgo.

## Gráfico 42

### Variación interanual de la situación presupuestaria media de la zona del euro y componentes

(en puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Comisión Europea, primavera 2003 y cálculos del BCE.  
Nota: Los valores positivos indican una contribución a la reducción de los déficit, mientras que los datos negativos indican una contribución a su aumento. Los datos excluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS.

afectará con mayor intensidad a los países que registran importantes desequilibrios presupuestarios. Estas previsiones menos favorables, en comparación con las metas recogidas en los programas de estabilidad actualizados, obedecen, en parte, al funcionamiento de los estabilizadores automáticos, aunque también reflejan la ausencia de medidas concretas y unos esfuerzos de saneamiento menos ambiciosos de lo planeado en algunos países.

### La situación económica determina en buena medida la evolución presupuestaria

Las previsiones de la Comisión sugieren que la política fiscal mantendrá una orientación neutral, en líneas generales, en el conjunto de la zona del euro durante los años 2003 y 2004. Se prevé que la *ratio* de saldo primario ajustado de ciclo, que elimina los efectos de la situación económica y del gasto por intereses, se mantenga

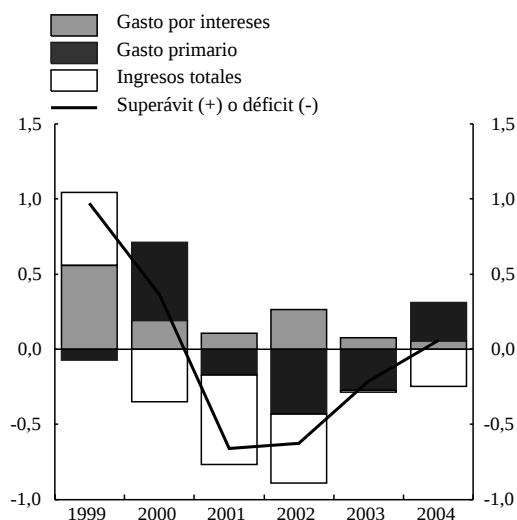
estable, por lo general, hasta finales del año 2004. Los efectos cíclicos adversos en el 2003 y los más favorables en el 2004 serán el motor principal de las variaciones que registre el saldo presupuestario agregado en esos dos años. El gráfico 42, al separar, de un lado, los esfuerzos de saneamiento presupuestario de, por otro lado, los factores cíclicos y las variaciones del gasto por intereses, confirma este panorama.

Los efectos cíclicos también determinan buena parte de las variaciones de las ratios de ingresos y de gasto primario en el año 2003 (véase gráfico 43). Se espera un crecimiento bastante modesto de los ingresos, en consonancia con el del PIB nominal, al tiempo que se prevé un incremento de la *ratio* de gasto primario como proporción del PIB, básicamente como resultado de un mayor gasto en prestaciones sociales. Para el año 2004, se espera que un mayor dinamismo de la actividad económica, combinado con los planes de los gobiernos orientados a

## Gráfico 43

### Variación interanual de la situación presupuestaria media de la zona del euro: contribución de los ingresos, de gasto primario y de gasto por intereses

(en puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Comisión Europea, primavera 2003 y cálculos del BCE.  
Nota: Los valores positivos indican una contribución a la reducción de los déficit, mientras que los datos negativos indican una contribución a su aumento. Los datos excluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS.

mantener el gasto bajo control, afecte de forma favorable a los saldos presupuestarios. Al mismo tiempo, las nuevas rebajas del impuesto sobre la renta en algunos países tendrán, en cierta medida, un efecto negativo sobre los ratios de ingresos y de saldo presupuestario de la zona del euro. No obstante, cuatro países han programado subidas de los impuestos, tras haber registrado importantes desequilibrios presupuestarios o un notable deterioro de sus finanzas públicas en los dos últimos años. La contención del gasto corriente también difiere significativamente entre los distintos países, puesto que algunos de los Estados miembros con desequilibrios fiscales prevén realizar los esfuerzos más ambiciosos en este terreno.

Por vez primera desde el inicio de la Unión Monetaria, se prevé un ligero incremento de la ratio de deuda pública de la zona del euro en el 2003. Esta evolución contrasta con la caída gradual y continua a lo largo del período de previsión que anticipaban los últimos programas de estabilidad actualizados. Se prevé un aumento de la ratio de deuda de 0,7 puntos porcentuales, lo que la situaría en el 69,9% del PIB a finales del año 2003, antes de volver a disminuir levemente en el 2004. El deterioro de los saldos presupuestarios y la desaceleración del crecimiento del PIB nominal contribuyen a explicar esta desfavorable evolución de la ratio de deuda. En el año 2004, se espera que siete países registren ratios de deuda por encima del límite del 60% establecido en el Tratado de Maastricht, en comparación con los cuatro países que sobrepasaron dicho límite en el 2001. Esta diferencia refleja la acumulación de incrementos sustanciales de deuda en Alemania, Francia y Portugal.

### **Principales desafíos de las políticas fiscales**

Las previsiones de la Comisión Europea sugieren que las políticas fiscales de la zona del euro tienen ante sí dos importantes desafíos en el futuro inmediato. En primer lugar, los compromisos de unas finanzas públicas saneadas no se han cumplido de manera satisfactoria en una serie de países. La decepcionante evolución presupuestaria ha obedecido a la insuficiencia

de los esfuerzos de saneamiento realizados durante el último período de intenso crecimiento del PIB, agravada por los adversos efectos presupuestarios de la reciente desaceleración económica, las reducciones inesperadas de los ingresos y, en algunos casos, una relajación estructural adicional. En consecuencia, Alemania, Francia y Portugal han registrado déficit excesivos e Italia también está experimentando notables desequilibrios. Por ahora, los resultados de estos países han tenido un considerable efecto negativo sobre el déficit del conjunto de la zona del euro registrado en los últimos años, si bien los esfuerzos realizados en la mayoría de los Estados miembros han compensado, en parte, la ausencia de ajuste en otros países. De acuerdo con las previsiones, es probable que, en algunos de los países con desequilibrio presupuestario, vuelvan a observarse déficit superiores al 3% del PIB durante el presente año e incluso el siguiente, al tiempo que se prevén también ciertos desequilibrios en varios de los restantes Estados miembros (para más detalles sobre el procedimiento de déficit excesivo, véase el recuadro 7). Estas previsiones reflejan, en parte, la insuficiencia del saneamiento presupuestario acometido en la mayoría de los países que registran desequilibrios. Las perspectivas a medio plazo se ven además empañadas como consecuencia de la escasa calidad del ajuste y de la insuficiencia de las reformas fiscales estructurales, lo que reduce la confianza y limita el crecimiento.

En segundo lugar, la persistencia de los desequilibrios no sólo apunta a la debilidad de los compromisos recogidos en los planes a medio plazo de algunos países, sino también a los desafíos existentes en la aplicación del marco de política fiscal. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento trata de evitar la aparición de políticas fiscales carentes de solidez mediante el fomento de situaciones presupuestarias a medio plazo cercanas al equilibrio o con superávit, a través de la supervisión multilateral y la coordinación de las políticas. Sin embargo, la coordinación de las políticas fiscales encaminada a lograr unas situaciones presupuestarias saneadas no ha logrado materializarse de la forma originalmente contemplada. La presión del resto de los Estados miembros

## Recuadro 7

### El procedimiento de déficit excesivo

#### El procedimiento de déficit excesivo como parte integrante del marco europeo de política fiscal

El marco europeo de política fiscal establece las reglas que garantizan la disciplina presupuestaria y preservan la función estabilizadora de las finanzas públicas. Este marco está integrado por las disposiciones contenidas en el Tratado de Maastricht, entre las que destaca el procedimiento de déficit excesivo. En éste se definen, entre otros, los valores de referencia de la *ratio* de déficit público (3% del PIB) y de la *ratio* de deuda pública (60% del PIB). El marco también incluye el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que impulsa la coordinación de las políticas económicas y define las condiciones de aplicación del procedimiento de déficit excesivo. La vigilancia mutua y las sanciones son los principales instrumentos de que dispone este procedimiento para impedir que los gobiernos incurran en déficit insostenibles<sup>1</sup>.

#### Las dos fases del procedimiento de déficit excesivo

Con arreglo al Pacto, en la aplicación del procedimiento de déficit excesivo pueden distinguirse dos fases principales. En primer lugar se encuentra la fase de valoración, que activa el procedimiento. En esta fase, la Comisión Europea elabora un informe cuando un determinado país supera los valores de referencia o se encuentra en riesgo de incurrir en un déficit excesivo y, a continuación, decide si debe presentar un dictamen al Consejo acerca de la existencia o riesgo de un déficit excesivo. El Consejo ECOFIN decide si el déficit del país es efectivamente excesivo o no. Si decide que existe déficit excesivo, el Consejo también recomienda la adopción de medidas encaminadas a poner fin a esa situación y establece un plazo para su corrección, que, como muy tarde, es el año siguiente a su identificación.

En segundo lugar, existe una fase de supervisión, que incluye la posibilidad de imponer sanciones. Si el Consejo decide que el país ha adoptado las medidas recomendadas, el procedimiento se suspende hasta que el Consejo decida que el déficit excesivo se ha corregido en el plazo establecido. Sin embargo, si el país no adopta las medidas necesarias para corregir su déficit excesivo dentro del plazo fijado, o si las medidas son insuficientes, el procedimiento sigue su curso. En última instancia, en caso de incumplimiento continuado, el Consejo puede imponer una sanción pecuniaria al país en cuestión. La sanción consiste en un depósito sin intereses de hasta el 0,5% del PIB, que puede convertirse en una multa si el déficit excesivo persiste.

#### La flexibilidad del procedimiento y sus problemas

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento especifica con gran detalle la aplicación del procedimiento formal, pero, aun así, proporciona cierta flexibilidad. Durante la fase de valoración, un déficit por encima del 3% del PIB podría no ser considerado como excesivo si es el resultado de una circunstancia inusual fuera del control del gobierno, o bien de una grave recesión económica. En el informe donde evalúa si un déficit superior al 3% es excesivo, la Comisión Europea también deberá tener en cuenta, entre otras consideraciones, la cuantía de los gastos públicos de inversión y la situación a medio plazo de las finanzas públicas. Durante la fase de seguimiento, la aparición de circunstancias especiales podría ampliar el plazo de tiempo de que el país dispone para corregir un déficit excesivo. Además, la adopción de las sanciones pecuniarias se encuentra regulada pero no es incondicional<sup>2</sup>. La flexibilidad del procedimiento tiene importancia porque evita una aplicación excesivamente rígida y mecánica del mismo. La autorización de excepciones resulta apropiada dado que es imposible cubrir todas las contingencias económicas y políticas mediante una simple regla basada de manera exclusiva en valores numéricos. No obstante, ese margen de flexibilidad también presenta problemas, ya que debe utilizarse con precaución. Una aplicación demasiado tolerante del procedimiento conllevaría el riesgo de que los países con déficit excesivos no adoptasen las medidas correctoras necesarias y de que la predisposición de otros Estados miembros a incurrir en tales desequilibrios no se viese lo suficientemente disuadida.

<sup>1</sup> El Pacto de Estabilidad y Crecimiento refuerza el proceso de supervisión «para impedir, en una fase inicial, que se produzcan déficit públicos excesivos e impulsar la [...] coordinación de las políticas económicas» (Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo) y para «[...] impedir los déficit públicos excesivos y, en caso de que se produzcan, propiciar su pronta corrección» (Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo).

<sup>2</sup> Véanse los apartados 1 y 2 del artículo 2, el apartado 4 del artículo 3 y los artículos 11 y 14 del Reglamento CE n° 1467/97 del Consejo, así como el apartado 3 del artículo 104 del Tratado de Maastricht.

no siempre ha ejercido un grado suficiente de influencia sobre los países con desequilibrios crecientes. Además, el deficiente cumplimiento de las exigencias de información estadística ha entorpecido, en algunos casos, el proceso de supervisión de las situaciones presupuestarias.

Estos dos desafíos se encuentran estrechamente relacionados. Es necesario hacerles frente de manera eficaz al objeto de que las finanzas públicas sostenibles contribuyan a la estabilidad macroeconómica, los estabilizadores automáticos amortigüen los efectos de las fluctuaciones económicas sobre la demanda agregada y las reformas catalizadoras del crecimiento reduzcan los desincentivos al trabajo y al ahorro e incrementen la flexibilidad por el lado de la oferta. En los foros europeos se ha llegado a un consenso, con arreglo al cual, para alcanzar los objetivos citados, resulta imprescindible afianzar el compromiso de mantenimiento o consecución de unas finanzas públicas saneadas, junto con una aplicación estricta del Pacto de Estabilidad y Crecimiento por parte de todos los países. El recuadro 8 resume el modo en que unas políticas fiscales sólidas pueden contribuir a la estabilidad y al crecimiento de la zona del euro.

#### **En varios países se precisan esfuerzos de saneamiento como parte de una estrategia integral**

La mayor inquietud viene generada por los cuatro países que registran abultadas *ratios* de déficit cercanas o superiores al 3% del PIB. Para el año 2003, el Consejo ECOFIN ha solicitado a Alemania un esfuerzo de saneamiento por importe de un 1% del PIB y a Francia una reducción del déficit ajustado de ciclo sustancialmente más ambiciosa que la prevista en la actualidad. Este ajuste debe continuar en el 2004, en consonancia con las obligaciones contenidas en el acuerdo del Eurogrupo. En el caso de Portugal, el Consejo ha exigido el cumplimiento de compromisos anteriores. Esto debería impedir la re-

aparición en Portugal de un déficit excesivo en el presente año 2003, mientras que Alemania y Francia deberían ser capaces de corregir sus déficit excesivos en el 2004, como muy tarde. Además, estos ajustes son necesarios para invertir la tendencia reciente al incremento de las *ratios* de deuda. Por último, a Italia se le ha exigido que conceda prioridad al saneamiento y cumpla el acuerdo del Eurogrupo, así como que garantice una reducción suficiente de la *ratio* de deuda.

El caso de Alemania ilustra la necesidad, en un entorno de desequilibrios significativos y crecimiento débil, de lograr un adecuado equilibrio entre el saneamiento —promotor de la confianza— y la prevención de políticas procíclicas indeseables. En el año 2003, Alemania ha adoptado medidas de saneamiento de la cuantía recomendada y está permitiendo el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, aun cuando ello pudiera dar como resultado la repetición de un déficit por encima del límite del 3%. Sin embargo, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos no justificaría que la corrección del déficit excesivo se retrasase más allá del año 2004.

El saneamiento presupuestario debería formar parte de una estrategia integral orientada a restaurar la confianza y promover el crecimiento y la estabilidad. Las pasadas experiencias revelan con demasiada frecuencia una excesiva utilización por los países de incrementos impositivos *ad hoc* y de medidas puntuales como los principales ingredientes de los esfuerzos de saneamiento. Este tipo de saneamiento no sólo puede ser incapaz de generar los deseados efectos fiscales a corto plazo, sino que tampoco aborda los costes presupuestarios del envejecimiento de la población y del reducido crecimiento tendencial. Mediante la incorporación del saneamiento presupuestario dentro de una estrategia a medio plazo, integral y de diseño adecuado, basada en la reforma y la contención del gasto, los países podrán hacer frente a todos esos desafíos. Tal estrategia facilita el saneamiento a corto plazo, contribuye a fi-

nanciar recortes impositivos adicionales y logra que el gasto público y los sistemas de prestaciones sociales estén orientados en mayor medida hacia el empleo y el crecimiento. Esto promueve la flexibilidad de la economía y estimula el crecimiento, lo cual, a su vez, acrecienta la confianza en la consecución de los objetivos fiscales y en el funcionamiento del marco de política fiscal.

De acuerdo con las previsiones de la Comisión, el grueso de los ajustes presupuestarios no obedece al cumplimiento de los necesarios esfuerzos de saneamiento, por lo que las actuales estrategias corren el riesgo de fracasar. Sólo Alemania tiene programado llevar a cabo el ajuste requerido, por lo que se prevé que su déficit caiga levemente por debajo del valor de referencia en el año 2004. Por el contrario, los esfuerzos planeados en Francia, Italia y Portugal no satisfacen las exigencias (conforme al procedimiento de déficit excesivo, Francia dispone de plazo hasta octubre para adoptar las medidas oportunas). Además, se prevé que Portugal e Italia continúen haciendo uso de medidas transitorias que no proporcionan un saneamiento duradero. Al mismo tiempo, se considera que ninguno de estos cuatro países está realizando progresos suficientes en el terreno de las reformas fiscales estructurales. Por último, la persistencia de desequilibrios significativos hasta el final del período de previsión pone en riesgo el horizonte temporal en que habría de producirse el retorno a situaciones presupuestarias saneadas con arreglo a lo recogido en los programas de estabilidad y a lo exigido por el Consejo ECOFIN. Resulta imperativo que estos países multipliquen sus esfuerzos a fin de avanzar en el saneamiento y acabar con los déficit excesivos. Además, cualquier mejora de la situación presupuestaria procedente de un crecimiento económico superior al previsto debería utilizarse para acelerar la reducción de los déficit.

Existe también cierta preocupación de que, al menos en uno de los dos años del bienio 2003-2004, algunos de los demás Estados miembros no alcancen una situación presupuestaria cercana al equilibrio o con superávit. Aunque se espera que Austria adopte en el año 2003 medidas de saneamiento suficiente, previéndose una sólida situación presupuestaria en el 2004, los recortes impositivos programados para los años siguientes en ese país podrían dar como resultado la reaparición de desequilibrios presupuestarios en caso de que dichos recortes no vayan acompañados de una contención suficiente del gasto. Se prevé que Holanda registre desequilibrios en el 2004, a menos que se adopten con rapidez nuevas medidas de saneamiento, del tipo recientemente anunciado por el gobierno holandés. Grecia no prevé lograr un saneamiento presupuestario suficiente durante el presente año. Asimismo, al contar con una *ratio* de deuda pública muy elevada, sus esfuerzos de ajuste deberían situarse por encima del mínimo exigido (0,5% del PIB). Si las estrategias de saneamiento aplicadas en estos países fuesen las adecuadas, debería permitirse el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. No obstante, han de evitarse los déficit excesivos.

Por último, como nota más alentadora, es importante reconocer que, con arreglo a las previsiones, alrededor de la mitad de los países de la zona del euro registrarán unas situaciones presupuestarias saneadas durante los años 2003 y 2004. Estos países deberían permitir el funcionamiento pleno de los estabilizadores automáticos, contribuyendo así a la estabilización económica. Una orientación neutral de la política fiscal es el método idóneo para evitar la reaparición de los desequilibrios presupuestarios, y el activismo fiscal por motivos de gestión de la demanda no está justificado.

## Recuadro 8

### Políticas fiscales saneadas para la estabilidad y el crecimiento de la zona del euro

#### El debate sobre el fortalecimiento de la coordinación de las políticas presupuestarias

En el otoño del año 2002, la Comisión Europea inició un debate sobre la apropiada interpretación y el oportuno papel del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, debate que dio origen al acuerdo del Eurogrupo de octubre del 2002 y al informe del Consejo ECOFIN sobre el fortalecimiento de la coordinación de las políticas presupuestarias de marzo del 2003. En este informe, los Estados miembros acordaron el mantenimiento de las reglas, al tiempo que ofrecieron ciertas aclaraciones sobre la evaluación de las políticas fiscales, que deberían dar lugar a un adecuado equilibrio entre disciplina y flexibilidad en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Su conclusión más notable fue que a los países cuyas situaciones presupuestarias no se encuentren próximas al equilibrio o con superávit, se les solicita que mejoren sus saldos ajustados de ciclo en un mínimo anual del 0,5% del PIB (confirmando así el acuerdo previo alcanzado por el Eurogrupo). Además, el informe subraya la importancia de llevar a cabo el saneamiento presupuestario como parte de una estrategia integral, de evitar la aplicación de políticas procíclicas, de crear unos márgenes suficientes de seguridad presupuestaria y de lograr unas finanzas públicas sostenibles. Al mismo tiempo, el informe concede al Consejo ECOFIN cierto grado de discrecionalidad en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

#### Políticas saneadas

Existe un consenso generalizado acerca de que los siguientes elementos constituyen los ingredientes básicos de unas políticas fiscales saneadas encaminadas a garantizar unas finanzas públicas sostenibles y a promover la estabilidad y el crecimiento de la zona del euro:

- Los gobiernos han reiterado sus compromisos de disciplina fiscal. En este sentido, el acuerdo del Eurogrupo de octubre del 2002 sobre la consecución a medio plazo de situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit constituye una estrategia adecuada, al combinar los avances en el saneamiento presupuestario con un cierto grado de flexibilidad.
- Los planes presupuestarios deben formar parte de una estrategia orientada al medio plazo, que incluya una reforma estructural, ambiciosa e integral, basada en el gasto. Esta estrategia estimulará la confianza y el crecimiento, al tiempo que facilitará el logro de los objetivos presupuestarios.
- Si estos requisitos se cumplen y las estrategias de saneamiento son adecuadas, los países podrán confiar en que el funcionamiento de los estabilizadores automáticos contribuya a la estabilidad macroeconómica y al crecimiento. Sin embargo, en un entorno económico de debilidad, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos no podrá utilizarse como justificación *a priori* de situaciones en las que el déficit efectivo supere el valor de referencia fijado en el 3% del PIB. En caso contrario, podrían suscitarse problemas de riesgo moral, lo que debilitaría la diligencia necesaria para evitar la aparición de déficit excesivos y para corregirlos dentro del plazo establecido por el Consejo ECOFIN.
- Al objeto de que sus estrategias se vean coronadas por el éxito, es preciso que todos los gobiernos ejerzan una vigilancia mutua sobre el resto de los Estados miembros y acepten, a su vez, la vigilancia de éstos, en particular, mediante una aplicación rigurosa —aunque prudentemente flexible— del procedimiento de déficit excesivo. Asimismo, ello implicaría, en caso necesario, la voluntad de imponer sanciones y de exigir una reducción suficiente de la deuda.
- Requisitos previos esenciales son la remisión puntual de datos de elevada calidad, seguida de una atenta valoración de la evolución presupuestaria, referida, en particular, al cumplimiento de las obligaciones de saneamiento.

## 5 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro

A la vista de los datos disponibles hasta el 22 de mayo del 2003, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas de la zona del euro<sup>1</sup>. De acuerdo con los procedimientos establecidos, estas proyecciones han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

Las proyecciones elaboradas por los expertos se basan en una serie de supuestos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo, el comercio internacional excluida la zona del euro y las políticas fiscales. En concreto, se parte del supuesto técnico de que los tipos de interés de mercado a corto plazo y los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en el período abarcado por las proyecciones. Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés a largo plazo, y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados, mientras que los relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales, así como en otros datos referentes a la evolución presupuestaria en cada país perteneciente a la zona del euro<sup>2</sup>.

Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas por los bancos centrales de la zona del euro en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces superior al valor medio absoluto de estas diferencias.

### Supuestos referentes al entorno internacional

Los supuestos adoptados en relación con el entorno internacional indican que la actividad económica mundial deberá recuperarse de forma gradual durante los restantes meses del año, tras la moderación observada en el primer semestre del 2003; se estima que el repunte continuará durante el horizonte que abarcan las proyecciones.

Se estima que, en el primer trimestre del año, la tasa de crecimiento de la economía mundial se ha mantenido en el nivel registrado durante los últimos meses del 2002, y que aumentará gradualmente a lo largo del horizonte contemplado. Es probable que el deterioro de la confianza empresarial y de los consumidores en las economías industrializadas, asociado a las operaciones militares en Iraq, haya tenido un efecto negativo sobre la demanda mundial. La desaparición de parte de las incertidumbres de carácter geopolítico debería, por tanto, estimular la actividad económica mundial. Se espera que en Estados Unidos el crecimiento

*1 El documento titulado Guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises, publicado por el BCE en junio del 2001, proporciona más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados en la elaboración de estas proyecciones.*

*2 Se parte del supuesto de que los tipos de interés a corto plazo, medidos por el Euribor a tres meses, se mantendrán sin variación en un nivel ligeramente inferior al 2,4% durante el horizonte abarcado por las proyecciones. El supuesto técnico de tipos de cambio constantes indica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se mantendrá en 1,16 durante el horizonte temporal contemplado, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 14% superior a la media del 2002. Las expectativas de los mercados en cuanto al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años muestran un ligero ascenso, desde el 3,8% al 4%, hacia el final del horizonte contemplado. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros, se considera que los precios del petróleo disminuirán hasta situarse en 23 dólares por barril hacia el final del horizonte temporal, desde el máximo de 31 dólares observado en el primer trimestre del 2003. Por el contrario, se considera que los precios de las materias primas no energéticas aumentarán moderadamente, tanto en el 2003 como en el 2004.*

del PIB real se intensifique en el segundo semestre del 2003 y permanezca estable en el 2004, si bien con tasas de crecimiento inferiores a las registradas a finales de la década de los noventa. Cabe esperar que las perspectivas de que en Estados Unidos se registren tasas de crecimiento más elevadas se vean atemperadas por la debilidad financiera de las empresas y por la corrección gradual de los desequilibrios macroeconómicos. Se espera que a lo largo del horizonte abarcado por las proyecciones, estos impedimentos al crecimiento disminuyan. Asimismo, se produciría cierta recuperación de la actividad económica en Japón, mientras que en el resto de los países asiáticos el crecimiento se mantendría relativamente sólido. Respecto a los países adherentes a la UE y otras economías en transición, el crecimiento proseguiría a un ritmo relativamente intenso, debido a la mejora del entorno exterior y a la continuada fortaleza de la demanda interna. En conjunto, se proyecta que el crecimiento del PIB real fuera de la zona del euro se sitúe, en promedio, en torno al 3,5% en el 2003, aproximadamente la misma tasa de crecimiento observada en el 2002, y se incremente hasta el 4,5% en el 2004.

Se parte del supuesto de que el crecimiento del comercio internacional seguirá una trayectoria similar a la del PIB real mundial. Tras registrar una tasa del 2,8% en el 2002, el crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro repuntaría gradualmente en el curso del 2003, lo que situaría la tasa media de crecimiento interanual de estos mercados en torno al 4,5% en el 2003, y se incrementaría adicionalmente, hasta aproximadamente el 7% en el 2004. En la mayor parte de los países industrializados no pertenecientes a la zona del euro, las tasas de inflación se redujeron el pasado año, aunque se estima que aumentarán ligeramente en el 2003 y que, en general, se mantendrán sin variación en el 2004.

#### **Proyecciones referentes al crecimiento del PIB real**

Durante el último semestre de este año, se espera una moderada recuperación de la actividad económica de la zona del euro, im-

pulsada inicialmente por el proyectado repunte de la demanda externa. Por lo tanto, el crecimiento del PIB real estimado se situaría, en promedio, entre el 0,4% y el 1% en el 2003, y aumentaría hasta el 1,1%-2,1% en el 2004. El esperado fortalecimiento de la demanda externa de la zona del euro proyectado daría lugar a un repunte gradual del crecimiento de las exportaciones, a pesar de la repercusión de la reciente apreciación del euro. La demanda interna de la zona del euro repuntaría de forma gradual, favorecida por una recuperación de la inversión y respaldada, principalmente, por la fortaleza del consumo privado. Es previsible que la inversión en existencias contribuya también positivamente, aunque de forma reducida, al crecimiento del PIB real a lo largo del horizonte contemplado.

Por lo que respecta a los componentes de la demanda interna, el crecimiento intertrimestral del consumo privado siguió siendo relativamente vigoroso en el último semestre del 2002. Se estima que se producirá cierta moderación en el primer semestre del 2003, y que se recuperará gradualmente a partir del último semestre del año. La tasa media de crecimiento interanual del consumo privado aumentaría, por tanto, entre el 1,2% y el 1,6% en el 2003, y se situará en un intervalo comprendido entre el 1,1% y el 2,4% en el 2004. El gasto de consumo evolucionaría a grandes rasgos en consonancia con el crecimiento de la renta real disponible, sustentado, a su vez, por una tasa de inflación más baja y por la contribución positiva de las transferencias fiscales netas, tanto en el 2003 como en el 2004. La débil evolución del empleo, sin embargo, contendría en cierta medida el crecimiento de las rentas del trabajo a lo largo del horizonte abarcado por las proyecciones. Atendiendo a los actuales planes presupuestarios, se considera que la aportación del consumo público al crecimiento del PIB real disminuirá en el horizonte temporal proyectado.

Las proyecciones indican que la inversión total en capital fijo repuntará ligeramente a partir del último semestre del 2003. La tasa media de crecimiento interanual se situaría entre el -1,3% y el 0,9% en el 2003, y del

0,5% al 3,7% en el 2004. Esta recuperación gradual de la inversión total es atribuible, principalmente, a la inversión privada, respaldada a su vez por la mejora del entorno económico exterior y por el bajo nivel de los tipos de interés reales. No obstante, la contribución de la inversión privada al crecimiento continuaría siendo modesta durante el horizonte de proyección considerado, debido a la ausencia de restricciones en la capacidad disponible y a los ajustes en curso en la situación financiera del sector empresarial. Estos últimos son consecuencia tanto del prolongado período de lento crecimiento como de los efectos de la anterior disminución de los precios de las acciones en los balances de las empresas.

Las proyecciones indican que la tasa media de variación interanual de las exportaciones, incluido el comercio interno de la zona del euro, se situará en un intervalo del 0,5% al 3,4% en el 2003, y aumentará adicionalmente hasta situarse entre el 3% y el 6,2% en el 2004. Las proyecciones sobre las exportaciones reflejan, principalmente, el esperado incremento del crecimiento de los mercados de exportación, si bien cabe esperar una disminución de la cuota de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro, como resultado de la reciente apreciación del euro. La tasa media de variación interanual de las importaciones, incluido el comercio interno de la zona del euro, se situaría en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 5% en el 2003, y entre el 3,5% y el 6,9% en el 2004, como reflejo de la evolución del gasto final total de la zona del euro y también del

efecto ligeramente alcista de la apreciación del euro. En consecuencia, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB, que fue considerablemente positiva alcanzando los 0,6 puntos porcentuales en el 2002, sería ligeramente negativa en el período abarcado por las proyecciones.

Tras haber mostrado cierto vigor hasta mediados del 2002, el crecimiento del empleo total disminuyó en el último semestre del año, a medida que la prolongada debilidad de la actividad económica llevó a las empresas a realizar ajustes adicionales de sus plantillas. Se estima que durante el 2003 se llevarán a cabo algunos ajustes a la baja y que, en el 2004, el crecimiento del empleo iniciará una recuperación, siguiendo la evolución cíclica de la actividad económica con el desfase habitual. Las proyecciones indican que la oferta de trabajo aumentará como resultado de la elevación de las tasas de participación, aunque a un ritmo más pausado que en los últimos años, debido a que las condiciones de los mercados de trabajo son menos favorables. Las proyecciones en cuanto a la oferta de trabajo y al empleo apuntan a que la tasa de paro experimentará un ligero incremento a lo largo del horizonte contemplado.

#### Proyecciones sobre precios y costes

Conforme a los supuestos, la tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) descenderá hasta el

#### Cuadro 14

##### Proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación interanuales) <sup>1)</sup>

|                                    | 2002 | 2003       | 2004      |
|------------------------------------|------|------------|-----------|
| IAPC                               | 2,3  | 1,8 – 2,2  | 0,7 – 1,9 |
| PIB real                           | 0,9  | 0,4 – 1,0  | 1,1 – 2,1 |
| Consumo privado                    | 0,6  | 1,2 – 1,6  | 1,1 – 2,4 |
| Consumo público                    | 2,8  | 0,7 – 1,6  | 0,5 – 1,5 |
| Formación bruta de capital fijo    | -2,7 | -1,3 – 0,9 | 0,5 – 3,7 |
| Exportaciones (bienes y servicios) | 1,2  | 0,5 – 3,4  | 3,0 – 6,2 |
| Importaciones (bienes y servicios) | -0,5 | 1,6 – 5,0  | 3,5 – 6,9 |

1) Para cada variable y horizonte temporal considerado, los intervalos se basan en la diferencia absoluta media entre las cifras reales y las proyecciones formuladas anteriormente por los bancos centrales nacionales de la zona del euro.

1,8%-2,2% en el 2003, frente al 2,3% registrado en el 2002. Se estima que disminuirá adicionalmente hasta situarse en un intervalo comprendido entre el 0,7% y el 1,9% en el 2004. El cambio de tendencia del componente energético, tras el repunte transitorio alcanzado por los precios del petróleo en el primer trimestre del 2003, se desaceleraría de forma acusada y se traduciría en una contribución negativa a la inflación medida por el IAPC en el 2004. Este supuesto reflejaría en gran medida la reducción de los precios del petróleo en euros. Por el contrario, la tasa de variación del componente no energético se mantendría, en general, sin variación durante los restantes meses del 2003, en un nivel cercano al observado en el primer trimestre del año y disminuiría en el 2004, como resultado de la relajación de las presiones internas de los costes y de la repercusión retardada de la desaceleración de los precios de importación.

La tasa de variación interanual de los precios de importación siguió siendo negativa en el curso del 2002, como reflejo de las débiles presiones inflacionistas externas y de la apreciación del euro observada desde la primavera del 2002. Se espera que la disminución de los precios de importación continúe en el 2003, debido a la reciente apreciación del euro y a la caída de los precios del petróleo. Se proyecta que, en general, se mantendrán sin variación en el 2004.

Tomando en consideración los actuales acuerdos salariales, el crecimiento de la remuneración nominal por asalariado estimada permanecerá, en términos generales, sin variación durante el período abarcado por las proyecciones. Por lo tanto, las proyecciones sobre los costes laborales unitarios reflejan ampliamente la recuperación cíclica de la productividad laboral. Durante el 2002, la productividad laboral registró un repunte y el crecimiento de los costes laborales unitarios inició un descenso, coincidiendo con la desaceleración del crecimiento del empleo. Las proyecciones reflejan que, a medida que la actividad económica recobre dinamismo, el crecimiento de la productividad laboral se intensificará y retornará a tasas próximas a su media a largo plazo hacia el final del horizonte contemplado. En consecuencia, el crecimiento de los costes laborales unitarios disminuiría en el 2004. En un contexto de débil actividad económica y de reciente apreciación del euro, los márgenes se mantendrían contenidos en el 2003 y se ampliarían en cierta medida en el 2004, a medida que la recuperación económica cobre impulso.

Como resultado de los factores mencionados con anterioridad, se proyecta que la tasa de variación del deflactor del PIB a precios de mercado, que por definición refleja el comportamiento de los costes laborales unitarios, los márgenes y los impuestos indirectos, se reducirá hasta situarse en un intervalo comprendido entre el 1,9% y el 2,1% en el 2003, desde el 2,4% correspondiente al 2002, y entre el 1,2% y el 2% en el 2004.

## Recuadro 9

### Comparación con las proyecciones de diciembre del 2002

La variación más importante que se ha producido con respecto a los supuestos de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en el *Boletín Mensual* de diciembre del 2002 se refiere a la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro, como reflejo de la revalorización del euro en torno a un 11% desde noviembre del 2002. Otras variaciones importantes relativas a los supuestos se refieren a la reducción de aproximadamente 90 puntos básicos, tanto de los tipos de interés a corto plazo como de las expectativas de los mercados sobre los tipos de interés a largo plazo. Asimismo, los supuestos sobre el crecimiento de los mercados de exportación fuera de la zona del euro se han revisado a la baja alrededor de un punto porcentual para el 2003 y de 0,5 puntos porcentuales para el 2004.

Los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real han sido objeto de una corrección a la baja, tanto para el 2003 como para el 2004, que se explica fundamentalmente por la combinación de dos factores. El primero de ellos consiste en la modificación de los supuestos utilizados en las proyecciones sobre el tipo de cambio del euro y el comercio internacional, que indican una disminución de la demanda de las exportaciones fuera de la zona del euro y, por lo tanto, también una reducción de la inversión, a pesar de la revisión a la baja de los supuestos sobre los tipos de interés. El segundo factor es la ralentización de la actividad económica observada en los primeros meses del 2003 en comparación con las proyecciones de diciembre del 2002. En este contexto, las actuales proyecciones contemplan un mayor ajuste de los balances del sector empresarial.

El intervalo correspondiente a la tasa de variación interanual del IAPC para el 2004 se ha revisado a la baja, debido en gran medida a la corrección al alza de los supuestos sobre los tipos de cambio efectivos nominales del euro y a la corrección a la baja de las proyecciones sobre la demanda interna de la zona del euro. La revisión de las tasas medias de variación interanuales del IAPC también se ha visto afectada por el componente energético del IAPC. El repunte transitorio que registraron los precios del petróleo en el primer trimestre del 2003 eleva de forma mecánica la tasa media de variación del componente energético en el 2003, pero la reduce en el 2004. La revisión de los costes de los factores internos de la zona del euro sigue siendo limitada. Tomando en consideración los actuales acuerdos salariales, el crecimiento de la remuneración nominal por asalariado se ha corregido sólo ligeramente a la baja con respecto a las proyecciones de diciembre del 2002. En conjunción con el menor crecimiento de la productividad laboral, las proyecciones sobre los costes laborales unitarios en el 2003 han sido, por lo tanto, revisadas ligeramente al alza.

### Comparación de las proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación interanuales)

|                           | 2002      | 2003      | 2004      |
|---------------------------|-----------|-----------|-----------|
| IAPC – Junio 2003         | 2,3       | 1,8 – 2,2 | 0,7 – 1,9 |
| IAPC – Diciembre 2002     | 2,1 – 2,3 | 1,3 – 2,3 | 1,0 – 2,2 |
| PIB real – Junio 2003     | 0,9       | 0,4 – 1,0 | 1,1 – 2,1 |
| PIB real – Diciembre 2002 | 0,6 – 1,0 | 1,1 – 2,1 | 1,9 – 2,9 |

## Recuadro 10

### Previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organismos privados como organizaciones internacionales, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro, entre las que figuran los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica. Sin embargo, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que se basan en supuestos diferentes y no coinciden las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas. A diferencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, otras previsiones no están normalmente condicionadas por el supuesto de invariabilidad de los tipos de interés a corto plazo en el horizonte temporal contemplado. Además, en cuanto a los supuestos adoptados, las previsiones sobre las variables financieras y el entorno exterior pueden diferir. *Consensus Economic Forecasts* y la encuesta a expertos en previsión económica utilizan diversos supuestos no especificados.

Pese a los diferentes supuestos en que se basan, las previsiones de que se dispone actualmente realizadas por otras instituciones coinciden en señalar que se producirá una recuperación gradual de la actividad económica de la zona del euro a lo largo del curso del 2003, que dará lugar a una tasa de crecimiento interanual del PIB cercana al 1%. Las organizaciones internacionales prevén para el 2004 una tasa de crecimiento interanual del PIB del 2,3% al 2,4%, mientras que el *Consensus Economic Forecasts* y la encuesta de expertos en previsión económica estiman que la tasa de crecimiento será ligeramente inferior, situándola entre el 2% y el 2,1%, respectivamente. Para los dos años que abarca el horizonte temporal considerado, las previsiones disponibles sitúan la tasa de crecimiento en la parte superior del intervalo contemplado en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema. Debe tenerse en cuenta que estas previsiones fueron elaboradas con anterioridad a las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Por lo tanto, se basan en una información menos completa sobre la actividad económica del primer semestre del 2003, aunque las previsiones de la OCDE, del FMI y de la Comisión Europea también consideran una ligera revalorización del euro. Además, en las previsiones de la Comisión Europea figuran tasas de crecimiento interanuales no corregidas por el número de días laborables, que en el 2004 se situarán en torno a 0,3 puntos porcentuales por encima de las tasas de crecimiento corregidas por el número de días laborables utilizadas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Las demás previsiones no especifican si los datos están corregidos por el número de días laborables.

Todas las previsiones señalan una disminución gradual de los precios de consumo en el 2003, con una tasa media de inflación interanual entre el 2% y el 2,1%. Todas las previsiones disponibles estiman que la tasa de inflación descenderá a un nivel situado entre el 1,5% y el 1,7% en el 2004.

### Cuadro A: Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real de la zona del euro

(tasas de variación interanuales)

|                                            | Fecha de publicación |      | 2002 | 2003 | 2004 |
|--------------------------------------------|----------------------|------|------|------|------|
| Comisión Europea                           | Abril                | 2003 | 0,9  | 1,0  | 2,3  |
| FMI                                        | Abril                | 2003 | 0,8  | 1,1  | 2,3  |
| OCDE                                       | Abril                | 2003 | 0,9  | 1,0  | 2,4  |
| <i>Consensus Economics Forecasts</i>       | Mayo                 | 2003 | 0,8  | 1,0  | 2,0  |
| Encuesta a expertos en previsión económica | Abril                | 2003 | 0,9  | 1,0  | 2,1  |

Fuentes: Previsiones económicas de primavera del 2003 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril del 2003; *Economic Outlook* de la OCDE n.º. 73; *Consensus Economic Forecasts* y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

### Cuadro B: Comparación entre previsiones de inflación de los precios de consumo de la zona del euro

(tasas de variación interanuales)

|                                            | Fecha de publicación |      | 2002 | 2003 | 2004 |
|--------------------------------------------|----------------------|------|------|------|------|
| Comisión Europea                           | Abril                | 2003 | 2,2  | 2,1  | 1,7  |
| FMI                                        | Abril                | 2003 | 2,3  | 2,0  | 1,5  |
| OCDE                                       | Abril                | 2003 | 2,4  | 2,0  | 1,6  |
| <i>Consensus Economics Forecasts</i>       | Mayo                 | 2003 | 2,3  | 2,0  | 1,6  |
| Encuesta a expertos en previsión económica | Abril                | 2003 | 2,2  | 2,0  | 1,7  |

Fuentes: Previsiones económicas de primavera del 2003 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril del 2003; *Economic Outlook* de la OCDE n.º. 73; *Consensus Economic Forecasts* y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

## 6 Entorno macroeconómico mundial, tipos de cambio y balanza de pagos

### La actividad económica mundial permanece estancada

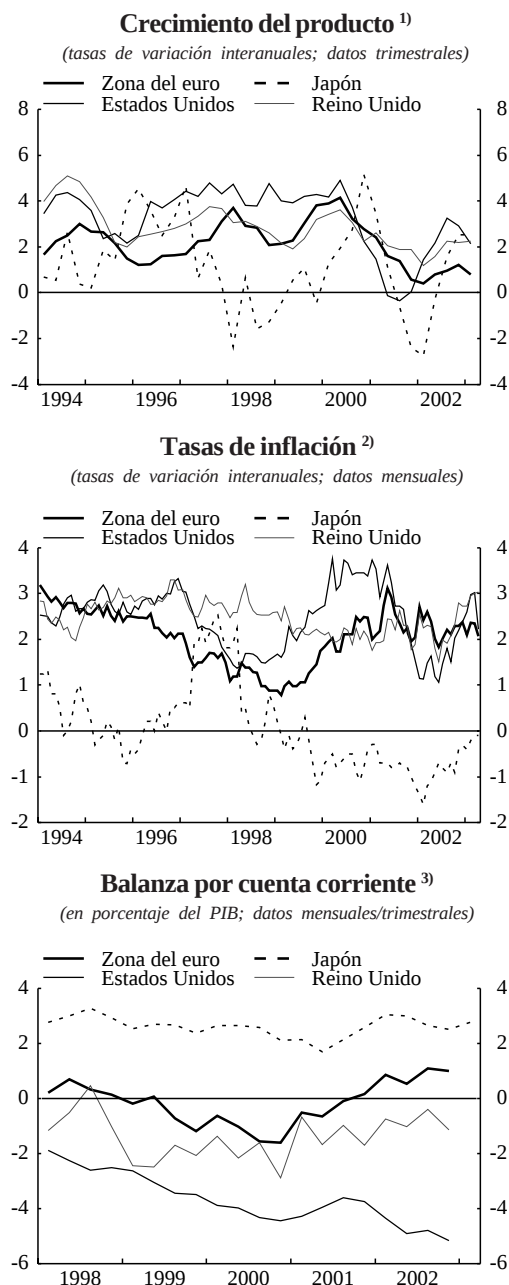
Las estimaciones disponibles indican que el crecimiento del PIB real mundial durante el primer semestre del 2003 se ha mantenido a los niveles observados a finales del 2002, previéndose un incremento únicamente en el segundo semestre del presente año. En los grandes países industrializados, se espera que, durante el año 2003, el crecimiento del PIB real continúe por debajo de su tendencia por tercer año consecutivo. Además, aún no existen evidencias de que la recuperación sea autosostenida. En particular, el crecimiento ha perdido vigor en Estados Unidos, a consecuencia de la moderación de la demanda interna del sector privado. A pesar de la dificultad de mantener relaciones comerciales con unas economías industrializadas más débiles en su conjunto, es preciso hacer un reconocimiento cada vez más explícito de la capacidad de recuperación de los países de Asia, excluido Japón, como uno de los principales soportes de la actividad económica mundial (véase gráfico 44).

Con respecto a las perspectivas de crecimiento económico, en todos los países industrializados resulta importante prever en qué momento comenzará a recuperarse la inversión, puesto que el atenuado ritmo de esta variable ha sido hasta ahora un factor determinante de la lenta recuperación de la economía mundial. La corrección en curso de los desequilibrios acumulados durante el último período de intenso crecimiento, incluidos unos significativos excesos de capacidad productiva y de apalancamiento, continuará —junto con la resaca del estallido de la burbuja de los mercados bursátiles— afectando negativamente a la inversión en el corto plazo.

En lo referido a los riesgos que afectan al crecimiento económico mundial, cabe señalar que, aunque parecen haberse reducido los riesgos geopolíticos, subsiste la inquietud sobre los posibles efectos de la epidemia de neumonía en las economías asiáticas. Además, la existencia de los déficit gemelos en Estados Unidos añade más incertidumbre al panorama internacional.

### Gráfico 44

#### Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro y Reino Unido, datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales.

2) Hasta diciembre de 1995, los datos de la zona del euro son estimaciones del IAPC basadas en datos de los IPC nacionales; a partir de entonces, son datos del IAPC. Para el Reino Unido se utiliza el índice de precios al por menor, excluida la vivienda (RPIX).

3) Para la zona del euro y el Reino Unido se utilizan datos del BCE y de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Para todos los países, las cifras corresponden a los datos desestacionalizados sobre el PIB y la balanza por cuenta corriente.

Dentro del análisis por países es de destacar que los datos preliminares de la economía de Estados Unidos indican que el ritmo de crecimiento económico continuó siendo moderado a comienzos del año 2003. El PIB real creció un 1,6% durante el primer trimestre del presente año (en tasa intertrimestral anualizada). El principal factor que contribuyó a ese crecimiento fue una caída sustancial de las importaciones, que compensó con creces la reducción de las exportaciones. Los incrementos del gasto de consumo personal, de la inversión fija en vivienda y del gasto público también realizaron una aportación positiva, aunque más modesta, al crecimiento del PIB real.

Durante los cuatro primeros meses del 2003, las Administraciones Públicas registraron un déficit presupuestario de 93 mm de dólares, una cifra situada más de tres veces por encima del déficit contabilizado durante el mismo período del año 2002. A finales del mes de mayo, el Congreso aprobó unas medidas de estímulo fiscal con un coste estimado de 350 mm de dólares a lo largo de los diez próximos años. Se prevé que estas medidas proporcionen un estímulo fiscal en torno a 70 mm de dólares (0,7% del PIB) en el 2003 y a 150 mm de dólares (1,5% del PIB) en el 2004.

De cara al futuro, el signo del limitado conjunto de datos disponible en este momento, que ya incorpora los efectos de una reducción de la incertidumbre geopolítica relacionada con la guerra en Iraq, continúa siendo dispar. Por lo que hace al gasto de las empresas, la confianza empresarial, medida con arreglo a los índices del Institute for Supply Management (ISM), aumentó ligeramente en mayo, pero sin mostrar señales de una recuperación significativa del gasto de capital. Además, la producción industrial cayó en abril un 0,5% (en tasa intermensual) y la utilización de la capacidad alcanzó mínimos históricos, lo que sugiere la inexistencia de incentivos en las empresas para ampliar su capacidad productiva. Sin embargo, la mejor situación financiera de las empresas estadounidenses, a la que contribuyeron sus esfuerzos en la contención de costes y un cierto aumento de la capacidad de fijación

de precios resultante de la depreciación del dólar, constituye un factor positivo que debería estimular el gasto de capital una vez se intensifique la demanda interna.

En cuanto al consumo privado, los datos publicados recientemente sugieren una escasa probabilidad de que el gasto de los hogares se acelere de forma significativa a corto plazo. Si bien la confianza de los consumidores —medida tanto por el índice de la Universidad de Michigan (con datos posteriores a final de la guerra en Iraq) como por el índice elaborado por el Conference Board— experimentó una considerable recuperación desde los mínimos registrados antes de la guerra, la situación de debilidad del mercado de trabajo se ha acentuado. La tasa de desempleo aumentó hasta el 6% en abril, mientras que las cifras de ocupación no agrícola registraron su tercera caída mensual consecutiva, habiéndose producido la pérdida de unos 500.000 empleos en total desde enero del 2003. Es probable que la reciente desaceleración observada en el crecimiento del salario real que perciben los hogares, junto al débil crecimiento del crédito al consumo, refuerce la tendencia a la moderación del crecimiento del consumo privado.

A consecuencia de la brusca caída de los precios de la energía, la inflación interanual, medida por el IPC, disminuyó 0,8 puntos porcentuales en abril, hasta el 2,2%, invirtiendo así la tendencia alcista iniciada en octubre del 2002. La inflación, medida por el IPC, excluidos los alimentos y la energía, mantuvo su tendencia a la baja, situándose en el mes de abril en el 1,5%. Se espera que la reducida utilización de la capacidad productiva y el moderado crecimiento de los salarios contribuyan a mantener las presiones inflacionistas relativamente contenidas a medio plazo. La transmisión de ciertos impulsos adicionales procedentes de la caída de los precios del petróleo también podría contribuir a la citada evolución.

En lo relativo a la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió, en su reunión del 6 de

mayo, mantener sin variación, en el 1,25%, el tipo de interés de referencia de los fondos federales, el mismo nivel observado desde noviembre del pasado año.

En Japón, la actividad económica acentuó su desaceleración, como resultado del menor vigor de las exportaciones. En el primer trimestre del 2003, el crecimiento del PIB real, en tasa intertrimestral, frenó su avance, tras haber registrado un crecimiento positivo del 0,5% durante el cuarto trimestre del 2002. Esta desaceleración se ha debido, en gran medida, a la notable disminución del crecimiento intertrimestral de las exportaciones, desde un +4,5% en el cuarto trimestre del pasado año hasta un -0,5% en el primer trimestre del 2003. Esta evolución refleja, básicamente, el debilitamiento de las exportaciones a Estados Unidos, especialmente de automóviles, mientras que las exportaciones hacia Asia continuaron siendo relativamente intensas. El saldo neto exterior realizó una aportación negativa de 0,2 puntos porcentuales al crecimiento total del PIB japonés, mientras que la contribución de la demanda interna fue de 0,2 puntos porcentuales positivos. El consumo privado -apoyado en una nueva caída de la tasa de ahorro- y el gasto de inversión continuaron con sus aportaciones positivas al crecimiento. Por el contrario, la inversión pública registró un fuerte descenso (-3,5% en tasa intertrimestral), como reflejo de los intentos por reducir el tradicional gasto en obras públicas.

De cara al futuro, se espera que, a corto plazo, la economía japonesa se mantenga en una situación de relativa debilidad. Si acaso, podría observarse cierta aceleración moderada del crecimiento más adelante este año, impulsada principalmente por una intensificación de la demanda externa, que se transmitiría sólo de forma gradual a la demanda interna. Sin embargo, las perspectivas se ven ensombrecidas por un conjunto de riesgos, entre los que destacan la incertidumbre existente sobre la economía de Estados Unidos y los posibles efectos de la neumonía asiática sobre la demanda en la región. Asimismo, la fragilidad del sector financiero —ilustrada por la reciente inyección de capital realizada por el gobierno en un gran banco, incapaz de satisfacer los requerimientos míni-

mos de capital a finales de marzo— continúa influyendo de forma negativa sobre las perspectivas de la economía japonesa.

En cuanto a la evolución del nivel de precios, las presiones deflacionistas siguen azotando la economía nipona. En abril, la tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos, se situó en el -0,4%, tras registrar una media del -0,7% durante los tres meses anteriores. Al mismo tiempo, el deflactor del PIB cayó un 3,5% en tasa interanual en el primer trimestre del 2003, perpetuando así la tendencia a la baja observada a lo largo del año 2002.

En este contexto, el Banco de Japón ha tomado dos medidas adicionales de naturaleza cuantitativa y orientación expansiva, el 30 de abril y el 20 de mayo, incrementando su banda de objetivos para el saldo vivo de las cuentas corrientes en dicho Banco hasta un intervalo aproximado de 27 a 33 billones de yenes. Asimismo, el 25 de marzo, el Banco de Japón decidió aumentar, de 2 a 3 billones de yenes, el importe máximo de las acciones que adquirirá a los bancos comerciales. Además, en su reunión del 8 de abril, el Banco de Japón anunció que estudiará —como medida transitoria— la posible adquisición de bonos de titulización de activos dentro de sus operaciones en el mercado monetario, prestando especial atención a los bonos de titulización de los activos de las pequeñas y medianas empresas. En sus esfuerzos por evitar turbulencias en los mercados financieros, el Banco de Japón acordó, el 17 de mayo, inyectar liquidez a un gran banco, tras haber adoptado la Agencia de Servicios Financieros medidas correctoras urgentes.

En el Reino Unido, el crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo hasta un 0,2% en el primer trimestre del 2003, por lo que su tasa de crecimiento interanual se ha situado en el 2,2%. El gasto de los hogares se desaceleró, de una forma bastante pronunciada, hasta una tasa intertrimestral del 0,4%, tras un prolongado período de intenso crecimiento. Esta evolución es, en apariencia, el reflejo de la reciente desaceleración del crecimiento de la renta real disponible, así como de un incipiente enfriamiento del mercado de la vivienda. Al mismo tiempo,

las caídas de los precios de las acciones en los últimos años también podrían haber moderado el consumo privado. La formación bruta de capital fijo se redujo levemente durante el primer trimestre del año, a pesar de observarse cierta mejoría en la inversión empresarial. Las exportaciones no experimentaron cambios en el primer trimestre, tras haber sufrido una acusada contracción en el último trimestre del año 2002. La desfavorable evolución de las exportaciones del Reino Unido parece ser el reflejo de la debilidad de la economía mundial.

La inflación, medida por el índice de precios al por menor excluido el pago de intereses hipotecarios (RPIX), se ha mantenido desde noviembre del 2002 por encima del objetivo del 2,5%. Tras un incremento medio del 2,9% en el primer trimestre, el RPIX creció en abril a una tasa interanual del 3%. Esta subida de la inflación por encima del objetivo refleja, fundamentalmente, un aumento de los precios de los combustibles y de la depreciación del valor de la vivienda, asociado a incrementos previos de los precios del petróleo y de la vivienda. Además, la subida del impuesto municipal sobre la vivienda registrada en abril del presente año —mucho mayor que en el año 2002— contribuyó también al aumento de la inflación medida por el RPIX. La inflación interanual, medida por el IAPC, que alcanzó en abril una tasa del 1,5%, se situó considerablemente por debajo de la inflación medida por el RPIX, lo que obedece al diferente tratamiento que ambos índices otorgan a los componentes relativos a la vivienda. Desde el recorte de tipos de interés acordado el 6 de febrero de 2003 (de 0,25 puntos porcentuales, para dejarlo en el 3,75%), el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido sin cambios el tipo que aplica a sus cesiones temporales.

De cara al futuro, el crecimiento de la producción podría sustentarse en una mayor contribución del saldo neto exterior, un intenso crecimiento del gasto público y, posiblemente, una recuperación gradual de la inversión, al tiempo que parece probable una moderación del crecimiento del consumo privado. Aún persisten incertidumbres en torno a las perspectivas económicas mundiales, y a los efectos de la depre-

ciación de la libra esterlina sobre la producción y la inflación futuras. Los riesgos de un deterioro de la situación económica están relacionados con la evolución esperada del gasto de consumo y de los precios de la vivienda.

En Dinamarca, el crecimiento intertrimestral del PIB real ascendió a un 0,4% en el primer trimestre del 2003, desde el 0,1% registrado en el cuarto trimestre del 2002. Esta evolución obedeció, principalmente, a una variación positiva de las existencias, así como a un continuo crecimiento del saldo neto exterior. Tras un aumento medio del 2,8% en el primer trimestre del presente año, la inflación, medida por el IAPC, se redujo hasta una tasa interanual del 2,5% en el mes de abril, debido principalmente a la caída de los precios del petróleo.

Durante el primer trimestre del 2003, el PIB real creció en Suecia un 0,6% en tasa intertrimestral, en comparación con el 0,4% registrado en el cuarto trimestre del pasado año, lo que ha resultado en una tasa de crecimiento interanual del PIB real del 2,2%. La demanda interna (incluida la variación de existencias) ha impulsado el crecimiento de la producción, aunque la contribución del saldo neto exterior también pasó a ser positiva. A consecuencia de la caída de los precios de la energía, la inflación interanual, medida por el IAPC, descendió hasta el 2,3% en abril del 2003, en comparación con una tasa media del 2,9% registrada durante el primer trimestre del año en curso.

Los datos publicados recientemente en Suiza han confirmado la presente debilidad de la actividad económica. Tras sufrir una contracción del 0,7% (en tasa intertrimestral anualizada) durante el cuarto trimestre del 2002, el PIB real se redujo un 1% en el primer trimestre del 2003, a consecuencia de una nueva caída de la inversión y de una disminución sustancial de las exportaciones. Además, los indicadores adelantados y los índices de confianza no están sugiriendo ninguna mejora de la situación a corto plazo. En cuanto a la evolución del nivel de precios, el reciente descenso de los precios del petróleo ha contribuido a una significativa reducción de la inflación. La tasa de inflación interanual bajó en mayo hasta el 0,4%, en comparación con el 0,7% del mes de abril y el 1,3% de marzo.

Aunque afectado de manera considerable por la debilidad económica de la zona del euro, el crecimiento de los países adherentes a la UE más importantes ha mantenido un ritmo relativamente intenso. La demanda interna se mantiene como el principal motor impulsor del crecimiento, mientras que las políticas fiscales expansivas han continuado siendo un importante factor explicativo del actual vigor registrado por el crecimiento del consumo privado. Tras la apreciación del euro frente al dólar y la caída de los precios del petróleo, las presiones inflacionistas se han atemperado notablemente en la mayor parte de los países adherentes.

El análisis por países permite comprobar que el crecimiento del PIB real aumentó ligeramente en Hungría durante el último trimestre del pasado año, estimulado por un vigoroso crecimiento del consumo privado. Es probable que la demanda interna continúe impulsando el crecimiento de la economía durante el año 2003, dado que se estima que el ajuste fiscal actualmente previsto sólo tenga efectos limitados durante el presente año. A pesar de la fortaleza de la demanda interna, las presiones inflacionistas han disminuido considerablemente, debido a unos precios del petróleo más reducidos y a una menor inflación importada. En la República Checa, el crecimiento del PIB real se ralentizó en cierta medida durante el segundo semestre del 2002. La actividad económica podría experimentar una recuperación gradual a lo largo del presente año. Las principales incertidumbres son las relativas a la actual situación económica internacional y al futuro ritmo de saneamiento del déficit presupuestario. Como resultado de diversos factores, incluidas una reducida inflación importada y una caída pronunciada de los precios agrícolas en origen, la inflación interanual medida por los precios de consumo ha sido negativa en los cuatro primeros meses del 2003, aunque se espera que repunte moderadamente a medida que avance el año. En Polonia, el crecimiento del PIB real volvió a aumentar en el cuarto trimestre del 2002, en consonancia con las expectativas previas, impulsado por un consumo privado vigoroso y por una favorable evolución del sector exportador. Las señales de mejora observadas en el sector empresarial podrían anticipar una recuperación de

la demanda de inversión. Las presiones inflacionistas han continuado disminuyendo de forma acusada, de modo que la tasa de inflación interanual de los precios de consumo se redujo hasta el 0,3% en abril del presente año.

En Turquía, la recuperación cobró un impulso adicional en el cuarto trimestre del 2002 y al inicio del 2003. Las bases del repunte de la actividad económica se están ampliando progresivamente, como lo demuestra la aceleración de los consumos privado y público, así como la notable recuperación de la formación bruta de capital fijo. La tasa de inflación interanual, tras experimentar paulatinas reducciones durante el segundo semestre del pasado año, se ha estabilizado en la actualidad a niveles justo por debajo del 30%.

En Rusia, el crecimiento económico volvió a aumentar en el cuarto trimestre del 2002 y a comienzos del presente año, puesto que los elevados precios del petróleo registrados en el período previo a la guerra en Iraq tuvieron efectos positivos sobre la economía rusa, mejorando así sus perspectivas. Existen varios indicadores que sugieren una intensificación de la actividad económica, incluido el fuerte crecimiento de las ventas al por menor y de la producción industrial registrado en el primer trimestre del 2003. Con respecto al nivel de precios, la tasa de inflación interanual se redujo hasta situarse ligeramente por debajo del 15% en el primer trimestre del presente año. Aun así, se mantuvo por encima de la banda de objetivos contemplada para el año en curso.

En los países de Asia, excluido Japón, la evidencia preliminar ha mostrado que la epidemia de neumonía asiática ha comenzado a tener efectos negativos sobre la actividad económica, especialmente en el sector del turismo y en las ventas al por menor. Las economías más afectadas, en potencia, por la enfermedad son las de Singapur, China y la RAE de Hong Kong. Al mismo tiempo, las últimas estadísticas macroeconómicas publicadas indican que la evolución económica de la región ha seguido siendo boyante, impulsada por el crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, se perciben señales crecientes de

que el vigor de la demanda interna ha comenzado a moderarse en algunos países.

El crecimiento económico de China continúa siendo el más veloz de la región. En abril del 2003, el PIB real creció un 8,9% en tasa interanual, tras haber registrado un incremento del 9,9% durante el primer trimestre del año. La evolución del citado mes de abril obedeció, principalmente, al fuerte crecimiento de las exportaciones y de la inversión en activos fijos (33,3% y 28,9% en tasas interanuales, respectivamente). Las presiones deflacionistas continuaron moderándose durante 2003, puesto que los precios de consumo aumentaron en abril un 1% en tasa interanual por cuarto mes consecutivo, desde el 0,9% registrado en el mes de marzo.

El gobierno de Corea estima que el crecimiento del PIB real se habrá reducido hasta un 4% en tasa interanual en el primer trimestre del 2003, desde el 6,8% en tasa interanual registrado en el último trimestre del pasado año. Las exportaciones han continuado impulsando la expansión durante el primer trimestre del año en curso, con una tasa de crecimiento interanual del 17,5% en el mes de marzo. Sin embargo, la demanda interna ha seguido desacelerándose, como respuesta, en parte, al incremento de las tensiones geopolíticas con Corea del Norte, que afectaron negativamente tanto al gasto de consumo como de inversión. En Singapur y Taiwan, el crecimiento del PIB real se ralentizó durante el primer trimestre, hasta el 1,6% y el 3,2% en tasas interanuales, respectivamente. Esta desaceleración del crecimiento económico se debió, básicamente, a una moderación del ritmo de expansión de la demanda interna, dado que las exportaciones continuaron creciendo con rapidez en el primer trimestre. En fechas más recientes, las ventas al por menor se han visto afectadas negativamente por la neumonía asiática en ambos países, mientras que el crecimiento de las exportaciones parece haber perdido vigor.

Aunque las perspectivas económicas de la región asiática, excluido Japón, continúan siendo, en general, positivas para el 2003, los riesgos

que afectan a la actividad económica siguen manteniendo un sesgo hacia la debilidad. En particular, la epidemia de neumonía asiática cuenta con potencial suficiente para inducir un deterioro a corto plazo de los resultados económicos. Entre otros factores externos adversos se incluyen las tensiones con Corea del Norte y el riesgo de una desaceleración de la demanda externa.

En América Latina, las últimas informaciones disponibles confirman la mejora en curso de la situación económica. El PIB real de México registró un crecimiento interanual del 2,3% en el primer trimestre del 2003, la tasa más alta desde que la economía salió, aproximadamente hace un año, de una recesión. La recuperación económica ha permitido una estabilización de la situación del mercado de trabajo, habiéndose mantenido la tasa de desempleo por debajo del 3% durante el primer trimestre del presente año. A pesar de estos resultados positivos, la evolución de la economía mexicana continúa dependiendo en gran medida de la economía de Estados Unidos, mientras que la moderación de los precios del petróleo y la apreciación del peso representan riesgos de deterioro de las perspectivas del país. En Brasil, con un crecimiento en marzo de la producción industrial de tan sólo un 1,1% en tasa interanual, parece haberse asistido a una cierta pérdida de vigor de la economía, desde la fortaleza exhibida en el último trimestre del 2002. En Argentina, tras la expansión de la producción manufacturera registrada por sexto mes consecutivo en abril, con una tasa interanual del 20,1%, la recuperación económica parece hallarse ya en curso. Queda por confirmar si esta recuperación, que ha venido impulsada por las exportaciones tras la acusada depreciación del tipo de cambio registrada el pasado año, podrá sostenerse en los próximos meses.

### **El euro se apreció en mayo**

En mayo, el euro experimentó una apreciación generalizada con respecto a las monedas de la totalidad de sus principales socios comerciales y, en especial, frente al dólar. Hacia finales de ese mes y en los primeros días de junio, la mo-

neda única fluctuó frente a la mayoría de las principales divisas en torno a los niveles existentes en el momento de su nacimiento.

El euro se apreció frente al dólar estadounidense en mayo (véase gráfico 45). En el transcurso del mes, los participantes en el mercado aparentemente centraron su atención en las señales que sugerían una recuperación económica a ritmo lento en Estados Unidos —a tenor del signo dispar de los datos macroeconómicos publicados— en un entorno de déficit por cuenta corriente persistente y de déficit presupuesta-

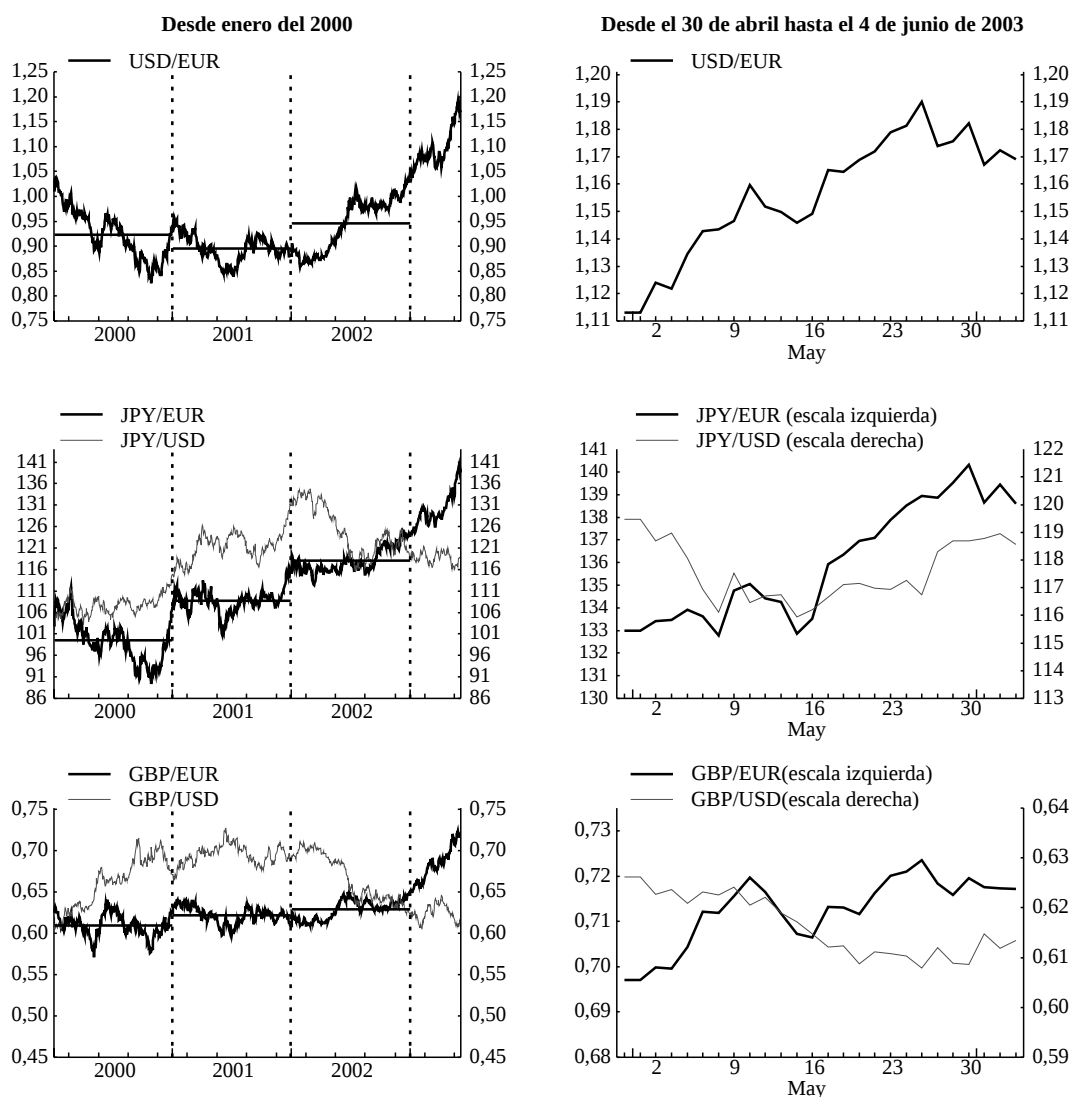
rio creciente. A comienzos de junio, el dólar se estabilizó, como resultado de la publicación en Estados Unidos de datos más favorables de lo previsto, especialmente sobre el clima inversor. El día 4 de junio, el euro cotizaba a 1,17 dólares, esto es, un 5% más que a finales del mes de abril del 2003 y un 23,6% por encima de la media del año 2002.

El yen japonés de depreció frente al euro en mayo, como reflejo, en buena medida, de la evidencia de una continua desaceleración del crecimiento económico nipón, a consecuencia, en parte, de los

## Gráfico 45

### 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.

efectos adversos de la atonía de la demanda mundial sobre las exportaciones japonesas (véase gráfico 45). Frente al dólar estadounidense, la divisa japonesa se apreció de forma moderada. El día 4 de junio, el euro cotizaba a 138,60 yenes, un 4,2% más que a finales de abril y un 17,4% por encima de la media del año 2002.

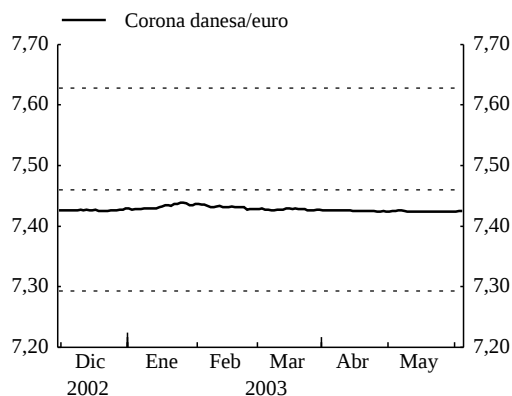
El euro también se apreció frente a la libra esterlina en un entorno de desaceleración de la actividad económica en el Reino Unido, a tenor de lo sugerido por las cifras macroeconómicas publicadas, especialmente de las relativas al gasto de los hogares y al sector exportador. El 4 de junio, el euro cotizaba a 0,72 libras esterlinas, es decir, un 2,9% más que a finales de abril y un 14,1% por encima de la media del año 2002.

Por lo que respecta a las otras monedas europeas, la corona danesa continuó fluctuando dentro de un estrecho intervalo situado ligeramente por debajo de su paridad central dentro del MTC II (véase gráfico 46). Desde finales del mes de abril, el euro ha permanecido estable, en líneas generales, frente a la corona sueca, al tiempo que experimentaba una apreciación de un 1,6% frente al franco suizo.

#### Gráfico 46

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

(datos diarios)



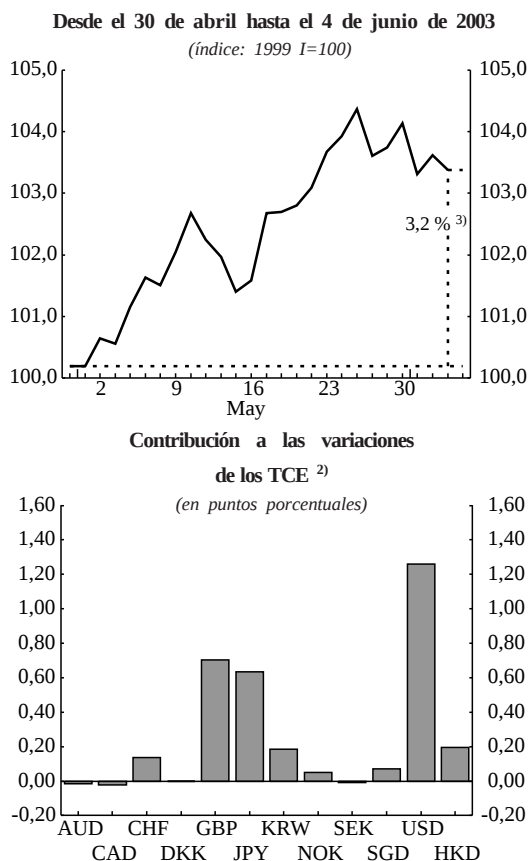
Fuente: BCE.

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 47

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

(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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

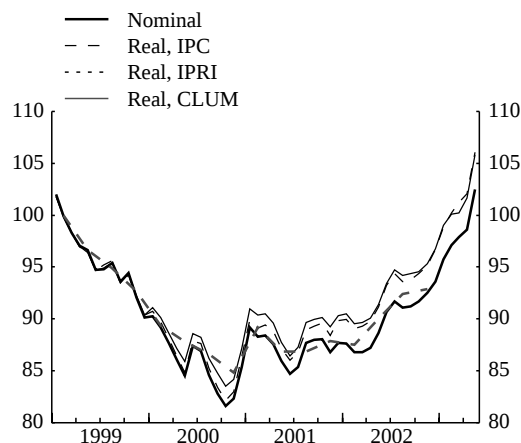
3) Esta cifra representa la apreciación efectiva del índice de tipos de cambio del euro durante el período de referencia.

Como reflejo de la apreciación del euro frente a las monedas de la totalidad de sus principales socios comerciales, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única —medido frente a las monedas de los doce principales socios comerciales de la zona del euro— se situaba, el 4 de junio, un 3,2% por encima del nivel observado a finales de abril y en torno a un 15% por encima de la cotización media del año 2002 (véase gráfico 47). La evolución de los tipos de cambio efectivos reales del euro, deflactados por el IPC, el IPRI y los CLUM, continuó reflejando de manera muy estrecha la trayectoria seguida por los tipos de cambio efectivos nominales (véase gráfico 48). Contemplada en perspectiva histórica, esta evolu-

## Gráfico 48

### Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro <sup>1)</sup>

(datos mensuales/trimestrales; índice: 1999 I=100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a mayo del 2003. En el caso de los TCE reales, basados en los CLUM, las últimas observaciones, basadas en parte, en estimaciones, corresponden al cuarto trimestre del 2002.

ción ha permitido una reversión de los índices de tipo de cambio efectivo real del euro hacia sus valores medios de largo plazo, conforme se muestra con mayor detalle en el recuadro 11.

### La balanza por cuenta corriente se tornó deficitaria en el primer trimestre del 2003

En marzo del 2003, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit de 1,2 mm de euros, en comparación con un superávit de 7,4 mm de euros en marzo del 2002. Este menor superávit fue el resultado de una reducción de 8,9 mm de euros en el superávit de la balanza de bienes, que quedó compensada, sólo en parte, por la disminución del déficit de la balanza de transferencias corrientes y por el cambio de signo del saldo de la balanza de servicios, que pasó de déficit a superávit (véase cuadro 15).

## Recuadro 11

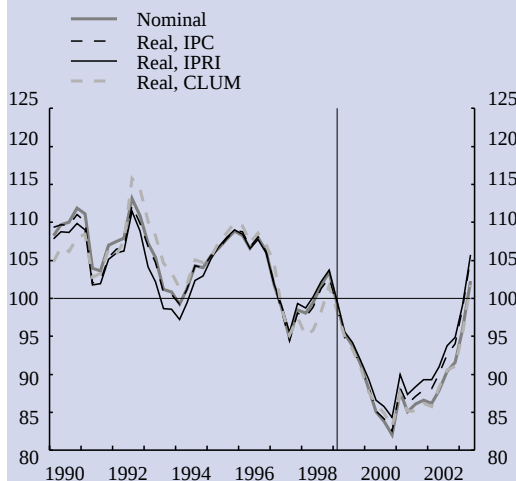
### Evolución de los tipos de cambio efectivos del euro en una perspectiva histórica

Tras marcar mínimos históricos en octubre del año 2000, el tipo de cambio del euro se ha apreciado desde entonces de una forma bastante sostenida —aunque notablemente más en el transcurso del año 2002 y en la primera mitad del 2003—. Esta apreciación ha sido particularmente acusada frente a las monedas de los tres principales socios comerciales de la zona del euro, es decir, Estados Unidos, el Reino Unido y Japón. Más concretamente, y utilizando como referencia las cotizaciones medias del año 2002, el euro se ha apreciado desde entonces más de un 23,5% frente al dólar estadounidense, casi un 17,5% respecto al yen japonés y en torno a un 14% frente a la libra esterlina, y el 4 de junio de 2003 cotizaba en tono a sus niveles iniciales frente a estas divisas. También ha sido sustancial la apreciación del euro frente a las monedas asiáticas incluidas en el índice de tipo de cambio efectivo calculado con respecto al grupo reducido de los doce principales socios comerciales de la zona del euro. En conjunto, esta evolución se ha traducido en una apreciación efectiva nominal del euro de alrededor de un 15% con respecto a la media del año 2002.

A fin de proceder a una adecuada valoración de la magnitud —sustancial— de estas fluctuaciones recientes de los tipos de cambio, resulta idóneo examinarlas desde una perspectiva histórica más dilatada. En este contexto, la apreciación del euro registrada hasta ahora parece ser una corrección de su valor desde unos niveles bastante reducidos y, en ese sentido, se ha tratado de una evolución ampliamente esperada. Un análisis de la evolución de los tipos de cambio efectivos a largo plazo del euro, tanto en términos nominales como reales, confirma este extremo. El gráfico A muestra el tipo de cambio efectivo nominal del euro desde 1990, así como tres tipos de cambio efectivos reales, deflactados —respectivamente— por el IPC, el IPRI y el índice de costes laborales unitarios en el sector manufacturero (CLUM). Estos indicadores, calculados con respecto a las monedas del grupo reducido de países, muestran que la posición competitiva internacional de las empresas de la zona del euro, tanto en precios como en costes, ha alcanzado recientemente un nivel similar a su promedio desde 1990. Este resultado se obtiene con independencia del índice de precios (IPC o IPRI) o de costes (CLUM) utilizado.

**Gráfico A: Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (históricos) <sup>1)</sup>**

(datos trimestrales; índice: media I 1999 = 100)

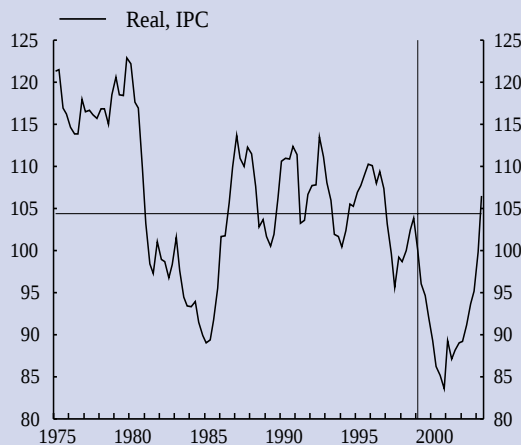


Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro. Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre del 2003. Para los TCE reales, las observaciones más recientes son estimaciones, a excepción de los TCE reales basados en los CLUM, para los que las últimas dos observaciones son estimaciones.

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

(datos trimestrales; índice: media I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro. Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre del 2003 y son estimaciones. La línea horizontal indica la media desde 1975.

El gráfico B corrobora de nuevo dicho resultado, al adoptar una perspectiva a más largo plazo, a partir de 1975. También, con respecto a este período más dilatado, el actual nivel del tipo de cambio efectivo real (deflactado mediante el IPC) del euro se encuentra próximo a su valor medio, mientras que el nivel observado en octubre del 2000 se corresponde con su mínimo histórico de largo plazo.

Así pues, parece que la apreciación del euro —contemplada desde la perspectiva que aportan las experiencias históricas pasadas (testigos, a veces, de ajustes muy pronunciados de los tipos de cambio)— ha situado a la moneda única dentro de un intervalo de niveles compatibles, en líneas generales, con sus valores medios a largo plazo.

La balanza por cuenta corriente registró un déficit de 2,1 mm de euros en el primer trimestre del 2003, en comparación con un superávit de 12 mm de euros contabilizado en el primer trimestre del año anterior. Este cambio de signo fue consecuencia de una reducción del superávit de la balanza de bienes (desde 26,7 mm de euros en el primer trimestre del 2002 hasta 14,3 mm de euros en el mismo trimestre del presente año) y de un incremento del déficit de la balanza de rentas (desde 7,4 mm de euros hasta 13,8 mm de euros). Esta evolución se vio compensada, en parte, por el cambio de signo del saldo de la balanza de servicios, que pasó de registrar un déficit (4,7

mm de euros) a contabilizar un pequeño superávit (0,3 mm de euros). La variación observada en la balanza de bienes durante el primer trimestre del 2003 obedeció a un incremento interanual del 4,2% de las importaciones de bienes en términos nominales —relacionado, en parte, con el notable aumento de los precios del petróleo en ese período—, combinado con una disminución de las exportaciones en términos nominales del 1,1%.

Por lo que hace a la evolución intermensual a partir de los datos desestacionalizados, la balanza por cuenta corriente registró un déficit de 1,7 mm de euros en marzo del 2003, frente a un

**Cuadro 15****Balanza de pagos de la zona del euro***(mm de euros; datos sin desestacionalizar)*

|                                                                    | 2002<br>Ene - Mar | 2002<br>Mar | 2003<br>Ene - Mar | 2003<br>Ene | 2003<br>Feb | 2003<br>Mar |
|--------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Cuenta corriente</b>                                            | 12,0              | 7,4         | -2,1              | -6,5        | 3,2         | 1,2         |
| Ingresos                                                           | 416,5             | 142,0       | 410,6             | 143,3       | 130,8       | 136,5       |
| Pagos                                                              | 404,6             | 134,5       | 412,7             | 149,7       | 127,6       | 135,3       |
| Bienes                                                             | 26,7              | 13,5        | 14,3              | 0,8         | 8,9         | 4,6         |
| Exportaciones                                                      | 254,9             | 91,8        | 252,0             | 81,8        | 83,1        | 87,2        |
| Importaciones                                                      | 228,2             | 78,3        | 237,7             | 80,9        | 74,2        | 82,6        |
| Servicios                                                          | -4,7              | -0,8        | 0,3               | -0,4        | -0,1        | 0,8         |
| Exportaciones                                                      | 72,5              | 25,1        | 74,2              | 25,2        | 22,9        | 26,1        |
| Importaciones                                                      | 77,3              | 25,9        | 73,9              | 25,6        | 23,0        | 25,2        |
| Rentas                                                             | -7,4              | -0,8        | -13,8             | -10,1       | -2,6        | -1,2        |
| Transferencias corrientes                                          | -2,6              | -4,4        | -2,9              | 3,1         | -3,0        | -3,1        |
| <b>Cuenta de capital</b>                                           | 3,2               | 0,3         | 1,9               | 2,1         | -0,9        | 0,7         |
| <b>Cuenta financiera</b>                                           | -8,2              | 17,9        | -26,3             | -15,6       | -13,8       | 3,1         |
| Inversiones directas                                               | -16,0             | -8,1        | -6,1              | -0,9        | 2,8         | -8,0        |
| En el exterior                                                     | -55,5             | -27,4       | -31,7             | -10,9       | -5,4        | -15,3       |
| Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos    | -41,6             | -27,9       | -16,0             | -6,7        | -5,0        | -4,3        |
| Otro capital, principalmente préstamos entre empresas relacionadas | -13,9             | 0,5         | -15,7             | -4,2        | -0,4        | -11,0       |
| En la zona del euro                                                | 39,5              | 19,3        | 25,6              | 10,0        | 8,2         | 7,3         |
| Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos    | 26,3              | 20,2        | 16,6              | 8,4         | 5,5         | 2,7         |
| Otro capital, principalmente préstamos entre empresas relacionadas | 13,1              | -0,9        | 9,0               | 1,6         | 2,7         | 4,7         |
| Inversiones de cartera                                             | -35,8             | 6,4         | 14,4              | -5,5        | -0,8        | 20,7        |
| Acciones y participaciones                                         | 2,3               | 1,9         | 16,7              | 16,2        | 2,7         | -2,1        |
| Activos                                                            | -32,1             | -9,9        | 8,6               | 2,0         | -0,1        | 6,7         |
| Pasivos                                                            | 34,5              | 11,7        | 8,1               | 14,1        | 2,8         | -8,8        |
| Valores distintos de acciones                                      | -38,1             | 4,5         | -2,4              | -21,7       | -3,5        | 22,8        |
| Activos                                                            | -42,9             | -19,0       | -59,1             | -24,7       | -20,4       | -14,0       |
| Pasivos                                                            | 4,8               | 23,5        | 56,7              | 3,0         | 16,9        | 36,8        |
| Pro memoria:                                                       |                   |             |                   |             |             |             |
| Inversión neta total directa y de cartera                          | -51,8             | -1,7        | 8,3               | -6,4        | 2,0         | 12,7        |
| Derivados financieros                                              | 2,5               | -2,9        | 0,4               | -1,0        | 1,0         | 0,4         |
| Otras inversiones                                                  | 44,1              | 22,7        | -47,0             | -9,6        | -22,3       | -15,0       |
| Activos de reserva                                                 | -3,1              | -0,2        | 12,0              | 1,5         | 5,4         | 5,0         |
| <b>Errores y omisiones</b>                                         | -6,9              | -25,6       | 26,6              | 20,0        | 11,6        | -4,9        |

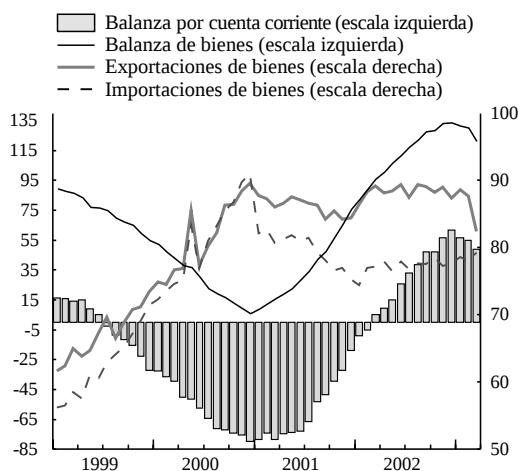
Fuente: BCE.

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

### Gráfico 49

#### 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.

superávit de 1,9 mm de euros contabilizado en el mes precedente. El superávit de la balanza de bienes experimentó un considerable descenso (desde 9,7 mm de euros en febrero hasta 3,2 mm de euros en marzo), como reflejo, básicamente,

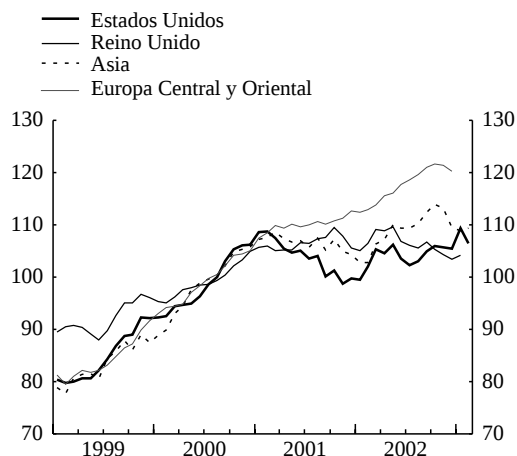
de una notable caída de las exportaciones en términos nominales (desde 87,7 mm de euros hasta 82,4 mm de euros), combinada con un pequeño incremento de las importaciones, al tiempo que los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes registraban valores levemente inferiores a los contabilizados durante el mes precedente.

La considerable disminución de las exportaciones en términos nominales registrada en marzo sigue la senda de caída marginal de esta variable observada en el segundo semestre del pasado año (véase gráfico 49). Sin embargo, la magnitud del descenso de las exportaciones en términos nominales en marzo es de difícil interpretación y debería examinarse con cierta cautela. Ello obedece a que los resultados de marzo podrían haberse visto afectados por un posible impacto transitorio sobre la demanda externa de la incertidumbre política derivada de la crisis de Iraq. Desde una perspectiva a más largo plazo, las exportaciones en términos reales fuera de la zona del euro se han mantenido prácticamente constantes desde el segundo semestre del pasado año, coincidiendo con una demanda externa débil y la pérdida de competitividad en precios resultante de la apreciación del euro. Los últimos datos disponibles, hasta febrero del 2003, sobre intercambios comerciales en términos reales muestran que las cifras de exporta-

### Gráfico 50

#### Exportaciones de la zona del euro en términos reales a otros socios comerciales <sup>1)</sup>

(2000 = 100; medias móviles de tres meses desestacionalizadas)



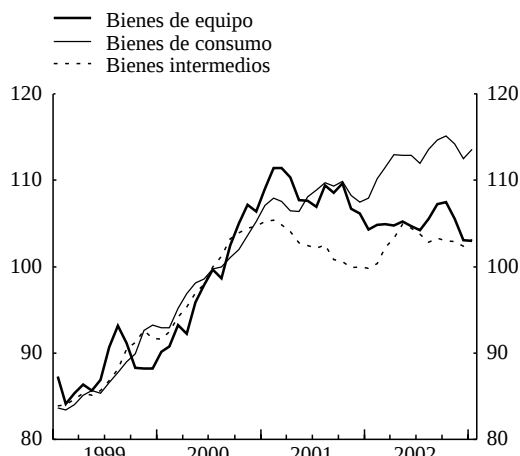
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a febrero del 2003.

### Gráfico 51

#### Exportaciones de la zona del euro en términos reales por categorías de bienes <sup>1)</sup>

(2000 = 100; medias móviles de tres meses desestacionalizadas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a enero del 2003.

ciones en términos reales hacia muchos de los principales mercados de exportación de la zona del euro han estado cayendo recientemente o han permanecido estancadas (véase gráfico 50). El detalle por categorías de bienes exportados permite también comprobar la debilidad en los últimos meses de las exportaciones en términos reales de bienes de capital, de consumo e intermedios (véase gráfico 51). Mientras tanto, durante el mismo período, los precios de exportación se redujeron, lo que sugiere que los exportadores de la zona del euro recortaron sus márgenes al objeto de compensar, en parte, la pérdida de competitividad en precios resultante de la apreciación del euro.

Al mismo tiempo, también ha continuado la atonía de las importaciones de bienes en términos nominales, reflejando tanto un estancamiento de las importaciones en términos reales, como un ligero descenso de los precios de importación. Da la impresión de que la debilidad de la demanda de la zona del euro, especialmente en lo que hace a las categorías de gasto intensivas en importaciones, tales como la inversión y las exportaciones, podría haber compensado el efecto favorable sobre las importaciones en términos reales que, *ceteris paribus*, tendría que derivarse de la apreciación del euro. Mientras tanto, la presión a la baja sobre los precios de importación resultante de la apreciación del euro parece haber sido compensada, en parte, por la subida de los precios del petróleo registrada durante el primer trimestre del 2003. Sin embargo, de cara al futuro, una considerable presión bajista sobre los precios de importación debiera materializarse en lo que resta del presente año, como consecuencia de los efectos retardados de la apreciación del euro y —de mantenerse— de la reciente caída de los precios del petróleo.

#### **Entradas netas de inversiones de cartera en el primer trimestre del 2003**

El agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 12,7 mm de euros en marzo del 2003 (véase cuadro 15). Esta cifra fue el reflejo de las entradas netas contabilizadas en la rúbrica de inversiones de cartera (20,7 mm de euros), puesto que las inversiones

directas registraron unas salidas netas de 8 mm de euros, básicamente como resultado de operaciones de inversión directa en el exterior.

La evolución de las inversiones de cartera se debió, principalmente, a las abultadas adquisiciones netas (36,2 mm de euros) de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de inversores no residentes, que compensaron con creces las considerables adquisiciones netas por parte de inversores de la zona del euro de bonos y obligaciones emitidos por no residentes. Los flujos transfronterizos de instrumentos del mercado monetario mantuvieron un tono discreto en marzo del 2003. En cuanto a las acciones y participaciones, las operaciones realizadas tanto por inversores residentes como por no residentes en la zona del euro muestran que ha tenido lugar una repatriación de fondos hacia los mercados internos, posiblemente como resultado de la incertidumbre geopolítica generada por la crisis de Iraq durante este período.

El saldo agregado de los flujos de inversiones directas y de cartera pasó de registrar salidas netas en el primer trimestre del 2002 (51,8 mm de euros) a contabilizar entradas netas en el mismo período del presente año (8,3 mm de euros). Este cambio de signo obedeció, básicamente, a la evolución de las inversiones en valores distintos de acciones, cuyas salidas netas experimentaron una disminución en este período, desde 38,1 mm de euros hasta 2,4 mm de euros, como consecuencia del aumento de las adquisiciones de valores distintos de acciones de la zona del euro por parte de inversores extranjeros. Esta evolución está en consonancia con el cambio observado en el año 2002, cuando los inversores extranjeros incrementaron sus adquisiciones de valores distintos de acciones de la zona del euro. Por el contrario, los flujos transfronterizos de acciones y participaciones han venido reduciéndose debido a la caída de las cotizaciones bursátiles en todo el mundo.

# Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria

*En octubre de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE anunció los elementos principales de su política monetaria orientada a la estabilidad. La estrategia consiste en una definición cuantitativa de estabilidad de precios y un marco basado en dos pilares para el análisis de los riesgos que la afectan. Transcurridos más de cuatro años, el Consejo de Gobierno ha juzgado útil realizar una valoración de la misma, a la luz de la experiencia adquirida. El 8 de mayo de 2003, el Consejo de Gobierno confirmó su definición de estabilidad de precios: 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. Asimismo declaró que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirige sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, aunque cercano, al 2% a medio plazo. Por otra parte, el Consejo de Gobierno confirmó que sus decisiones de política monetaria seguirán fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios, que comprende tanto el análisis económico como el monetario y, por tanto, mantiene el enfoque de dos pilares en que se basa para la organización, valoración y contraste de la información relevante para la política monetaria. La estructura del comunicado preliminar del presidente previo a la conferencia de prensa mensual del BCE se ha modificado a fin de ilustrar más claramente esta perspectiva. El Consejo de Gobierno decidió también que la revisión del valor de referencia del agregado monetario amplio dejará de realizarse con periodicidad anual.*

## I Introducción

El 8 de mayo de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE anunció el resultado de su evaluación de la estrategia de política monetaria del BCE<sup>1</sup>. Esta evaluación, llevada a cabo tras haber dirigido satisfactoriamente durante más de cuatro años la política monetaria de la zona del euro, ha tomado en consideración el debate público y una serie de estudios realizados por los expertos del BCE<sup>2</sup>. El resultado de esta valoración ha confirmado los elementos principales de la estrategia anunciada en 1998: su definición cuantitativa de la estabilidad de precios y los dos pilares en que se basa el análisis general de los riesgos para la misma<sup>3</sup>. No obstante, el Consejo de Gobierno decidió aclarar al público determinados aspectos de dicha estrategia.

El Consejo de Gobierno confirmó su definición de estabilidad de precios: «un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro», y que «la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Además, el Consejo de Gobierno especificó la orientación de su política monetaria en el marco de la definición y declaró que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, el BCE dirige sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, aunque cercano, al 2% a medio plazo. Con esta aclaración, el Consejo de Gobierno destacó su compromiso de mantener un margen de seguridad suficiente que

sirva de protección contra los riesgos de deflación, tomando en cuenta otras consideraciones relevantes.

El Consejo de Gobierno confirmó también que sus decisiones de política monetaria seguirán fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios, basado en un marco articulado sobre dos pilares. Los dos pilares son: el *análisis económico* dirigido a identificar los riesgos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios y el *análisis monetario* dirigido a valorar la tendencia de medio a largo plazo de la inflación, en razón de la estrecha relación existente entre el dinero y los precios en horizontes temporales amplios. El Consejo de Gobierno

1 Véase la nota de prensa del BCE «La estrategia de la política monetaria del BCE», de 8 de mayo de 2003.

2 El BCE publicó en su sitio web, el día del anuncio, una serie de estudios elaborados por sus expertos, que han servido de base para las deliberaciones del Consejo de Gobierno relativas a la estrategia de política monetaria del BCE. La nota «Perspectiva general de los estudios en que se basa la reflexión sobre la estrategia de política monetaria del BCE» resume las conclusiones principales extraídas de estos documentos.

3 Véase la nota de prensa del BCE titulada «A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB», 13 de octubre de 1998; el artículo titulado «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad» publicado en el Boletín Mensual del BCE, enero 1999; el artículo titulado «Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE», publicado en el Boletín Mensual del BCE, noviembre 2000; y el libro titulado «La Política Monetaria del BCE», Banco Central Europeo, 2001.

señaló que, a la hora de adoptar una posición unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios, continuará contrastando la información proveniente de ambos pilares. En lo que respecta al análisis monetario, el Consejo de Gobierno decidió, a fin de poner de relieve la naturaleza a más largo plazo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, que la revisión del valor de referencia dejará de tener carácter anual.

El presidente del BCE destacó el 8 de mayo que estas decisiones reflejan la experiencia satisfactoria de la estrategia de política monetaria del BCE desde su creación y garantizan plenamente la continuidad con las anteriores decisiones de política monetaria. Cabe destacar, como se aprecia en el gráfico 1, que las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios desde enero de 1999, manteniéndose en un intervalo comprendido entre el 1,7% y el 1,9%,

lo que constituye un excelente resultado en un contexto de perturbaciones adversas de los precios, como la considerable subida de los precios del petróleo entre 1999 y el 2000, una depreciación significativa del tipo de cambio del euro entre julio de 1999 y octubre del 2000 y acusados incrementos de los precios de los alimentos en el 2001<sup>4</sup>.

Cada vez es mejor la comprensión por parte del público de la estrategia de política monetaria del BCE, lo que refleja el esfuerzo del Eurosistema en relación con la comunicación, la experiencia práctica procedente de la dirección de la política monetaria y los progresos desde el punto de vista analítico relativos a la determinación y perfeccionamiento de los elementos de la estrategia. No obstante, la comunicación referida a algunos aspectos de esta estrategia ha resultado difícil de transmitir, lo que ha generado diversas controversias entre los analistas. Dichos aspectos han sido considerados en las deliberaciones del Consejo de Gobierno acerca de su estrategia.

## 2 La definición cuantitativa de estabilidad de precios

### Los aspectos principales de la definición

El artículo 105.1 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea asigna al BCE el objetivo primordial y prioritario de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. En octubre de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE anunció su definición cuantitativa de estabilidad de precios, que constituye un elemento clave de su estrategia de política monetaria.

Al referirse a «un incremento del IAPC inferior al 2%», la definición de estabilidad de precios establece claramente que tanto la inflación como la deflación son incompatibles con la estabilidad de precios. El límite superior quedó fijado nítidamente por encima de cero, en el 2%, a fin de incorporar un margen de seguridad contra la deflación. Esto constituye una medida de seguridad para la economía contra la posibilidad de que la política monetaria llegue a una situación en la que le resulte imposible responder adecuadamente a través

de su política de tipos a las perturbaciones negativas como consecuencia de la existencia de un límite inferior cero para los tipos de interés nominales. La definición de estabilidad de precios anunciada en octubre de 1998 no contenía un límite inferior específico para la tasa de inflación, en razón de la incertidumbre relativa a la magnitud de un posible sesgo en la inflación medida por el IAPC y a la posibilidad de que varíe a lo largo del tiempo. No obstante, mediante la fijación de un límite superior para la inflación claramente superior a cero, la política monetaria toma en consideración la posibilidad de que la inflación medida por el IAPC resulte ligeramente superior a la inflación real, como resultado de un sesgo de medición, reducido aunque positivo, en el índice de precios. Al mismo tiempo, el límite superior del 2% es lo bastante bajo como para permitir obtener los beneficios de la estabilidad de precios.

<sup>4</sup> Véase el recuadro titulado «Coincidencia de perturbaciones que han afectado a la inflación medida por el IAPC desde el inicio de la tercera fase de la UEM», *Boletín Mensual del BCE*, junio del 2002, p. 35.

Un aspecto fundamental de la política monetaria del BCE es que está orientada a lograr la estabilidad de precios a medio plazo, lo que implica el reconocimiento por parte del BCE de que la política monetaria no puede —y no debería en consecuencia— intentar ajustar la evolución de los precios en horizontes temporales cortos. Como se explica en el recuadro 1, la orientación a medio plazo permite asimismo a la política monetaria tomar en consideración la preocupación relativa a las fluctuaciones del producto, sin perjuicio para el logro de su objetivo primordial.

La decisión del Consejo de Gobierno de publicar la definición cuantitativa de estabilidad de precios ofreció a la opinión pública un punto de referencia a la hora de formar sus expectativas acerca de la inflación y de fijar el nivel de los precios y de los salarios. Como se ha apuntado anteriormente, esto ha contribuido a anclar sólidamente las expectativas de inflación de la zona del euro en niveles muy estables y compatibles con la definición de estabilidad de precios (véase el gráfico 1), además de a facilitar el funcionamiento de la política monetaria.

### La clarificación del 8 de mayo de 2003

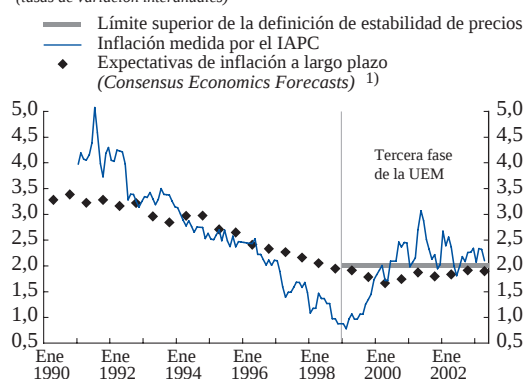
En su anuncio del 8 de mayo, el Consejo de Gobierno del BCE confirmó su definición de estabilidad de precios, al tiempo que puntualizó que, de acuerdo con su tenor, dirige sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación «próxima al 2% a medio plazo». Mediante esta aclaración, el Consejo de Gobierno subrayó que esta orientación de la política monetaria, es decir, el mantenimiento de la tasa de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al límite superior de la definición «constituye un margen de seguridad que sirve de protección contra los riesgos de deflación». Este margen de seguridad «contempla asimismo 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».

Esta aclaración hace referencia al compromiso explícito del BCE de mantener la inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo, y resulta plenamente coherente con la orientación de la política monetaria seguida hasta ahora, así como con la comprensión de los mercados de la

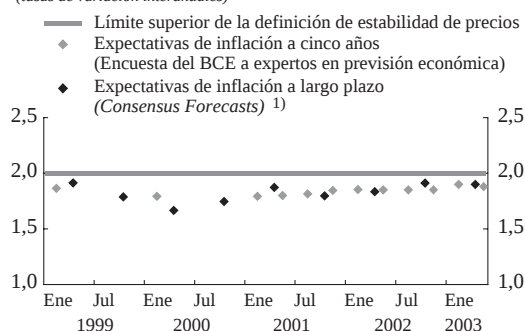
## Gráfico 1

### Expectativas de inflación a largo plazo e inflación en la zona del euro

**Diagrama A : Expectativas de inflación a largo plazo e inflación (1990-2003)**  
(tasas de variación interanuales)



**Diagrama B : Expectativas de inflación a largo plazo (1999-2003)**  
(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, Consensus Economics Forecasts y Encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

1) Hasta diciembre del 2002, la media ponderada de los cinco mayores países de la zona del euro, que representan más del 80% del PIB de la zona del euro.

política monetaria del BCE en el pasado, tal como reflejan las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro, que se han situado desde 1999 en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%.

### Los elementos que intervienen en la valoración de la definición de estabilidad de precios

Para adoptar su decisión del 8 de mayo, el Consejo de Gobierno del BCE ha valorado la experiencia relativa a la cuantificación del objetivo de estabilidad de precios, así como sus aspectos más relevantes: la elección de la medida del índice de precios adecuada para la política monetaria, los costes de la inflación y las razones para tolerar reducidas tasas de inflación positivas.

## Recuadro I

### La orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE

Toda economía está sujeta de forma permanente a perturbaciones difíciles de prever que afectan también a la evolución de los precios. Al mismo tiempo, la influencia de la política monetaria sobre los precios se produce siempre con un considerable retraso<sup>1</sup>. Por otra parte, estos retrasos no son uniformes, sino que dependen de las condiciones económicas existentes y, al igual que la mayoría de las relaciones económicas, son muy inciertos. Por tanto, resultaría imposible que los bancos centrales pudieran mantener en todo momento la inflación en un nivel específico o incluso que pudieran reconducirla al nivel deseado en un período muy corto. La política monetaria no dispone de herramientas necesarias para ajustar la evolución económica ni controlar los precios en horizontes temporales reducidos. Por el contrario, la política monetaria ha de actuar desde una perspectiva temporal amplia y sólo puede mantener la estabilidad de precios a más largo plazo. Esto constituye el fundamento de la orientación a medio plazo del BCE.

En este contexto, la elección de un horizonte específico predeterminado a los efectos de la gestión de la política monetaria sería arbitraria, puesto que el mecanismo de transmisión actúa a lo largo de un período variable e incierto. Por otra parte, la elección de un horizonte fijo resulta problemática, teniendo en cuenta que la respuesta óptima de la política monetaria para garantizar la estabilidad de precios depende siempre de la naturaleza e intensidad específica de las perturbaciones que afectan a la economía. En presencia de una serie de perturbaciones (por ejemplo, perturbaciones de la demanda que produzcan variaciones del producto y de los precios en la misma dirección) una pronta reacción de la política monetaria contribuirá no sólo al mantenimiento de la estabilidad de precios sino también a la estabilidad de la economía. Sin embargo, en presencia de perturbaciones económicas de otra naturaleza (por ejemplo, de factores de presión sobre los costes) el producto y los precios tienden a evolucionar en direcciones opuestas. Una respuesta excesivamente contundente de la política monetaria dirigida a restaurar la estabilidad de precios en un período muy reducido podría, en estas circunstancias, acarrear el riesgo de generar costes significativos en términos de volatilidad del producto y del empleo. En estos casos, existe un amplio consenso en cuanto a que una respuesta gradual de la política monetaria resulta adecuada para evitar introducir de forma innecesaria un alto grado de volatilidad en la actividad real. Por tanto, la orientación a medio plazo permite al BCE la flexibilidad necesaria para responder adecuadamente a perturbaciones económicas de distinta naturaleza. En concreto, contribuye a evitar introducir una volatilidad innecesaria en la economía y a la estabilidad del producto y del empleo, reflejando al mismo tiempo la preocupación por estos factores.

1) Para estimaciones recientes de la zona del euro véase el artículo titulado «Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE, de octubre del 2002.

### La elección del índice de precios

Con el fin de establecer un objetivo cuantitativo a efectos de política monetaria, un índice de precios debe contar con ciertas propiedades esenciales, entre ellas, credibilidad y transparencia —el público debe poder entenderlo fácilmente—, un elevado nivel de fiabilidad (por ejemplo, no estar sujeto a frecuentes revisiones) y que se publique con suficiente puntualidad y frecuencia. A fin de elegir un índice de precios que se acomodase a estos criterios en el conjunto de la zona del euro, el BCE decidió en 1998 utilizar el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) elaborado por Eurostat para definir la estabilidad de precios; es

decir, el índice general de precios de consumo que ha sido armonizado en todos los países de la UE.

El IAPC es el índice que mejor aproxima las variaciones que se van produciendo en el precio de una cesta representativa de bienes y servicios adquiridos por los hogares de la zona del euro. La utilización de este índice hace patente el compromiso del Eurosistema de contar con una protección plena y efectiva contra la pérdida de poder adquisitivo del dinero.

Se aduce en ocasiones que los bancos centrales deberían utilizar el denominado índice de inflación «subyacente» para definir su objetivo pri-

mordial<sup>5</sup>. Estas medidas excluyen los componentes más volátiles y otros factores de carácter transitorio de la inflación general, a fin de evidenciar la tendencia fundamental de la evolución de los precios. No obstante, la elección de una medida de la inflación subyacente para definir la estabilidad de precios no cumpliría los criterios característicos de un índice de precios adecuado a efectos de política monetaria, en particular el de transparencia. Además, resultaría una medida sumamente arbitraria, puesto que no existe ningún método único e indiscutible para obtener dichas estimaciones.

En todo caso, debiera resultar claro que el BCE, al definir su objetivo de estabilidad de precios en términos de tasa de inflación general, no dedica, en sus deliberaciones sobre política monetaria, una atención excesiva a la evolución de los precios a corto plazo. La orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE garantiza que el Consejo de Gobierno no tenga en cuenta la volatilidad de los precios a corto plazo a la hora de adoptar sus decisiones.

Todas estas razones llevan a confirmar que el IAPC es el índice adecuado para definir la estabilidad de precios. Asimismo, es importante que el BCE, en el marco de su análisis periódico, siga observando los subíndices del IAPC así como las medidas de la «inflación subyacente» como indicador de variables, ya que pueden, en ocasiones, ayudar a identificar la naturaleza de las perturbaciones que determinan la tendencia de la evolución de los precios a más largo plazo. Al mismo tiempo, esta función como indicador no debe confundirse con el papel que el IAPC desempeña como el índice de precios relevante para especificar la definición cuantitativa de la estabilidad de precios.

#### **Los costes de la inflación y las razones para tolerar una tasa de inflación reducida**

La elección de un valor cuantitativo específico para el objetivo que un banco central trata de alcanzar a medio plazo, requiere encontrar el equilibrio entre los costes de la inflación y las posibles razones para tolerar reducidas tasas de inflación positivas.

#### *Los costes de la inflación*

La inflación lleva aparejada costes considerables en términos de bienestar económico a través de diversas vías.

- La inflación interfiere en el papel de señalización de los precios relativos, particularmente cuando existen «rigideces nominales», reduciendo con ello la eficiencia de la asignación de recursos a través del mercado.
- Un aumento de la tasa de inflación podría incrementar la incertidumbre sobre la inflación y, en consecuencia, las primas de riesgo asociadas y los costes en términos de bienestar.
- Puesto que los sistemas fiscales no permiten por lo general la indiciación de los tipos impositivos con la tasa de inflación, los incrementos de la inflación intensifican los efectos distorsionadores de la imposición fiscal.
- La inflación incrementa los costes de «búsqueda» en que incurren los agentes a la hora de determinar la forma de conservar el valor del dinero utilizando instrumentos distintos de la tenencia de saldos líquidos, a fin de protegerse contra pérdidas reales de riqueza.
- En relación con determinados bienes y servicios, se generan costes específicos cada vez que se produce una variación de los precios, y una tasa de inflación superior implica una mayor frecuencia de variación de los precios.
- Dado que algunos grupos sociales tienen menos capacidad para protegerse contra la inflación, ésta repercute sobre la distribución de la renta y de la riqueza (por ejemplo, los efectos de redistribución de acreedores a deudores). A este respecto, son por lo general los grupos sociales más débiles los que sufren en mayor medida las consecuencias de la inflación.

Las estimaciones empíricas de la medida de los costes de la inflación no son uniformes, aunque tanto la evidencia como los estudios de que se

<sup>5</sup> Para un análisis más detallado véase el artículo titulado «Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro» publicado en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2001.

dispone confirman que la inflación supone costes considerables en términos de riqueza. Estudios más recientes sugieren que los costes de la inflación podrían superar lo estimado anteriormente, y muestran que incluso una tasa de inflación moderada podría suponer costes significativos. Existe, por tanto, un acuerdo generalizado en cuanto a que, exceptuando los factores que advierten contra el mantenimiento de tasas de inflación próximas a cero (véase más adelante), habría razones fundadas para apoyar una estabilidad de precios estricta (es decir, inflación cero).

#### *Razones para tolerar reducidas tasas de inflación positivas*

Aun teniendo en cuenta los significativos costes de la inflación, diversas razones sugieren que el mantenimiento de una moderada tasa de inflación positiva podría ser deseable. Se consideran por lo general tres razones principales: los riesgos de deflación y el límite inferior cero de los tipos de interés nominales, la posibilidad de un sesgo de signo positivo en la medición de la inflación, y la presencia de una flexibilidad limitada de los precios y las retribuciones laborales. Por otra parte, si no existe una total convergencia real entre las distintas regiones de una unión monetaria, pueden surgir diferenciales de inflación estructural entre ellas. En principio, dichos diferenciales podrían exacerbar las preocupaciones relativas a la fluidez del proceso de ajuste en algunas regiones. En los siguientes apartados se explica con más detalle los argumentos en que se basan.

#### *El límite inferior cero de los tipos de interés nominales y los riesgos de deflación*

Muchos de los motivos que originan los costes relacionados con la inflación, como las distorsiones de los precios relativos, resultan asimismo relevantes en situaciones de descenso sostenido del nivel de los precios. Sin embargo, una situación de deflación prolongada, —aunque poco probable en economías que no presentan desequilibrios macroeconómicos significativos—, podría implicar riesgos para la estabilidad de la evolución de la economía. Sobre todo, un período prolongado de deflación paralelo a una situación de debilidad del crecimiento podría constreñir la ges-

tión de la política monetaria del banco central, puesto que los tipos de interés nominales no pueden reducirse por debajo de cero. Sin duda, todo intento de fijar los tipos de interés nominales por debajo de cero fracasaría, puesto que el público preferiría mantener efectivo a constituir o mantener depósitos a tipos negativos. En una situación de deflación, la existencia de un límite inferior cero para los tipos de interés nominales limita el margen de maniobra del banco central para reducir los tipos de interés reales a fin de estimular la demanda y contrarrestar las presiones deflacionistas. La deflación podría, además, incrementar la carga real de la deuda de los hogares y las empresas y aumentar con ello los riesgos de inestabilidad financiera.

Aunque, incluso con tipos de interés nominal cero, hay margen para aplicar algunas medidas de política monetaria y se han propuesto diversas soluciones para escapar de una trampa deflacionaria, la eficacia de estas políticas alternativas no resulta clara. Esto indica que conviene a la política monetaria mantener un margen de seguridad contra la deflación, decantándose por una reducida tasa de inflación positiva en lugar de un nivel cero de inflación.

Varios estudios han tratado de valorar la probabilidad de que los tipos de interés nominales se sitúen en torno al límite inferior cero con objetivos de inflación del banco central en diversos niveles. La mayor parte de los estudios muestran que esta probabilidad es muy reducida cuando el objetivo del banco central está dirigido a mantener la tasa de inflación por encima del 1% a medio plazo<sup>6</sup>.

#### *Sesgo de medición en el índice de precios*

Los índices de precios de consumo, pueden estar sujetos a errores de medición por diversos motivos. Dichos errores pueden presentarse si los precios no se han ajustado convenientemente para adaptarse a variaciones de calidad o si las transacciones pertinentes permanecen sistemáticamente excluidas de la muestra utilizada para elaborar el índice. En el pasado, la estimación de estos erro-

<sup>6</sup> Otros estudios obtienen resultados distintos, si bien parece que sobreestiman el riesgo de una situación de tipos de interés nominal cercanos a cero, pues parten del supuesto de un equilibrio real de los tipos de interés que podría calificarse de excesivamente reducido, o asumen que la política monetaria no reacciona de forma adecuada en presencia de riesgos deflacionistas.

res o sesgos de carácter sistemático ha dado resultados positivos, aunque poco significativos, en relación con algunos países industrializados, sugiriendo que una tasa de inflación registrada de nivel cero podría implicar un nivel de precios real ligeramente inferior.

Las evidencias referidas al sesgo de medición del IACP de la zona del euro siguen siendo escasas, lo que refleja la brevedad de su existencia. Algunos estudios indican la probabilidad de que la magnitud del sesgo de medición sea reducida, aunque el grado de incertidumbre que subsiste en cuanto a dicha magnitud desaconseja señalar una cifra específica. Además, considerando las constantes mejoras de las propiedades del IACP de Eurostat, es probable que el sesgo se reduzca en el futuro. En conjunto, en comparación con consideraciones relacionadas con los riesgos de deflación, la posibilidad de que exista un sesgo de medición resulta de poca importancia a los efectos de establecer un margen de seguridad mediante tasas de inflación superiores a cero.

#### *Rigideces nominales a la baja en los precios y retribuciones salariales*

Las variaciones de los precios relativos constituyen un elemento clave para la asignación eficiente de los recursos en una economía de mercado. Los ajustes económicos de los precios relativos ante las perturbaciones podrían resultar demasiado tardíos si los salarios y los precios se ven sujetos a rigideces nominales a la baja, como por ejemplo una oposición a aceptar reducciones nominales de los precios y los salarios. En este sentido, se ha argumentado que una inflación moderada puede «facilitar» el ajuste de los precios relativos y, con ello, el ajuste real de la economía ante diversas perturbaciones.

Sin embargo, la importancia en la práctica de las rigideces nominales a la baja es considerablemente incierta y la evidencia empírica no es concluyente, en especial para la zona del euro. El análisis se ve considerablemente enturbiado por varios factores, en especial por la escasez de evidencia, ya que raramente se dan en la mayoría de los países períodos prolongados con tasas de inflación muy reducidas.

En cuanto a la fijación de precios, la evidencia basada en la distribución de las variaciones de los índices

de precios de la zona del euro indica que los recortes de los precios nominales son relativamente frecuentes. En cuanto a la fijación de salarios, los estudios empíricos, en general, han detectado cierta concentración de variaciones de los salarios en torno a cero, aunque también muestran una proporción importante de asalariados que ha experimentado recortes salariales. Estos últimos resultados reflejan probablemente la creciente importancia de los componentes flexibles de la retribución de los trabajadores —por ejemplo, la mayor implantación de sistemas de retribución basados en los resultados, y la compensación por horas extraordinarias— que debería suavizar el rigor de las rigideces nominales a la baja. Por otra parte, en la valoración de estas rigideces debería tenerse en cuenta el efecto del crecimiento positivo de la productividad en los costes laborales unitarios. Una tendencia positiva del crecimiento de la productividad permite a las empresas reducir los costes laborales por unidad de producción sin tener necesariamente que recortar los salarios nominales. Asimismo, puede argumentarse la posibilidad de que estas rigideces disminuyan, o incluso desaparezcan, en un contexto en el que se tienda de forma permanente y plenamente creíble a generar un entorno de inflación baja.

Por último, incluso si persistieran determinadas rigideces nominales a la baja, «acomodarlas» con una tasa de inflación más elevada podría suponer el riesgo de que esta poco deseable característica estructural de algunas economías «arraigase» más firmemente. Por el contrario, resulta crucial que las reformas estructurales estén encaminadas a incrementar la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo que permitan a todos los países de la zona del euro cosechar todos los beneficios de la estabilidad de precios.

Estas consideraciones sugieren que no debe sobreestimarse la importancia de las rigideces nominales a la baja en lo que respecta a su repercusión sobre el margen de seguridad para tasas de inflación tolerables.

#### *Diferenciales de inflación sostenidos en una unión monetaria*

En principio, los diferenciales de inflación entre regiones constituyen y deberían considerarse una

característica ordinaria de toda unión monetaria<sup>7</sup>, y son un elemento integrante del mecanismo de ajuste resultante de las perturbaciones de la oferta y de la demanda en la economía de las distintas regiones. En toda zona monetaria —ya sea una unión monetaria o un país determinado— la política monetaria no puede y no debería intentar corregir los diferenciales de inflación existentes entre sus regiones o ciudades. Por el contrario, en función del origen y de las causas de los diferenciales de inflación, puede ser necesario dar una solución a escala regional, a fin de evitar que éstos desemboquen en una situación perjudicial para las regiones a las que afecte.

Pese a ello, los diferenciales de inflación podrían tener un componente estructural en cada unión monetaria, derivado, por ejemplo, de diferencias en los niveles de renta y de la existencia de un proceso de convergencia de los distintos niveles de vida. Considerando estos inevitables diferenciales de inflación, se ha aducido que la política monetaria debería estar dirigida a lograr a medio plazo una tasa de inflación para el conjunto de la zona del euro lo suficientemente alta como para evitar que las regiones con tasas de inflación más reducidas se enfrenten a costes significativos asociados a rigideces nominales a la baja, o que entren en períodos prolongados de descenso de los precios. A la hora de evaluar los diferenciales de inflación sostenidos, se concede a menudo gran importancia a la hipótesis Balassa-Samuelson<sup>8</sup>. Dicha hipótesis sostiene que, en determinadas condiciones, los diferenciales de inflación sostenidos entre dos regiones pueden deberse a diferencias en la tasa relativa de crecimiento de la productividad de los sectores de productos comerciables y no comerciables de cada región. Dichos diferenciales del crecimiento de la productividad podrían derivar de un proceso de convergencia del nivel de vida de los distintos países de la zona del euro. En este sentido, el efecto Balassa-Samuelson refleja un «fenómeno de equilibrio» que no requiere, en principio, medidas correctivas.

Los estudios empíricos realizados para la zona del euro sugieren, aun cuando resulta difícil de estimar con precisión, que el alcance del efecto Balassa-Samuelson resulta limitado. La mayoría de las estimaciones empíricas de dicho efecto indican que la tasa media de inflación de los países con menor inflación sería inferior, como máximo, en

medio punto porcentual a la tasa media de inflación del conjunto de la zona del euro. Además, es posible que la magnitud del efecto Balassa-Samuelson en los países que actualmente forman parte de la zona del euro disminuya gradualmente en el futuro, dado el grado sustancial de convergencia entre los países en términos de PIB per cápita.

Con vistas a la posibilidad de ampliación de la zona del euro, es probable que la importancia global de este efecto siga siendo limitada considerando, sobre todo, el reducido peso relativo de la economía de los países adherentes en la zona del euro ampliada. Asimismo, estos países habrán de cumplir los criterios de convergencia como requisito para adoptar el euro, lo que supone demostrar que han alcanzado un grado de convergencia suficiente y que satisfacen las condiciones necesarias para mantener un entorno de inflación reducida previamente a la adopción del euro.

Además, parece muy improbable que un determinado país o una región concreta de la zona del euro entrara en una situación de descenso persistente de los precios de manera simultánea a la presencia de unas condiciones de estabilidad de precios en el conjunto de la zona. La existencia de esta situación en un país o región determinados, conllevaría un aumento significativo de su competitividad. Los efectos positivos asociados sobre la demanda de sus productos se verían contrarrestados por presiones a la baja sobre los precios, que disiparían toda expectativa de que esta situación se prolongase. Desde este punto de vista, los períodos de bajada de precios en un país integrado en una unión monetaria deberían considerarse fundamentalmente como un ajuste de los precios relativos en el seno de la unión monetaria. A este respecto, la cuestión a tener en cuenta en el marco de la gestión de la política monetaria es la de evitar situaciones que representen riesgos de deflación para el conjunto de la zona del euro.

7 En la zona del euro, la dispersión actual de la tasa de inflación entre los países que la integran resulta comparable, en términos generales, a la observada entre grandes regiones de los Estados Unidos. Véase el recuadro titulado «La dispersión de la inflación en los países de la zona del euro y en las áreas metropolitanas de Estados Unidos», publicado en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2003, p. 22-23.

8 Véase Balassa, B., «The purchasing power parity doctrine: a reappraisal», *The Journal of Political Economy*, 72, 584-596, diciembre 1964; y Samuelson, P., «Theoretical notes on trade problems», *Review of Economics and Statistics*, 46, 1964.

### 3 El análisis de los riesgos para la estabilidad de precios

#### Los aspectos principales del marco

El BCE ha explicado en todo momento que el enfoque que ha adoptado para la organización, valoración y contraste de la información relevante para la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios se articula sobre dos perspectivas analíticas, denominadas los «dos pilares». Este marco distingue entre, por un lado, el análisis monetario y, por otro, el análisis de otros indicadores, para lograr una valoración global de las perspectivas de la evolución de los precios. En el contexto del pilar monetario, que asigna un papel destacado al dinero, se anunció un valor de referencia para el crecimiento del agregado monetario amplio. Este marco basado en dos pilares se ha convertido, junto con la orientación a medio plazo, en una característica distintiva de la estrategia de la gestión de política monetaria del BCE. La comprensión de este enfoque por parte del público ha mejorado significativamente con el paso del tiempo.

#### La clarificación del 8 de mayo de 2003

Pese a ello, el Consejo de Gobierno decidió, el 8 de mayo, clarificar algunos aspectos del marco basado en dos pilares, respecto de los cuales se han planteado dificultades de comunicación en el pasado. El Consejo de Gobierno confirmó que sus decisiones de política monetaria seguirían fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios, articulado, como hasta ahora, sobre dos perspectivas complementarias sobre el funcionamiento de la economía: los «dos pilares» de la estrategia de política monetaria del BCE. Estas dos perspectivas recibirán en adelante la rúbrica de «análisis económico» y «análisis monetario», respectivamente. El Consejo de Gobierno manifestó que, con el paso del tiempo, el análisis realizado en el contexto de los dos pilares de la estrategia de política monetaria se ha ido ampliando y perfeccionando, en línea con la creciente disponibilidad de información referida a la zona del euro y las continuas mejoras de las herramientas técnicas, y seguiría haciéndose en el futuro. Asimismo, el Consejo de Gobierno clarificó la forma en la que integra las indicaciones procedentes de estas dos categorías analíticas

complementarias a la hora de adoptar una posición global unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En particular, señaló que el análisis monetario consiste principalmente en un instrumento para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, las indicaciones de corto a medio plazo procedentes del análisis económico.

A fin de reflejar adecuadamente en la comunicación externa el enfoque basado en dos pilares y el papel de contraste de información del análisis monetario, el Consejo de Gobierno anunció que el comunicado preliminar del presidente previo a la conferencia de prensa mensual del BCE tendría en lo sucesivo una nueva estructura. Comenzará con un análisis basado en una amplia gama de indicadores económicos y financieros dirigido a identificar los riesgos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios. 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. Al final de este comunicado se expondrá el contraste de la información procedente de estas dos perspectivas complementarias y una conclusión global sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

A fin de poner de relieve la naturaleza a más largo plazo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, el Consejo de Gobierno decidió asimismo que la revisión del valor de referencia dejará de tener carácter anual. Los motivos de estas decisiones se consideran en los siguientes apartados.

#### Los dos pilares

En 1998 la estrategia de política monetaria del BCE se formuló con objeto de garantizar que, en la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios, toda la información fuese tenida en cuenta y de que se prestase debida atención a diferentes perspectivas analíticas. El enfoque con dos pilares constituye un medio para transmitir al público la idea de diversificación del análisis y de garantizar la solidez de la adopción de decisiones sobre la base de distintas perspectivas analíticas.

Un argumento de peso a favor de adoptar el marco basado en dos pilares se refiere a la diferencia de las perspectivas temporales en el análisis de la evolución de los precios. El proceso de la inflación puede descomponerse a grandes rasgos en dos elementos: uno asociado con la interrelación entre los factores de la oferta y la demanda en frecuencias elevadas, y el otro conectado con las tendencias más duraderas y persistentes (véase el recuadro 2). Este último elemento está íntimamente relacionado, en el plano empírico, con la tendencia a medio plazo del crecimiento del dinero.

El análisis económico de corto a medio plazo, —que se centra en la actividad real y en las condiciones financieras— cuenta con las herramientas necesarias para estudiar las desviaciones a corto plazo de la inflación con respecto a su tendencia a largo plazo; no obstante, es frecuente que no resulte efectivo para detectar los mecanismos mediante los que los factores monetarios actúan en horizontes temporales amplios y, en consecuencia, para determinar dichas tendencias. Resulta, por tanto, necesario que en las deliberaciones sobre política monetaria se utilice información procedente de la evolución monetaria, que podría de otro modo no recibir la atención necesaria. En este sentido, el enfoque con dos pilares constituye un instrumento de compromiso a disposición del BCE para garantizar que, además de responder ante las distintas evoluciones económicas a medida que se manifiestan, el factor fundamental que determina el comportamiento de los precios en horizontes temporales amplios, —la tasa del crecimiento monetario—, está sometida a observación constante.

En los siguientes apartados de esta sección se expone la forma en la que las dos perspectivas complementarias del proceso de determinación de precios —incorporadas en el análisis económico y en el análisis monetario— se integran en la valoración final sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

### ***El análisis económico***

El análisis económico se centra principalmente en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los posibles riesgos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios, desde la perspectiva de la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de productos, de servi-

cios y de factores productivos en esos horizontes concretos. A este respecto, se presta la debida atención a la necesidad de identificar las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre las normas de fijación de los costes y los precios y las perspectivas de corto a medio plazo referidas a su propagación en la economía.

Las variables económicas y financieras que constituyen el objeto de este análisis incluyen, por ejemplo, la evolución del producto total, la demanda agregada y sus componentes, la política fiscal, la formación y el coste del capital, las condiciones de los mercados de trabajo, una amplia gama de indicadores de precios y de costes, la evolución del tipo de cambio, la economía global y la balanza de pagos de la zona del euro, los mercados financieros y las posiciones de balance de los sectores de la zona del euro. Todos estos factores contribuyen a valorar la evolución de la actividad real y la posible evolución de los precios en horizontes temporales cortos.

El análisis económico del BCE se ha aumentado y completado de forma significativa en el curso de los últimos años, como consecuencia, sobre todo, de los avances logrados en la obtención de datos financieros y reales para la zona del euro y en su procesamiento informático y analítico. Además, se ha elaborado una serie de modelos para mejorar la valoración y la comprensión de la evolución pasada y presente, para incrementar la fiabilidad de las previsiones a corto plazo y para respaldar las proyecciones macroeconómicas elaboradas periódicamente para la economía de la zona del euro. En este contexto, a raíz de la mayor disponibilidad de estadísticas de las cuentas financieras para la zona del euro, se ha venido prestando más atención a los indicadores de la posición neta de riqueza y de la posición financiera de los hogares y las empresas, considerándolas factores determinantes de las decisiones de consumo e inversión. Mediante el seguimiento de los nuevos datos y el empleo de las herramientas analíticas disponibles, se realiza y actualiza permanentemente una valoración exhaustiva de la situación económica y de las perspectivas para la zona del euro.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema desempeñan una función importante en el análisis económico, que continuará en el futuro, puesto que constituyen un

elemento importante en las deliberaciones del Consejo de Gobierno<sup>9</sup>. Las proyecciones macroeconómicas aportan un instrumento para estructurar y sintetizar una gran proporción de datos económicos y garantizar la coherencia entre las distintas fuentes de evidencia económica. A este respecto, desempeñan una función importante precisando la valoración de las perspectivas económicas y las fluctuaciones de corto a medio plazo de la inflación respecto de su tendencia. No obstante, no constituyen un instrumento exclusivo para la gestión de la política monetaria, puesto que no contienen toda la información relevante; en particular, la información procedente de los agregados monetarios no se integra con facilidad en el marco utilizado para la elaboración de las proyecciones.

El BCE ha confirmado que su política monetaria no debe reaccionar ante una única previsión a un horizonte temporal fijo. Por el contrario, la política monetaria ha de adaptar sus decisiones a la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, así como a su intensidad, su origen y la probabilidad de que se propaguen. En consecuencia, los tipos de interés oficiales han de evolucionar de modo que la trayectoria futura de la inflación se mantenga en línea con el objetivo de estabilidad de precios a medio plazo del ECB (véase el recuadro I). Otro argumento adicional se refiere al hecho de que el grado hasta el que las previsiones demuestran ser fiables tiende a descender significativamente a medida que se amplía la longitud del horizonte contemplado. En ocasiones, especialmente en presencia de incertidumbres acerca de la sostenibilidad de la evolución de los precios de los activos, podría resultar aconsejable que el banco central fije los tipos de interés considerando un período de tiempo significativamente más amplio que los horizontes temporales habituales.

Por otra parte, en la elaboración de las proyecciones se utilizan modelos que, por su naturaleza, no ofrecen una descripción completa de la situación económica. Las indicaciones facilitadas por estos procedimientos dependen, por lo general, de diversas condiciones cuyo control resulta a veces defectuoso. Por tanto, un elemento esencial del proceso de adopción de decisiones de política monetaria consiste en calibrar y comparar la fiabilidad de la información procedente de diversas fuentes. A fin de lograr una valoración global

de la situación económica y de las perspectivas de la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno debe disponer de una serie de técnicas y simulaciones de políticas basadas en diversos modelos, y servirse además de su criterio propio, atendiendo en particular a la probabilidad de que determinados escenarios hipotéticos lleguen a ser reales. A este respecto, centrarse exclusivamente en las previsiones sobre la inflación significaría infravalorar la complejidad intrínseca del proceso de adopción de decisiones y además no constituiría un instrumento transparente para la comunicación de dicha complejidad. En consecuencia, un análisis múltiple de las fuerzas vivas de la economía resulta preferible a la utilización de un único indicador.

### ***El análisis monetario***

En 1998, el BCE decidió individualizar el dinero de entre el conjunto de los indicadores clave seleccionados para su análisis detallado. Esta decisión se adoptó como resultado del reconocimiento de que el crecimiento monetario y la inflación presentan una íntima relación en los horizontes de medio a largo plazo. Esta irrefutable relación fue reconocida al objeto de proporcionar a la política monetaria un ancla nominal sólida y fiable en horizontes más amplios que los generalmente adoptados en la elaboración de previsiones de inflación. Así pues, la asignación de un papel destacado al dinero en el marco de la estrategia fue también un modo de definir su orientación a medio plazo.

Transcurridos más de cuatro años, los fundamentos económicos en los que se basó la asignación de un papel destacado al dinero siguen teniendo validez. Como se ha mencionado anteriormente, el hecho de que las variaciones de la tendencia a largo plazo del agregado monetario amplio sirvan para identificar la tendencia de la inflación en la zona del euro, sigue siendo un resultado consistente de las evaluaciones cuantitativas realizadas tanto dentro como fuera del BCE (véase el recuadro 2). Asimismo, la experiencia del Consejo de Gobierno con respecto a la gestión efectiva de la política monetaria ha venido a respaldar el concepto de que la adopción de decisiones de políti-

<sup>9</sup> Véase el recuadro titulado «La función de las previsiones y proyecciones macroeconómicas en el segundo pilar» en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2000 p. 57-58.

## Recuadro 2

### Dinero y precios a largo plazo

La relación de medio a largo plazo entre dinero e inflación en la zona del euro ha sido objeto de una serie de estudios recientes, que han utilizado un abanico de enfoques técnicos diferentes. En términos generales, estos estudios pueden clasificarse en tres categorías<sup>1</sup>.

Los estudios de la primera categoría se han centrado en la relación entre el crecimiento del dinero y la inflación desde la perspectiva de valorar si el proceso de la inflación en la zona del euro puede, al menos en parte, obedecer a factores relacionados con el crecimiento monetario. Mediante la aplicación de metodologías estadísticas apropiadas para desagregar una serie temporal en las contribuciones relativas de los componentes que actúan en horizontes temporales de distinta duración, se ha observado que las variaciones a largo plazo están estrechamente relacionadas con las tendencias a largo plazo del dinero. Por otra parte, se ha observado que la inflación de la zona del euro puede describirse mediante la relación de la curva de Phillips —es decir, una relación que explica la inflación en términos de índices de debilidad de la economía— complementada con un componente que refleje los movimientos de baja frecuencia del dinero. Esta relación se ha interpretado como una indicación de que, aunque las fluctuaciones de la inflación en la zona del euro están determinadas por factores asociados a la situación de la actividad en relación con su potencial a largo plazo, la tasa media de inflación a largo plazo guarda una estrecha correlación con el crecimiento monetario. Se han encontrado evidencias más sólidas en favor de una relación causal entre el dinero y la inflación en la zona del euro en horizontes más amplios, a través de la determinación de una medida de inflación subyacente. Dicha medida corresponde al componente persistente, o de «memoria a largo plazo», de la inflación y en el crecimiento en exceso del dinero en términos nominales.

Estos resultados, que confirman el principio de que, a largo plazo el dinero sólo repercute en los precios y no en el crecimiento del producto, se han visto respaldados por una segunda serie de documentos encaminados a descubrir las propiedades del dinero como indicador con respecto al comportamiento futuro de los precios. Desde esta perspectiva parece que existen evidencias convincentes de que el crecimiento de los agregados monetarios amplios contribuye a prever la inflación, particularmente en horizontes superiores a dos años. Asimismo, diversos indicadores monetarios pueden, de modo indirecto, suministrar información acerca de los riesgos para la estabilidad de precios a través de su impacto sobre variables económicas distintas de los precios, que con el tiempo pueden incidir sobre la formación de los precios. Por ejemplo, los agregados monetarios estrechos tienen propiedades como indicador adelantado en relación con las condiciones de la demanda y, por tanto, la evolución cíclica. Además, la existencia de tasas de crecimiento monetario y del crédito por encima de los niveles necesarios para mantener el crecimiento económico a un ritmo no inflacionario podría, en determinadas condiciones, apuntar a la aparición de desequilibrios financieros o a la formación de burbujas especulativas de los precios de los activos. Esta información podría indicar, en un estadio temprano, la formación de fuerzas desestabilizadoras con repercusiones adversas para la actividad y, a medio plazo, para los precios.

Los documentos de la tercera categoría recogen los resultados de investigaciones empíricas realizadas utilizando modelos de demanda monetaria. Estos modelos constituyen una herramienta para cuantificar la manera en la que la demanda de saldos monetarios se ve afectada por los factores fundamentales que la determinan, sobre todo, el PIB real y las estimaciones de los costes de oportunidad de mantener saldos líquidos. Asimismo, estos modelos pueden utilizarse para aislar el impacto cuantitativo de perturbaciones temporales para la preferencia por la liquidez y de las inestabilidades transitorias de los mecanismos mediante los que los agentes ajustan sus tenencias de dinero a las condiciones de equilibrio marcadas por las variables fundamentales de la economía. La estabilidad a largo plazo de la relación entre saldos monetarios reales y sus determinantes fundamentales a largo plazo en la zona del euro se ha interpretado como una confirmación de la existencia de una relación estable entre los saldos monetarios nominales y los precios de medio a largo plazo. Asimismo, se ha considerado como un requisito previo para el anuncio de un valor de referencia para la tasa de crecimiento de M3.

<sup>1</sup> La nota «Perspectiva general de los estudios en que se basa la reflexión sobre la estrategia de política monetaria del BCE», contiene referencias sobre estos estudios, que junto con otros trabajos relevantes pueden consultarse en el sitio web del BCE: [www.ecb.int/pub/strategy/strategy.htm](http://www.ecb.int/pub/strategy/strategy.htm).

ca monetaria y la valoración de sus consecuencias basándose, tanto en indicadores a corto plazo procedentes del análisis económico y de las condiciones financieras, como en consideraciones monetarias y de liquidez, permite al banco central ver más allá del impacto transitorio de las distintas perturbaciones y no verse tentado a adoptar una postura más activista.

El análisis del dinero ha incorporado con el curso del tiempo elementos adicionales a la valoración del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia. El marco del análisis económico se beneficia del conocimiento del BCE sobre las características institucionales de los sectores financiero y monetario. En el contexto de su actividad de seguimiento regular de las condiciones monetarias de la zona del euro, el BCE se apoya en una serie de modelos a pequeña escala de la demanda monetaria y de modelos de indicadores monetarios, desarrollados y publicados por los expertos del BCE y del ámbito académico. El análisis monetario consiste en una valoración exhaustiva de la situación de liquidez basada en la información procedente de los componentes y contrapartidas de M3, en especial, de los préstamos concedidos al sector privado, además de diversas estimaciones de la brecha monetaria y de distintos conceptos de exceso de liquidez. El análisis detallado de la estructura del crecimiento de M3 resulta útil para la obtención de indicaciones de la evolución monetaria relevantes para identificar la tendencia a más largo plazo de la inflación. En este contexto, los componentes más líquidos de M3, particularmente M1, son objeto de especial atención, debido a que reflejan con más fidelidad los motivos para mantener saldos líquidos, y se relacionan, por tanto, más estrechamente con el gasto agregado. Al mismo tiempo, la adquisición de una buena comprensión de las interdependencias entre M3 y sus contrapartidas en el balance consolidado del sector de las IFM resulta fundamental para juzgar si las variaciones observadas del crecimiento monetario obedecen a desplazamientos de cartera que podrían repercutir en la tendencia de los precios. El análisis de las posiciones de balance del sector no financiero, que contiene asimismo información sobre las tenencias de activos fuera del sector de las IFM, ha resultado de particular importancia para la identificación de los desplazamientos de cartera que han influido sobre la evolución monetaria desde mediados del 2001.

El valor de referencia fijado por el BCE para el crecimiento de M3 es un referente para el análisis de la información contenida en la evolución monetaria. A estos efectos, el valor de referencia ha constituido también un instrumento para la elaboración de índices basados en estimaciones cuantitativas de los desequilibrios monetarios a más largo plazo, como las mediciones de la brecha monetaria, que han demostrado su utilidad para la realización de un análisis monetario amplio orientado al medio plazo. El BCE ha destacado en todo momento que, en razón del carácter de medio a largo plazo de la perspectiva monetaria, no vincularía directamente la evolución monetaria a corto plazo con las decisiones de política monetaria. En consecuencia, la política monetaria no reacciona de forma automática a las desviaciones del crecimiento de M3 respecto de su valor de referencia, que desempeña principalmente una función importante como referente cuantitativo de medio a largo plazo en la valoración de la evolución monetaria. Actúa de recordatorio constante para el banco central del principio fundamental según el cual, en su respuesta a la evolución económica, no debe perder de vista el hecho de que, en horizontes temporales suficientemente amplios, la tasa de crecimiento monetario debe ser consistente con el objetivo de estabilidad de precios.

Como ha quedado apuntado, el Consejo de Gobierno decidió que la revisión del valor de referencia de M3 dejará de realizarse con periodicidad anual. Hasta ahora, el Consejo de Gobierno ha venido revisando a finales de cada año los supuestos relativos a la tendencia a medio plazo del crecimiento del producto potencial y la velocidad de circulación de M3 que determinan el cálculo del valor de referencia de M3. No obstante, no se prevé que estos supuestos relativos a la tendencia a medio plazo varíen con frecuencia. Por consiguiente, la decisión de interrumpir la periodicidad anual de esta revisión resulta más adecuada a la naturaleza a medio plazo de los supuestos en que se basa el cálculo del valor de referencia. Asimismo, podría contribuir a disipar percepciones erróneas en el sentido de que la práctica seguida hasta ahora implicaba que el valor de referencia era específicamente aplicable —al igual que un objetivo monetario— al año siguiente. No obstante, el Consejo de Gobierno continuará evaluando la validez de las condiciones y los supuestos que determinan el valor de referencia y comunicará toda variación de los mismos tan pronto como resulte necesario.

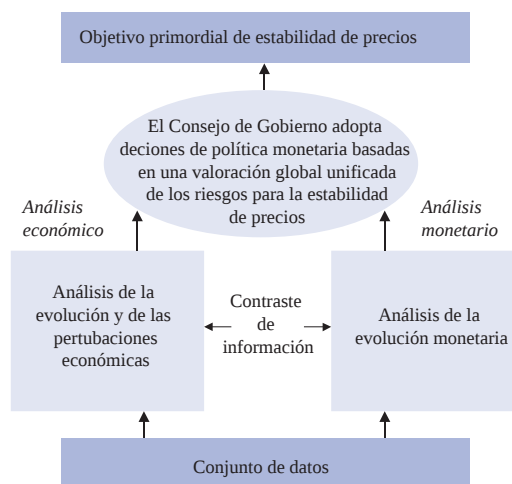
Una condición para la determinación del valor de referencia para el crecimiento de M3 es la estabilidad a largo plazo de la demanda de dinero. Aunque desde mediados del 2001 la velocidad del crecimiento de M3 ha sido significativamente mayor de lo que puede estimarse utilizando modelos disponibles de demanda de dinero<sup>10</sup>, no se dispone hasta la fecha de evidencias concluyentes para sugerir que esta evolución pueda haber alterado la relación a largo plazo entre el dinero y los factores que determinan su evolución a largo plazo.

La evolución más reciente de la demanda de M3 ha estado asociada a una mayor preferencia por la liquidez inducida por un período excepcionalmente prolongado de volatilidad de los precios de los activos, que parece haber determinado desplazamientos de cartera desde activos menos líquidos, y con mayor nivel de riesgo, hacia instrumentos incluidos en la definición de M3, que se perciben como un depósito más seguro de valor. Aun con ello, es probable que estos fenómenos sean de naturaleza temporal, ya que existen pocas evidencias de cambios estructurales de la economía de la zona del euro para sugerir que el relativo atractivo de mantener instrumentos incluidos en M3, en lugar de otros instrumentos financieros, haya cambiado de manera fundamental durante los últimos años. Desde una perspectiva histórica, cuando se ha producido una inestabilidad de la demanda monetaria durante períodos prolongados, se ha debido principalmente a innovaciones financieras o a modificaciones impositivas que han afectado a los costes de oportunidad de mantener activos monetarios. No obstante, no se han registrado recientemente alteraciones significativas en ninguno de estos factores, que justifiquen las expectativas de inestabilidad continuada en la demanda monetaria de la zona del euro.

No obstante, de cara al futuro, será necesario realizar un atento seguimiento de dos factores. El primero se refiere a la duración del actual período de volatilidad existente en los mercados financieros. Una segunda fuente de incertidumbre está relacionada con los posibles futuros cambios estructurales en los mercados financieros y en la composición de la riqueza como consecuencia de la mayor sofisticación de los inversores privados. Ambas cuestiones requieren un atento seguimiento de las propiedades de estabilidad de la demanda de dinero y garantizar

## Gráfico 2

### La estrategia de política monetaria del BCE orientada a la estabilidad



la definición adecuada del agregado monetario amplio. Esto implica la utilización de las herramientas estadísticas idóneas para identificar y configurar esta evolución, además del empleo del conocimiento específico del Eurosistema sobre las características institucionales de los sectores financiero y monetario de la zona del euro.

### El contraste de la información

Al efecto de valorar las indicaciones referidas a la orientación adecuada de la política monetaria, el enfoque basado en dos pilares ofrece un contraste de la información procedente del análisis económico a más corto plazo con la que resulta del análisis monetario, que facilita principalmente información sobre los determinantes de la inflación de medio a largo plazo. Como se ha señalado anteriormente, el contraste garantiza que la política monetaria mantiene firmemente una orientación a medio plazo en un horizonte temporal más amplio que el adoptado generalmente en las proyecciones, lo que contribuye a desincentivar una postura excesivamente activista e intentos demasiado ambiciosos de ajustar la evolución económica.

La estructura articulada sobre dos pilares no separa el conjunto de datos, ni asigna con rigidez

<sup>1</sup> Véase el recuadro «Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero» en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2003 p. 11.

determinados indicadores a uno u otro pilar. Al igual que en el pasado, se tendrán en cuenta todos los aspectos complementarios de las variables que proporcionan información en el contexto de ambos pilares, por ser ésta la mejor vía de garantizar

que toda la información relevante para valorar las perspectivas de los precios se utilice de manera consistente y eficaz, y facilite tanto el proceso de adopción de decisiones como su comunicación (véase gráfico 2).

## 4 Conclusiones

Mediante su anuncio del 8 de mayo de 2003, el Consejo de Gobierno ha confirmado y clarificado la estrategia de política monetaria del BCE. A este respecto, la indicación del Consejo de Gobierno de una orientación a medio plazo de la política monetaria hacia una tasa de inflación en un nivel «inferior, aunque próximo, al 2%» refleja una plena continuidad con la gestión de la política monetaria seguida en el pasado. Asimismo, la modificación introducida en la presentación del marco basado en dos pilares está dirigida a explicar más clara-

mente al público la gestión de la política monetaria, y ha contribuido a eliminar cualquier incertidumbre de la comprensión del público relacionada con este aspecto del marco operativo.

Mediante su decisión de confirmar y clarificar los principales elementos de su estrategia de política monetaria orientada a la estabilidad, el BCE ha garantizado asimismo que la estabilidad de precios se mantiene de manera permanente y creíble en la zona del euro.



## **Estadísticas de la zona del euro**



|                                                                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Panorámica general de la zona del euro                                                                                 | 5*  |
| 1 Estadísticas de política monetaria                                                                                   |     |
| 1.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema                                                                      | 6*  |
| 1.2 Tipos de interés de intervención del BCE                                                                           | 8*  |
| 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas                                    | 8*  |
| 1.4 Estadísticas de reservas mínimas                                                                                   | 10* |
| 1.5 Posición de liquidez del sistema bancario                                                                          | 11* |
| 2 Evolución monetaria 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                                                 | 58* |
| 6.2 Inversión financiera y financiación de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones                        | 62* |
| 6.3 Ahorro, inversión y financiación                                                                                   | 64* |
| 7 Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona      |     |
| 7.1 Recursos, empleos y déficit / superávit                                                                            | 65* |
| 7.2 Deuda                                                                                                              | 66* |
| 7.3 Variaciones de la deuda                                                                                            | 67* |

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

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

### Novedades

La presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro figura en el cuadro 8.7. Para una descripción completa, véase el recuadro 1 del presente Boletín. Asimismo, en la sección estadística de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) puede consultarse una nota metodológica detallada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro.

### Signos utilizados en los cuadros

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

# Panorámica general de la zona del euro

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

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

|          | M1 <sup>1)</sup> | M2 <sup>1)</sup> | M3 <sup>1) 2)</sup> |                                      | Crédito de IFM a otros residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup> | Valores emitidos por sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias <sup>1)</sup> | Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período) | Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período) |
|----------|------------------|------------------|---------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
|          | 1                | 2                | 3                   | 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                                                                                       | 22,0                                                                                                   | 3,32                                                                | 4,92                                                                       |
| 2002 II  | 6,6              | 6,5              | 7,3                 | -                                    | 5,6                                                                                       | 24,4                                                                                                   | 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                                                                                       | 16,2                                                                                                   | 3,11                                                                | 4,54                                                                       |
| 2003 I   | 10,1             | 7,0              | 7,5                 | -                                    | 4,9                                                                                       | 16,4                                                                                                   | 2,69                                                                | 4,16                                                                       |
| 2002 Dic | 9,8              | 6,6              | 6,9                 | 7,0                                  | 4,8                                                                                       | 15,5                                                                                                   | 2,94                                                                | 4,41                                                                       |
| 2003 Ene | 9,4              | 6,5              | 7,2                 | 7,3                                  | 4,9                                                                                       | 15,4                                                                                                   | 2,83                                                                | 4,27                                                                       |
| Feb      | 10,3             | 7,3              | 7,9                 | 7,7                                  | 5,1                                                                                       | 16,7                                                                                                   | 2,69                                                                | 4,06                                                                       |
| Mar      | 11,7             | 7,9              | 7,9                 | 8,2                                  | 4,7                                                                                       | 18,5                                                                                                   | 2,53                                                                | 4,13                                                                       |
| Abr      | 11,1             | 7,9              | 8,7                 | .                                    | 4,6                                                                                       | .                                                                                                      | 2,54                                                                | 4,23                                                                       |
| May      | .                | .                | .                   | .                                    | .                                                                                         | .                                                                                                      | 2,41                                                                | 3,92                                                                       |

### 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  | 2,1                              | 3,4                                        | 1,5      | 0,5                                           | 82,9                                                                 | 1,4                       | 8,0                                |
| 2002     | 2,3  | 0,0                              | 3,5                                        | 0,8      | -0,6                                          | 81,4                                                                 | 0,4                       | 8,4                                |
| 2002 II  | 2,1  | -0,7                             | 3,3                                        | 0,8      | -0,7                                          | 81,4                                                                 | 0,5                       | 8,3                                |
| III      | 2,1  | 0,0                              | 3,4                                        | 1,0      | 0,0                                           | 81,5                                                                 | 0,3                       | 8,4                                |
| IV       | 2,3  | 1,2                              | 3,5                                        | 1,2      | 1,2                                           | 81,5                                                                 | 0,2                       | 8,5                                |
| 2003 I   | 2,3  | 2,4                              | .                                          | 0,8      | 1,1                                           | 81,1                                                                 | .                         | 8,7                                |
| 2002 Dic | 2,3  | 1,6                              | -                                          | -        | -0,5                                          | -                                                                    | -                         | 8,6                                |
| 2003 Ene | 2,1  | 2,2                              | -                                          | -        | 1,2                                           | 81,3                                                                 | -                         | 8,7                                |
| Feb      | 2,4  | 2,6                              | -                                          | -        | 2,1                                           | -                                                                    | -                         | 8,7                                |
| Mar      | 2,4  | 2,4                              | -                                          | -        | 0,2                                           | -                                                                    | -                         | 8,8                                |
| Abr      | 2,1  | 1,7                              | -                                          | -        | .                                             | 80,8                                                                 | -                         | 8,8                                |
| May      | 1,9  | .                                | -                                          | -        | .                                             | -                                                                    | -                         | .                                  |

### 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                                                          | 87,7       | 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                                                          | 94,9       | 0,999                                      |
| 2003 I   | -0,3                                 | 14,3   | -6,1                 | 14,4                   | 339,1                                        | 104,1                                                         | 99,3       | 1,073                                      |
| 2002 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      | 2,3                                  | 8,9    | 2,8                  | -0,8                   | 352,2                                        | 104,4                                                         | 99,4       | 1,077                                      |
| Mar      | 1,8                                  | 4,6    | -8,0                 | 20,7                   | 339,1                                        | 105,1                                                         | 100,2      | 1,081                                      |
| Abr      | .                                    | .      | .                    | .                      | 332,4                                        | 105,2                                                         | 100,3      | 1,085                                      |
| May      | .                                    | .      | .                    | .                      | .                                            | 109,1                                                         | 103,7      | 1,158                                      |

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 | 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                                |
|          | 9  | 122.274               | 214.120                                                                 | 17.116                                                               | 4.821                                                       | 211.999                                                       | 166.992                                 | 44.979                                        | 0                                |
|          | 16 | 122.274               | 215.054                                                                 | 16.946                                                               | 4.493                                                       | 218.054                                                       | 173.001                                 | 44.979                                        | 0                                |
|          | 23 | 122.274               | 216.212                                                                 | 17.234                                                               | 3.656                                                       | 238.095                                                       | 192.998                                 | 44.979                                        | 0                                |

### 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 | 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                          |
|          | 9  | 368.111                 | 129.360                                                      | 129.284                                                                                | 75                    | 0                 | 0                                | 1                                                                | 15                                                                  | 2.029                          |
|          | 16 | 366.888                 | 128.610                                                      | 128.532                                                                                | 77                    | 0                 | 0                                | 1                                                                | 15                                                                  | 2.029                          |
|          | 23 | 365.344                 | 126.340                                                      | 121.748                                                                                | 741                   | 3.850             | 0                                | 1                                                                | 15                                                                  | 2.029                          |

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                                    | 40                            | 48                                                               | 109                                                                 | 33.098                                                       | 66.306                       | 93.062        | 832.558 | 2002 Dic | 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  |
| 0                                    | 0                             | 28                                                               | 195                                                                 | 40.543                                                       | 44.274                       | 109.789       | 765.135 |          | 9  |
| 0                                    | 53                            | 21                                                               | 197                                                                 | 40.996                                                       | 44.270                       | 109.580       | 771.868 |          | 16 |
| 0                                    | 90                            | 28                                                               | 158                                                                 | 42.348                                                       | 44.266                       | 109.647       | 793.894 |          | 23 |

|                                                            |                                                        |                                                                 |                                                                    |                                                                      |               |                           |                    | 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      |          |    |
| 55.085                                                     | 8.810                                                  | 1.232                                                           | 20.067                                                             | 6.567                                                                | 64.121        | 106.307                   | 64.420             | 832.558 | 2002 Dic | 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  |
| 37.661                                                     | 8.904                                                  | 1.032                                                           | 13.626                                                             | 6.168                                                                | 65.634        | 67.910                    | 64.685             | 765.135 |          | 9  |
| 46.332                                                     | 8.803                                                  | 1.029                                                           | 13.644                                                             | 6.168                                                                | 65.729        | 67.910                    | 64.711             | 771.868 |          | 16 |
| 69.296                                                     | 9.551                                                  | 987                                                             | 16.002                                                             | 6.168                                                                | 65.231        | 67.910                    | 65.021             | 793.894 |          | 23 |

## Cuadro 1.2

### Tipos de interés de intervención del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

## Cuadro 1.3

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

| Fecha de liquidación | Importe solicitado | Importe adjudicado | Subastas a tipo de interés fijo | Subastas a tipo de interés variable |                             |                      | Vencimiento a [...] días |
|----------------------|--------------------|--------------------|---------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|----------------------|--------------------------|
|                      |                    |                    | Tipo fijo                       | Tipo mínimo de puja                 | Tipo marginal <sup>4)</sup> | Tipo medio ponderado |                          |
|                      | 1                  | 2                  | 3                               | 4                                   | 5                           | 6                    | 7                        |
| 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                        |
| 14                   | 145.595            | 97.000             | -                               | 2,50                                | 2,53                        | 2,54                 | 14                       |
| 21                   | 157.067            | 96.000             | -                               | 2,50                                | 2,57                        | 2,58                 | 14                       |
| 28                   | 184.856            | 106.000            | -                               | 2,50                                | 2,59                        | 2,61                 | 12                       |
| Jun 4                | 72.372             | 72.372             | -                               | 2,50                                | 2,50                        | 2,50                 | 14                       |

## 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 <sup>4)</sup>         | Tipo medio ponderado |                          |
|                      | 1                  | 2                  | 3                               | 4                                   | 5                    | 6                        |
| 2001 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                       |
| May 29               | 30.218             | 15.000             | -                               | 2,25                                | 2,27                 | 91                       |

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

Fuente: BCE.

- 1) Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en el cuadro 1.1, columnas 6 a 8, debido a operaciones adjudicadas pero no liquidadas.
- 2) Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (split tender operations), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de mes, véase el cuadro 1.3.3.
- 3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.
- 4) En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- 5) Esta operación se llevó a cabo con un tipo de interés máximo del 3%.

## Cuadro 1.4

### Estadísticas de reservas mínimas

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

(mm de euros; fin de período)

| Pasivos computables en: | Total    | Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%                        |                                                          | Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo     |                     |                                               |
|-------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------------|-----------------------------------------------|
|                         |          | Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años) | Valores distintos de acciones hasta 2 años <sup>3)</sup> | Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso de más de 2 años) | Cesiones temporales | Valores distintos de acciones a más de 2 años |
|                         | 1        | 2                                                                                    | 3                                                        | 4                                                               | 5                   | 6                                             |
| 2002 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                     | 11.229,9 | 6.117,2                                                                              | 427,4                                                    | 1.404,1                                                         | 782,7               | 2.498,5                                       |
| Abr <sup>(p)</sup>      | 11.292,8 | 6.152,3                                                                              | 429,1                                                    | 1.404,9                                                         | 813,2               | 2.493,4                                       |

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 mantenidas<sup>1)</sup>

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

| Período de mantenimiento que finaliza en: | Reservas obligatorias <sup>2)</sup> | Reservas reales mantenidas <sup>3)</sup> | Exceso de reservas <sup>4)</sup> | Incumplimientos <sup>5)</sup> | Tipos de interés de las reservas obligatorias <sup>6)</sup> |
|-------------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------------------------------|
|                                           | 1                                   | 2                                        | 3                                | 4                             | 5                                                           |
| 2002 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                                       | 130,3                               | 130,8                                    | 0,5                              | 0,0                           | 2,54                                                        |
| Jun <sup>(p)</sup>                        | 131,2                               | .                                        | .                                | .                             | .                                                           |

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 bancario<sup>1)</sup>

(mm de euros; medias de saldos diarios)

| Período de mantenimiento que finaliza en: | Factores de inyección de liquidez                        |                                         |                                               |                               |                                                          | Factores de absorción de liquidez |                                                          |                                     |                       |                                                          | Cuentas corrientes de entidades de crédito <sup>4)</sup> | Base monetaria <sup>5)</sup> |
|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|------------------------------|
|                                           | Operaciones de política monetaria del Eurosistema        |                                         |                                               |                               |                                                          | Billetes en circulación           | Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema | Otros factores (neto) <sup>3)</sup> |                       |                                                          |                                                          |                              |
|                                           | Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema | Operaciones principales de financiación | Operaciones de financiación a plazo más largo | Facilidad marginal de crédito | Otras operaciones de inyección de liquidez <sup>2)</sup> |                                   |                                                          |                                     | Facilidad de depósito | Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>2)</sup> |                                                          |                              |
|                                           | 1                                                        | 2                                       | 3                                             | 4                             | 5                                                        |                                   |                                                          |                                     | 6                     | 7                                                        |                                                          |                              |
| 2002 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                                       | 337,4                                                    | 179,4                                   | 45,0                                          | 0,1                           | 0,0                                                      | 0,2                               | 0,0                                                      | 358,5                               | 52,1                  | 20,5                                                     | 130,6                                                    | 489,3                        |
| May <sup>(p)</sup>                        | 333,1                                                    | 177,1                                   | 45,0                                          | 0,4                           | 0,0                                                      | 0,2                               | 0,1                                                      | 366,2                               | 42,6                  | 15,5                                                     | 130,9                                                    | 497,3                        |

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<br>a<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | IFM <sup>1)</sup> | AAPP | Otros<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | Valores<br>distintos<br>de<br>acciones<br>emitidos<br>por<br>residentes<br>en la zona<br>del euro <sup>2)</sup> | IFM | AAPP  | Otros<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | Acciones<br>y<br>participa-<br>ciones<br>emitidas<br>por<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | IFM | Otros<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | Resto del<br>mundo <sup>1)</sup> | Activo<br>fijo | Otros<br>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 II                               | 426,0                                                  | 398,2             | 27,2 | 0,6                                           | 105,8                                                                                                           | 3,1 | 101,5 | 1,2                                           | 14,2                                                                                             | 4,6 | 9,6                                           | 414,7                            | 11,9           | 54,5             | 1.027,2 |
| III                                   | 388,2                                                  | 360,4             | 27,2 | 0,6                                           | 106,6                                                                                                           | 3,7 | 101,9 | 1,1                                           | 13,1                                                                                             | 4,8 | 8,3                                           | 397,1                            | 11,9           | 54,8             | 971,7   |
| IV                                    | 412,7                                                  | 386,4             | 25,7 | 0,6                                           | 107,0                                                                                                           | 3,8 | 101,8 | 1,3                                           | 13,8                                                                                             | 4,6 | 9,2                                           | 399,0                            | 11,9           | 54,3             | 998,6   |
| 2002 I                                | 381,3                                                  | 354,9             | 25,8 | 0,6                                           | 106,5                                                                                                           | 4,1 | 101,0 | 1,4                                           | 13,8                                                                                             | 4,7 | 9,1                                           | 414,4                            | 11,9           | 101,5            | 1.029,4 |
| 2002 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           | 105,4            | 988,2   |
| 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           | 108,8            | 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           | 110,4            | 985,9   |
| 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           | 110,8            | 987,8   |
| Sep                                   | 365,6                                                  | 339,6             | 25,3 | 0,6                                           | 112,5                                                                                                           | 5,8 | 104,6 | 2,2                                           | 12,3                                                                                             | 4,8 | 7,5                                           | 386,0                            | 12,1           | 112,4            | 1.000,9 |
| Oct                                   | 370,8                                                  | 344,8             | 25,3 | 0,6                                           | 113,5                                                                                                           | 6,5 | 106,1 | 0,9                                           | 13,0                                                                                             | 4,8 | 8,2                                           | 379,9                            | 12,1           | 115,1            | 1.004,4 |
| Nov                                   | 377,3                                                  | 351,3             | 25,3 | 0,6                                           | 115,0                                                                                                           | 7,0 | 107,1 | 0,9                                           | 13,5                                                                                             | 4,8 | 8,6                                           | 379,0                            | 9,8            | 119,2            | 1.013,8 |
| Dic                                   | 416,2                                                  | 391,3             | 24,2 | 0,6                                           | 94,5                                                                                                            | 7,6 | 86,0  | 0,8                                           | 13,2                                                                                             | 4,8 | 8,3                                           | 374,8                            | 11,9           | 132,3            | 1.042,8 |
| 2003 Ene                              | 412,3                                                  | 387,5             | 24,2 | 0,6                                           | 96,7                                                                                                            | 8,5 | 87,4  | 0,8                                           | 13,0                                                                                             | 4,9 | 8,1                                           | 373,3                            | 12,1           | 116,9            | 1.024,8 |
| Feb                                   | 410,2                                                  | 385,4             | 24,1 | 0,6                                           | 100,7                                                                                                           | 9,1 | 90,8  | 0,8                                           | 12,9                                                                                             | 5,0 | 7,9                                           | 363,3                            | 12,0           | 121,1            | 1.020,5 |
| Mar                                   | 411,8                                                  | 387,0             | 24,1 | 0,6                                           | 105,2                                                                                                           | 9,5 | 94,8  | 0,8                                           | 12,5                                                                                             | 5,1 | 7,5                                           | 349,7                            | 11,9           | 123,6            | 1.015,1 |
| Abr <sup>(p)</sup>                    | 369,6                                                  | 344,9             | 24,1 | 0,6                                           | 107,6                                                                                                           | 9,6 | 97,1  | 0,8                                           | 13,0                                                                                             | 5,1 | 7,9                                           | 341,0                            | 12,0           | 128,2            | 971,9   |

#### 2. Pasivo

|                                       | Efectivo en<br>circulación | Depósitos<br>de<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | IFM <sup>1)</sup> | Administra-<br>ción Central | Otras<br>AAPP y<br>otros<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | Valores distintos<br>de acciones<br>y participaciones <sup>2)</sup> | Capital y<br>reservas | Resto del<br>mundo <sup>1)</sup> | Otros<br>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 II                               | 368,8                      | 342,2                                                   | 274,1             | 51,8                        | 16,3                                                             | 5,6                                                                 | 223,7                 | 32,6                             | 54,2             | 1.027,2 |
| III                                   | 346,1                      | 323,6                                                   | 269,4             | 37,6                        | 16,6                                                             | 5,5                                                                 | 209,2                 | 30,0                             | 57,3             | 971,7   |
| IV                                    | 285,9                      | 391,9                                                   | 342,4             | 35,1                        | 14,4                                                             | 4,6                                                                 | 209,8                 | 35,6                             | 70,8             | 998,6   |
| 2002 I                                | 309,1                      | 355,1                                                   | 282,4             | 56,3                        | 16,4                                                             | 4,6                                                                 | 217,8                 | 36,9                             | 105,9            | 1.029,4 |
| 2002 Abr                              | 311,2                      | 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             | 988,2   |
| Jun                                   | 329,3                      | 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            | 985,9   |
| Ago                                   | 342,3                      | 318,7                                                   | 255,8             | 47,3                        | 15,6                                                             | 4,6                                                                 | 186,4                 | 31,0                             | 104,9            | 987,8   |
| Sep                                   | 347,0                      | 317,6                                                   | 258,9             | 41,7                        | 17,0                                                             | 4,6                                                                 | 190,2                 | 32,5                             | 109,1            | 1.000,9 |
| Oct                                   | 355,3                      | 313,5                                                   | 254,4             | 40,8                        | 18,3                                                             | 4,6                                                                 | 187,9                 | 31,4                             | 111,9            | 1.004,4 |
| Nov                                   | 360,8                      | 319,3                                                   | 255,2             | 46,2                        | 17,9                                                             | 3,6                                                                 | 185,7                 | 31,5                             | 112,9            | 1.013,8 |
| Dic                                   | 392,9                      | 328,4                                                   | 283,3             | 29,5                        | 15,6                                                             | 3,6                                                                 | 165,9                 | 32,9                             | 119,1            | 1.042,8 |
| 2003 Ene                              | 352,1                      | 348,3                                                   | 284,1             | 49,3                        | 15,0                                                             | 3,6                                                                 | 164,2                 | 30,2                             | 126,4            | 1.024,8 |
| Feb                                   | 358,1                      | 346,0                                                   | 276,9             | 54,2                        | 14,9                                                             | 2,8                                                                 | 159,5                 | 28,6                             | 125,5            | 1.020,5 |
| Mar                                   | 365,4                      | 345,8                                                   | 279,0             | 50,7                        | 16,2                                                             | 2,7                                                                 | 149,2                 | 28,7                             | 123,3            | 1.015,1 |
| Abr <sup>(p)</sup>                    | 378,7                      | 292,1                                                   | 233,2             | 42,0                        | 16,9                                                             | 2,7                                                                 | 144,6                 | 27,6                             | 126,1            | 971,9   |

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 residentes en la zona del euro |         |                                      |                                                                       | Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> |         |                                      |                                                             | Participaciones en FMM | Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro |                                      |       | Resto del mundo | Activo fijo | Otros activos |          |
|                                | IFM                                        | AAPP    | Otros residentes en la zona del euro | de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> | 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 II                        | 10.894,4                                   | 3.698,3 | 808,5                                | 6.387,6                                                               | 2.529,2                                                                                 | 1.123,3 | 1.104,9                              | 300,9                                                       | 32,9                   | 799,3                                                                  | 251,3                                | 548,0 | 2.290,1         | 163,5       | 1.128,3       | 17.837,7 |
| III                            | 10.953,2                                   | 3.729,3 | 802,6                                | 6.421,3                                                               | 2.543,2                                                                                 | 1.123,5 | 1.093,3                              | 326,4                                                       | 36,1                   | 771,6                                                                  | 245,1                                | 526,4 | 2.300,6         | 165,7       | 1.115,8       | 17.886,2 |
| IV                             | 11.134,7                                   | 3.794,0 | 822,0                                | 6.518,7                                                               | 2.535,9                                                                                 | 1.122,9 | 1.077,4                              | 335,6                                                       | 38,5                   | 810,8                                                                  | 251,9                                | 559,0 | 2.408,8         | 168,1       | 1.129,5       | 18.226,3 |
| 2001 I                         | 11.210,8                                   | 3.778,4 | 826,8                                | 6.605,5                                                               | 2.646,9                                                                                 | 1.173,5 | 1.128,1                              | 345,3                                                       | 46,6                   | 811,4                                                                  | 260,0                                | 551,4 | 2.430,8         | 164,5       | 1.031,1       | 18.342,2 |
| 2002 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                            | 11.613,1                                   | 4.019,7 | 812,6                                | 6.780,9                                                               | 2.671,2                                                                                 | 1.170,0 | 1.135,0                              | 366,2                                                       | 62,4                   | 827,6                                                                  | 263,3                                | 564,4 | 2.465,5         | 167,6       | 1.051,8       | 18.859,3 |
| 2003 Ene                       | 11.657,8                                   | 4.049,0 | 804,7                                | 6.804,1                                                               | 2.780,7                                                                                 | 1.218,6 | 1.188,2                              | 373,9                                                       | 65,3                   | 815,5                                                                  | 256,0                                | 559,5 | 2.478,6         | 164,2       | 1.015,5       | 18.977,9 |
| Feb                            | 11.734,1                                   | 4.099,3 | 804,1                                | 6.830,6                                                               | 2.815,9                                                                                 | 1.227,8 | 1.207,8                              | 380,3                                                       | 66,4                   | 812,1                                                                  | 255,9                                | 556,2 | 2.545,6         | 162,9       | 1.042,1       | 19.179,2 |
| Mar                            | 11.725,7                                   | 4.064,8 | 805,6                                | 6.855,4                                                               | 2.831,2                                                                                 | 1.235,5 | 1.213,3                              | 382,3                                                       | 66,8                   | 815,3                                                                  | 258,7                                | 556,6 | 2.544,9         | 161,0       | 1.032,6       | 19.177,5 |
| Abr <sup>(p)</sup>             | 11.790,7                                   | 4.099,7 | 800,4                                | 6.890,6                                                               | 2.851,1                                                                                 | 1.224,6 | 1.228,1                              | 398,5                                                       | 69,9                   | 836,1                                                                  | 260,2                                | 575,9 | 2.564,6         | 159,0       | 1.046,2       | 19.317,6 |

#### 2. Pasivo

|                                |                         |                                             |         |                        |                                                   |            |         |                          |                     |                                      |                                                                  |                    |                 |               | Total    |
|--------------------------------|-------------------------|---------------------------------------------|---------|------------------------|---------------------------------------------------|------------|---------|--------------------------|---------------------|--------------------------------------|------------------------------------------------------------------|--------------------|-----------------|---------------|----------|
|                                | Efectivo en circulación | Depósitos de residentes en la zona del euro |         |                        |                                                   |            |         |                          |                     | Participaciones en FMM <sup>2)</sup> | Valores distintos de acciones y participaciones <sup>1) 2)</sup> | Capital y reservas | Resto del mundo | Otros pasivos |          |
|                                |                         |                                             | IFM     | Administración Central | 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            | 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 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 |
| 2001 I                         | 0,0                     | 9.695,4                                     | 3.852,1 | 101,2                  | 5.742,1                                           | 1.823,1    | 2.266,3 | 1.423,0                  | 229,6               | 477,9                                | 2.966,1                                                          | 1.057,6            | 2.754,4         | 1.390,7       | 18.342,2 |
| 2002 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                                | 3.010,4                                                          | 1.097,0            | 2.666,5         | 1.456,3       | 18.698,6 |
| Nov                            | 0,0                     | 10.092,3                                    | 4.127,2 | 101,3                  | 5.863,8                                           | 1.925,7    | 2.259,8 | 1.448,7                  | 229,6               | 542,8                                | 3.038,1                                                          | 1.100,1            | 2.706,2         | 1.488,6       | 18.968,1 |
| Dic                            | 0,0                     | 10.198,9                                    | 4.136,5 | 106,9                  | 5.955,5                                           | 1.984,6    | 2.264,5 | 1.479,6                  | 226,9               | 532,9                                | 2.992,7                                                          | 1.108,8            | 2.594,3         | 1.431,7       | 18.859,3 |
| 2003 Ene                       | 0,0                     | 10.200,1                                    | 4.162,2 | 105,4                  | 5.932,5                                           | 1.933,2    | 2.266,2 | 1.500,1                  | 233,0               | 600,3                                | 3.017,2                                                          | 1.113,0            | 2.632,7         | 1.414,6       | 18.977,9 |
| Feb                            | 0,0                     | 10.297,4                                    | 4.220,3 | 121,6                  | 5.955,5                                           | 1.932,9    | 2.275,2 | 1.513,5                  | 233,8               | 613,8                                | 3.037,2                                                          | 1.110,7            | 2.686,0         | 1.434,2       | 19.179,2 |
| Mar                            | 0,0                     | 10.307,7                                    | 4.197,3 | 120,2                  | 5.990,3                                           | 1.969,0    | 2.276,9 | 1.521,2                  | 223,2               | 617,7                                | 3.045,6                                                          | 1.116,8            | 2.664,9         | 1.424,9       | 19.177,5 |
| Abr <sup>(p)</sup>             | 0,0                     | 10.340,0                                    | 4.196,7 | 113,9                  | 6.029,4                                           | 1.987,5    | 2.282,0 | 1.527,4                  | 232,6               | 633,4                                | 3.066,3                                                          | 1.117,8            | 2.687,0         | 1.473,1       | 19.317,6 |

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 <sup>3)</sup> | 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 <sup>2)</sup> | AAPP    | Otros residentes en la zona del euro |                                                                        |                               |             |               |          |
|                    | 1                                | 2     | 3                                    | 4                                                                                       | 5       | 6                                    | 7                                                                      | 8                             | 9           | 10            | 11       |
| 2001 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       | 1.077,7       | 13.694,3 |
| Abr                | 7.473,6                          | 832,4 | 6.641,2                              | 1.572,2                                                                                 | 1.229,3 | 342,9                                | 566,8                                                                  | 2.826,5                       | 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       | 1.044,3       | 13.711,5 |
| Jun                | 7.521,2                          | 830,1 | 6.691,1                              | 1.582,0                                                                                 | 1.239,0 | 343,0                                | 563,9                                                                  | 2.731,2                       | 176,2       | 1.067,6       | 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       | 1.080,6       | 13.649,1 |
| Sep                | 7.547,5                          | 820,8 | 6.726,8                              | 1.603,9                                                                                 | 1.253,2 | 350,8                                | 549,1                                                                  | 2.813,5                       | 178,3       | 1.130,0       | 13.822,2 |
| Oct                | 7.563,1                          | 820,4 | 6.742,7                              | 1.601,6                                                                                 | 1.248,5 | 353,1                                | 561,6                                                                  | 2.863,5                       | 179,3       | 1.094,8       | 13.863,9 |
| Nov                | 7.583,7                          | 829,2 | 6.754,5                              | 1.611,1                                                                                 | 1.254,4 | 356,7                                | 566,9                                                                  | 2.937,2                       | 177,0       | 1.135,1       | 14.010,9 |
| Dic                | 7.618,3                          | 836,8 | 6.781,5                              | 1.588,1                                                                                 | 1.221,0 | 367,1                                | 572,7                                                                  | 2.840,3                       | 179,5       | 1.132,2       | 13.931,1 |
| 2003 Ene           | 7.633,6                          | 828,9 | 6.804,7                              | 1.650,3                                                                                 | 1.275,5 | 374,8                                | 567,5                                                                  | 2.851,9                       | 176,3       | 1.092,5       | 13.972,8 |
| Feb                | 7.659,5                          | 828,3 | 6.831,3                              | 1.679,7                                                                                 | 1.298,6 | 381,1                                | 564,1                                                                  | 2.908,9                       | 174,9       | 1.124,4       | 14.112,0 |
| Mar                | 7.685,7                          | 829,7 | 6.856,0                              | 1.691,3                                                                                 | 1.308,1 | 383,2                                | 564,1                                                                  | 2.894,6                       | 172,9       | 1.117,9       | 14.127,0 |
| Abr <sup>(p)</sup> | 7.715,7                          | 824,5 | 6.891,2                              | 1.724,5                                                                                 | 1.325,2 | 399,3                                | 583,8                                                                  | 2.905,7                       | 171,0       | 1.131,9       | 14.233,1 |

##### 2. Pasivo: Saldos

|                    |                         |                                        |                                                                |            |         |                          |                     |                                      |                                                                                                       |                    |                               |               |                                    | Total    |
|--------------------|-------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------|---------|--------------------------|---------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------|---------------|------------------------------------|----------|
|                    | Efectivo en circulación | Depósitos de la Administración Central | Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro |            |         |                          |                     | Participaciones en FMM <sup>4)</sup> | Instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones y participaciones <sup>2)(4)</sup> | Capital y reservas | Resto del mundo <sup>3)</sup> | Otros pasivos | Discrepancias de pasivos entre IFM |          |
|                    |                         |                                        |                                                                | 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 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                                | 13.694,3 |
| Abr                | 261,7                   | 157,5                                  | 5.781,8                                                        | 1.869,7    | 2.269,3 | 1.414,7                  | 228,1               | 437,5                                | 1.785,5                                                                                               | 1.004,6            | 2.774,0                       | 1.486,6       | -8,9                               | 13.680,2 |
| May                | 273,8                   | 149,0                                  | 5.799,3                                                        | 1.869,8    | 2.279,1 | 1.415,5                  | 234,8               | 442,6                                | 1.805,0                                                                                               | 1.008,8            | 2.755,1                       | 1.485,2       | -7,3                               | 13.711,5 |
| 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                | 301,1                   | 141,0                                  | 5.783,6                                                        | 1.851,6    | 2.265,7 | 1.429,8                  | 236,5               | 463,4                                | 1.814,3                                                                                               | 1.004,3            | 2.616,3                       | 1.525,4       | -0,2                               | 13.649,1 |
| Sep                | 306,7                   | 146,3                                  | 5.822,2                                                        | 1.908,0    | 2.243,1 | 1.432,8                  | 238,3               | 460,4                                | 1.813,0                                                                                               | 1.015,9            | 2.674,8                       | 1.588,0       | -5,0                               | 13.822,2 |
| Oct                | 313,9                   | 151,8                                  | 5.829,1                                                        | 1.891,4    | 2.264,1 | 1.438,1                  | 235,6               | 462,7                                | 1.823,0                                                                                               | 1.014,0            | 2.697,9                       | 1.568,2       | 3,3                                | 13.863,9 |
| Nov                | 321,4                   | 147,5                                  | 5.881,7                                                        | 1.943,2    | 2.260,2 | 1.448,7                  | 229,6               | 477,1                                | 1.831,1                                                                                               | 1.016,2            | 2.737,8                       | 1.601,5       | -3,4                               | 14.010,9 |
| Dic                | 341,2                   | 136,4                                  | 5.971,1                                                        | 1.999,8    | 2.264,8 | 1.479,6                  | 226,9               | 470,6                                | 1.818,6                                                                                               | 1.006,5            | 2.627,2                       | 1.550,8       | 8,8                                | 13.931,1 |
| 2003 Ene           | 312,1                   | 154,7                                  | 5.947,4                                                        | 1.947,9    | 2.266,5 | 1.500,1                  | 233,0               | 535,0                                | 1.793,6                                                                                               | 1.016,3            | 2.662,9                       | 1.541,1       | 9,7                                | 13.972,8 |
| Feb                | 319,3                   | 175,8                                  | 5.970,4                                                        | 1.947,5    | 2.275,5 | 1.513,5                  | 233,8               | 547,3                                | 1.803,0                                                                                               | 1.009,3            | 2.714,5                       | 1.559,8       | 12,5                               | 14.112,0 |
| Mar                | 327,1                   | 170,9                                  | 6.006,4                                                        | 1.984,9    | 2.277,1 | 1.521,2                  | 223,2               | 550,8                                | 1.803,3                                                                                               | 1.002,2            | 2.693,6                       | 1.548,2       | 24,4                               | 14.127,0 |
| Abr <sup>(p)</sup> | 336,2                   | 155,9                                  | 6.046,4                                                        | 2.004,1    | 2.282,3 | 1.527,4                  | 232,6               | 563,5                                | 1.834,9                                                                                               | 997,2              | 2.714,6                       | 1.599,2       | -14,7                              | 14.233,1 |

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: Flujos<sup>1)</sup>

|                    | Total                                  |       |                                               |                                                                                                |       |                                               |                                                                                              |                                  |                |                  |       |
|--------------------|----------------------------------------|-------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|----------------|------------------|-------|
|                    | Préstamos                              |       |                                               | Valores                                                                                        |       |                                               | Acciones<br>y participa-<br>ciones emiti-<br>das por<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | Resto del<br>mundo <sup>3)</sup> | Activo<br>fijo | Otros<br>activos |       |
|                    | a residentes<br>en la zona<br>del euro | AAPP  | Otros<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | distintos de<br>acciones<br>emitidos por<br>residentes<br>en la zona<br>del euro <sup>2)</sup> | AAPP  | Otros<br>residentes<br>en la zona<br>del euro |                                                                                              |                                  |                |                  |       |
| 1                  | 2                                      | 3     | 4                                             | 5                                                                                              | 6     | 7                                             | 8                                                                                            | 9                                | 10             | 11               |       |
| 2001 Nov           | 65,7                                   | 16,0  | 49,7                                          | 9,9                                                                                            | 7,9   | 2,1                                           | -3,2                                                                                         | 65,9                             | 1,1            | 5,9              | 145,5 |
| Dic                | 25,6                                   | 3,7   | 21,9                                          | -8,4                                                                                           | -10,3 | 2,0                                           | 22,1                                                                                         | -25,8                            | 1,1            | -17,1            | -2,5  |
| 2002 Ene           | 9,4                                    | -3,1  | 12,6                                          | 27,1                                                                                           | 21,9  | 5,2                                           | -0,3                                                                                         | -0,2                             | -2,5           | 26,6             | 60,1  |
| 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                                                                                         | 19,8                             | 0,0            | -48,1            | 42,4  |
| Abr                | 21,7                                   | -20,0 | 41,6                                          | -1,9                                                                                           | 1,5   | -3,3                                          | 6,3                                                                                          | 17,8                             | -0,2           | -13,1            | 30,6  |
| May                | 25,3                                   | -2,8  | 28,1                                          | 12,7                                                                                           | 9,7   | 3,0                                           | 0,9                                                                                          | 73,3                             | 0,2            | -20,8            | 91,6  |
| Jun                | 40,7                                   | 1,4   | 39,3                                          | -3,0                                                                                           | -1,3  | -1,7                                          | -5,1                                                                                         | -27,1                            | -0,2           | 23,7             | 28,9  |
| Jul                | -4,6                                   | -1,8  | -2,8                                          | -2,5                                                                                           | -2,0  | -0,5                                          | -11,7                                                                                        | -1,8                             | 0,5            | 23,9             | 3,8   |
| Ago                | -10,7                                  | -10,9 | 0,2                                           | -5,7                                                                                           | -3,1  | -2,6                                          | 9,4                                                                                          | -10,7                            | 1,0            | -12,1            | -28,8 |
| Sep                | 38,3                                   | 2,8   | 35,4                                          | 20,8                                                                                           | 11,5  | 9,3                                           | -4,4                                                                                         | 65,7                             | 0,6            | 47,8             | 168,7 |
| Oct                | 18,2                                   | -0,4  | 18,6                                          | -0,4                                                                                           | -2,6  | 2,2                                           | 10,3                                                                                         | 54,9                             | 0,9            | -35,8            | 48,1  |
| Nov                | 25,7                                   | 9,0   | 16,7                                          | 9,4                                                                                            | 6,1   | 3,4                                           | 1,9                                                                                          | 84,7                             | -2,3           | 39,6             | 159,0 |
| Dic                | 50,0                                   | 8,0   | 42,0                                          | -3,9                                                                                           | -14,1 | 10,2                                          | 4,7                                                                                          | -33,5                            | 1,7            | -12,8            | 6,2   |
| 2003 Ene           | 25,9                                   | 1,3   | 24,6                                          | 24,1                                                                                           | 20,0  | 4,1                                           | -0,6                                                                                         | 17,8                             | -2,0           | -25,8            | 40,0  |
| Feb                | 28,4                                   | -2,4  | 30,8                                          | 24,5                                                                                           | 17,8  | 6,7                                           | -2,3                                                                                         | 66,3                             | -1,5           | 28,9             | 144,2 |
| Mar                | 34,1                                   | 1,5   | 32,6                                          | 14,2                                                                                           | 11,8  | 2,4                                           | 0,6                                                                                          | 6,5                              | 0,0            | -17,1            | 38,4  |
| Abr <sup>(p)</sup> | 36,8                                   | -5,0  | 41,8                                          | 29,2                                                                                           | 17,9  | 11,3                                          | 15,4                                                                                         | 39,8                             | -1,9           | 11,0             | 130,2 |

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

| Total              |                         |                                        |                                                                |            |         |                          |                     |                                      |                                                                  |                    |                               |               |                                    | Total |
|--------------------|-------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------|---------|--------------------------|---------------------|--------------------------------------|------------------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------|---------------|------------------------------------|-------|
|                    | Efectivo en circulación | Depósitos de la Administración Central | Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro | A la vista | A plazo | Disponibles con preaviso | Cesiones temporales | Participaciones en FMM <sup>4)</sup> | Valores distintos de acciones y participaciones <sup>2) 4)</sup> | Capital y reservas | Resto del mundo <sup>3)</sup> | Otros pasivos | Discrepancias de pasivos entre IFM |       |
|                    | 1                       | 2                                      | 3                                                              | 4          | 5       | 6                        | 7                   | 8                                    | 9                                                                | 10                 | 11                            | 12            | 13                                 | 14    |
| 2001 Nov           | -15,7                   | -3,0                                   | 51,4                                                           | 47,1       | 0,3     | 13,1                     | -9,2                | 9,7                                  | 23,8                                                             | 2,9                | 38,6                          | 33,2          | 4,6                                | 145,5 |
| Dic                | -40,0                   | -11,2                                  | 149,4                                                          | 98,4       | 18,4    | 40,0                     | -7,4                | -1,3                                 | -0,5                                                             | 13,6               | -16,9                         | -76,1         | -19,5                              | -2,5  |
| 2002 Ene           | 6,8                     | 10,4                                   | -42,5                                                          | -49,5      | -3,1    | 12,4                     | -2,3                | 19,5                                 | 10,4                                                             | 14,2               | 14,1                          | 15,8          | 11,3                               | 60,1  |
| Feb                | -6,2                    | 6,9                                    | 0,2                                                            | -4,3       | -2,5    | 2,1                      | 4,9                 | 10,4                                 | 4,8                                                              | -0,8               | 11,2                          | -36,8         | -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                          | -55,3         | 9,3                                | 42,4  |
| Abr                | 7,4                     | 0,0                                    | 27,6                                                           | 32,0       | 5,2     | -8,2                     | -1,5                | 7,9                                  | -1,7                                                             | -5,2               | 20,3                          | -16,2         | -9,6                               | 30,6  |
| May                | 12,2                    | -8,5                                   | 24,5                                                           | 2,3        | 14,3    | 1,1                      | 6,7                 | 4,0                                  | 29,5                                                             | 3,7                | 34,0                          | -9,2          | 1,5                                | 91,6  |
| Jun                | 12,0                    | 6,0                                    | 31,1                                                           | 48,1       | -17,4   | 6,4                      | -6,1                | -7,2                                 | 1,4                                                              | -17,1              | -68,2                         | 55,4          | 15,6                               | 28,9  |
| Jul                | 11,0                    | -3,1                                   | -24,5                                                          | -31,7      | 5,5     | 2,5                      | -0,7                | 12,0                                 | 5,5                                                              | 9,6                | -4,2                          | 10,9          | -13,5                              | 3,8   |
| Ago                | 4,4                     | -11,0                                  | -4,7                                                           | -33,6      | 15,7    | 5,5                      | 7,7                 | 12,3                                 | 4,0                                                              | 9,0                | -25,1                         | -20,5         | 2,8                                | -28,8 |
| Sep                | 5,6                     | 1,6                                    | 39,5                                                           | 56,4       | -22,3   | 3,0                      | 2,4                 | -2,7                                 | 15,8                                                             | 9,3                | 47,6                          | 53,9          | -1,9                               | 168,7 |
| Oct                | 7,2                     | 5,5                                    | 7,8                                                            | -16,4      | 21,7    | 5,3                      | -2,8                | 2,1                                  | 11,3                                                             | 0,0                | 25,4                          | -20,5         | 9,4                                | 48,1  |
| Nov                | 7,5                     | -4,3                                   | 54,8                                                           | 52,2       | -3,6    | 10,6                     | -4,4                | 14,7                                 | 11,5                                                             | 2,0                | 49,3                          | 29,3          | -5,9                               | 159,0 |
| Dic                | 19,8                    | -11,0                                  | 86,3                                                           | 49,2       | 8,6     | 31,2                     | -2,8                | -6,1                                 | -6,1                                                             | 8,9                | -55,4                         | -42,4         | 12,3                               | 6,2   |
| 2003 Ene           | -7,4                    | 15,2                                   | -16,5                                                          | -50,4      | -1,4    | 20,6                     | 14,7                | 19,4                                 | 12,3                                                             | 11,0               | 10,5                          | -9,4          | 4,9                                | 40,0  |
| Feb                | 7,2                     | 18,6                                   | 22,9                                                           | -0,5       | 9,1     | 13,5                     | 0,9                 | 12,2                                 | 9,7                                                              | -4,3               | 55,4                          | 17,1          | 5,4                                | 144,2 |
| Mar                | 7,8                     | -5,0                                   | 38,0                                                           | 38,1       | 2,7     | 7,8                      | -10,7               | 4,2                                  | 1,4                                                              | -2,8               | -8,3                          | -8,8          | 11,9                               | 38,4  |
| Abr <sup>(p)</sup> | 9,1                     | -15,0                                  | 43,4                                                           | 20,4       | 7,2     | 6,3                      | 9,5                 | 12,2                                 | 31,8                                                             | -1,1               | 44,3                          | 43,9          | -38,5                              | 130,2 |

## Cuadro 2.4

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

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

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

|                    | M2                         |                         |                                 |        |                                      |                                                              |         |                                    |
|--------------------|----------------------------|-------------------------|---------------------------------|--------|--------------------------------------|--------------------------------------------------------------|---------|------------------------------------|
|                    | M1                         |                         |                                 |        | Depósitos<br>a plazo<br>hasta 2 años | Depósitos<br>disponibles<br>con preaviso<br>hasta<br>3 meses | Total   | Índice<br>dic 01=100 <sup>3)</sup> |
|                    | Total                      |                         | Índice dic 01=100 <sup>3)</sup> |        |                                      |                                                              |         |                                    |
|                    | Efectivo en<br>circulación | Depósitos a la<br>vista |                                 |        |                                      |                                                              |         |                                    |
|                    | 1                          | 2                       | 3                               | 4      | 5                                    | 6                                                            | 7       | 8                                  |
| 2001 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                                                      | 4.628,6 | 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                                                      | 4.691,1 | 100,64                             |
| May                | 273,8                      | 1.945,4                 | 2.219,2                         | 100,65 | 1.099,6                              | 1.394,0                                                      | 4.712,8 | 101,23                             |
| Jun                | 285,8                      | 1.992,1                 | 2.277,9                         | 103,40 | 1.074,8                              | 1.400,0                                                      | 4.752,7 | 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                | 301,1                      | 1.927,4                 | 2.228,5                         | 101,12 | 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                                                      | 4.775,6 | 102,60                             |
| 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                         | 106,31 | 1.086,2                              | 1.428,8                                                      | 4.857,2 | 104,38                             |
| Dic                | 341,2                      | 2.082,7                 | 2.423,8                         | 109,68 | 1.075,3                              | 1.460,7                                                      | 4.959,8 | 106,50                             |
| 2003 Ene           | 312,1                      | 2.028,7                 | 2.340,8                         | 106,97 | 1.077,4                              | 1.485,4                                                      | 4.903,6 | 105,82                             |
| Feb                | 319,3                      | 2.029,0                 | 2.348,4                         | 107,31 | 1.079,5                              | 1.500,9                                                      | 4.928,7 | 106,36                             |
| Mar                | 327,1                      | 2.067,4                 | 2.394,6                         | 109,46 | 1.072,8                              | 1.512,6                                                      | 4.980,0 | 107,50                             |
| Abr <sup>(p)</sup> | 336,2                      | 2.087,2                 | 2.423,4                         | 110,83 | 1.081,4                              | 1.521,8                                                      | 5.026,6 | 108,57                             |

#### 2. Agregados monetarios: Flujos<sup>5)</sup>

|                    |                                 |                              |                                                    |                                      |                                                              |       | M2                                                        |     |
|--------------------|---------------------------------|------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------------------------------|-------|-----------------------------------------------------------|-----|
|                    | M1                              |                              |                                                    | Depósitos<br>a plazo<br>hasta 2 años | Depósitos<br>disponibles<br>con preaviso<br>hasta<br>3 meses | Total | Tasa de<br>crecimiento<br>interanual<br>(%) <sup>3)</sup> |     |
|                    |                                 | Total                        | Tasa de<br>crecimiento<br>interanual <sup>3)</sup> |                                      |                                                              |       |                                                           |     |
|                    | Efectivo en<br>circulación<br>1 | Depósitos a la<br>vista<br>2 | 3                                                  | 4                                    | 5                                                            | 6     | 7                                                         | 8   |
| 2001 Nov           | -15,7                           | 47,8                         | 32,0                                               | 5,5                                  | 1,9                                                          | 14,8  | 48,7                                                      | 5,9 |
| Dic                | -40,0                           | 103,9                        | 63,9                                               | 5,1                                  | 11,1                                                         | 41,5  | 116,4                                                     | 6,1 |
| 2002 Ene           | 6,8                             | -47,4                        | -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  | 39,7                                                      | 6,4 |
| May                | 12,2                            | 2,0                          | 14,2                                               | 6,4                                  | 10,9                                                         | 2,3   | 27,4                                                      | 6,7 |
| Jun                | 12,0                            | 48,6                         | 60,6                                               | 7,3                                  | -20,6                                                        | 6,3   | 46,2                                                      | 6,6 |
| Jul                | 11,0                            | -33,8                        | -22,8                                              | 7,3                                  | 4,2                                                          | 2,8   | -15,8                                                     | 6,4 |
| Ago                | 4,4                             | -31,7                        | -27,3                                              | 8,0                                  | 13,5                                                         | 6,0   | -7,9                                                      | 6,6 |
| Sep                | 5,6                             | 56,9                         | 62,5                                               | 8,0                                  | -23,3                                                        | 2,2   | 41,4                                                      | 6,4 |
| Oct                | 7,2                             | -15,8                        | -8,6                                               | 8,3                                  | 20,4                                                         | 6,7   | 18,4                                                      | 6,8 |
| Nov                | 7,5                             | 53,0                         | 60,5                                               | 9,5                                  | -7,3                                                         | 11,1  | 64,3                                                      | 7,1 |
| Dic                | 19,8                            | 54,3                         | 74,2                                               | 9,7                                  | -7,9                                                         | 32,1  | 98,4                                                      | 6,5 |
| 2003 Ene           | -7,4                            | -52,4                        | -59,9                                              | 9,0                                  | 3,3                                                          | 24,9  | -31,7                                                     | 6,4 |
| Feb                | 7,2                             | 0,3                          | 7,5                                                | 9,9                                  | 2,1                                                          | 15,5  | 25,1                                                      | 7,2 |
| Mar                | 7,8                             | 39,1                         | 46,9                                               | 11,5                                 | -5,8                                                         | 11,8  | 52,9                                                      | 7,7 |
| Abr <sup>(p)</sup> | 9,1                             | 21,0                         | 30,1                                               | 10,8                                 | 10,1                                                         | 9,3   | 49,6                                                      | 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.

| M3 <sup>2)</sup>    |                        |                                                                   |         |                                 |                   |
|---------------------|------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------|---------------------------------|-------------------|
| Cesiones temporales | Participaciones en FMM | Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años <sup>5)</sup> | Total   | Índice dic 01=100 <sup>3)</sup> |                   |
| 9                   | 10                     | 11                                                                | 12      | 13                              |                   |
| 235,1               | 392,3                  | 149,5                                                             | 5.274,7 | 97,16                           | 2001 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                                                             | 5.491,4 | 101,35                          | Abr               |
| 234,8               | 442,6                  | 144,0                                                             | 5.534,2 | 102,23                          | May               |
| 229,6               | 439,2                  | 132,9                                                             | 5.554,3 | 102,71                          | Jun               |
| 228,8               | 450,3                  | 125,5                                                             | 5.547,4 | 102,46                          | Jul               |
| 236,5               | 463,4                  | 126,5                                                             | 5.560,7 | 102,71                          | Ago               |
| 238,3               | 460,4                  | 131,3                                                             | 5.605,7 | 103,53                          | Sep               |
| 235,6               | 462,7                  | 133,7                                                             | 5.625,4 | 103,91                          | Oct               |
| 229,6               | 477,1                  | 131,1                                                             | 5.695,1 | 105,23                          | Nov               |
| 226,9               | 470,6                  | 127,7                                                             | 5.784,9 | 106,82                          | Dic               |
| 233,0               | 535,0                  | 108,3                                                             | 5.779,8 | 106,98                          | 2003 Ene          |
| 233,8               | 547,3                  | 108,8                                                             | 5.818,7 | 107,69                          | Feb               |
| 223,2               | 550,8                  | 101,0                                                             | 5.855,0 | 108,39                          | Mar               |
| 232,6               | 563,5                  | 125,8                                                             | 5.948,5 | 110,09                          | Abr <sup>6)</sup> |

| M3 <sup>2)</sup>    |                        |                                                                   |       |                                                  |                   |
|---------------------|------------------------|-------------------------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------|-------------------|
| Cesiones temporales | Participaciones en FMM | Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años <sup>5)</sup> | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup> |                   |
| 9                   | 10                     | 11                                                                | 12    | 13                                               |                   |
| -9,2                | 9,7                    | 5,1                                                               | 54,3  | 7,6                                              | 2001 Nov          |
| -7,4                | -1,3                   | -7,8                                                              | 99,9  | 7,6                                              | Dic               |
| -2,3                | 19,5                   | -0,3                                                              | -9,2  | 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                    | -3,4                                                              | 42,7  | 7,2                                              | Abr               |
| 6,7                 | 4,0                    | 9,8                                                               | 47,9  | 7,5                                              | May               |
| -6,1                | -7,2                   | -7,4                                                              | 25,6  | 7,2                                              | Jun               |
| -0,7                | 12,0                   | -8,7                                                              | -13,2 | 6,9                                              | Jul               |
| 7,7                 | 12,3                   | 1,1                                                               | 13,2  | 7,1                                              | Ago               |
| 2,4                 | -2,7                   | 3,6                                                               | 44,7  | 7,0                                              | Sep               |
| -2,8                | 2,1                    | 2,5                                                               | 20,2  | 6,9                                              | Oct               |
| -4,4                | 14,7                   | -2,7                                                              | 71,9  | 7,2                                              | Nov               |
| -2,8                | -6,1                   | -3,9                                                              | 85,7  | 6,8                                              | Dic               |
| 14,7                | 19,4                   | 6,2                                                               | 8,6   | 7,2                                              | 2003 Ene          |
| 0,9                 | 12,2                   | 0,2                                                               | 38,4  | 7,9                                              | Feb               |
| -10,7               | 4,2                    | -8,6                                                              | 37,9  | 7,8                                              | Mar               |
| 9,5                 | 12,2                   | 20,6                                                              | 91,9  | 8,6                                              | Abr <sup>6)</sup> |

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

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

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

### Cuadro 2.4 (cont.)

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

(mm de euros y tasas de crecimiento, salvo indicación en contrario)

#### 3. Saldos a fin de período desestacionalizados

|                    | M2                      |                      |                                             |                      |         |                      |         | Índice <sup>4)</sup> |
|--------------------|-------------------------|----------------------|---------------------------------------------|----------------------|---------|----------------------|---------|----------------------|
|                    |                         |                      |                                             |                      |         |                      | Total   |                      |
|                    | M1                      |                      | Otros depósitos a corto plazo <sup>5)</sup> |                      |         |                      |         |                      |
|                    | Efectivo en circulación | Depósitos a la vista | Total                                       | Índice <sup>4)</sup> | Total   | Índice <sup>4)</sup> |         |                      |
|                    | 1                       | 2                    | 3                                           | 4                    | 5       | 6                    | 7       | 8                    |
| 2001 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                                     | 98,56                | 2.449,6 | 99,71                | 4.626,7 | 99,17                |
| Mar                | 254,1                   | 1.921,7              | 2.175,8                                     | 98,52                | 2.471,8 | 100,64               | 4.647,6 | 99,64                |
| Abr                | 263,4                   | 1.939,2              | 2.202,6                                     | 99,80                | 2.477,4 | 100,95               | 4.680,0 | 100,41               |
| May                | 272,5                   | 1.945,4              | 2.217,9                                     | 100,59               | 2.481,1 | 101,24               | 4.699,0 | 100,94               |
| Jun                | 281,8                   | 1.948,2              | 2.230,1                                     | 101,23               | 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               | 4.748,8 | 102,02               |
| Ago                | 299,1                   | 1.970,9              | 2.270,0                                     | 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               | 4.807,1 | 103,28               |
| Oct                | 315,7                   | 1.996,0              | 2.311,6                                     | 104,90               | 2.531,8 | 103,33               | 4.843,5 | 104,08               |
| Nov                | 321,9                   | 2.017,8              | 2.339,6                                     | 106,19               | 2.532,7 | 103,37               | 4.872,4 | 104,71               |
| Dic                | 332,7                   | 2.031,8              | 2.364,5                                     | 106,99               | 2.529,4 | 103,37               | 4.894,0 | 105,08               |
| 2003 Ene           | 317,4                   | 2.040,2              | 2.357,6                                     | 107,73               | 2.538,6 | 103,80               | 4.896,2 | 105,66               |
| Feb                | 323,6                   | 2.055,7              | 2.379,4                                     | 108,73               | 2.551,9 | 104,35               | 4.931,3 | 106,41               |
| Mar                | 332,4                   | 2.074,2              | 2.406,6                                     | 110,00               | 2.572,5 | 105,23               | 4.979,1 | 107,48               |
| Abr <sup>(p)</sup> | 338,6                   | 2.085,6              | 2.424,3                                     | 110,87               | 2.592,5 | 106,12               | 5.016,8 | 108,36               |

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

|                         |                      |       |       |                                               |                                                  |                                             |                                               |                                                  | M2    |                                               |                                                  |
|-------------------------|----------------------|-------|-------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------|-------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------|
|                         |                      |       |       |                                               |                                                  |                                             |                                               |                                                  | Total | Tasa de crecimiento mensual (%) <sup>4)</sup> | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>4)</sup> |
|                         | M1                   |       |       |                                               |                                                  | Otros depósitos a corto plazo <sup>5)</sup> |                                               |                                                  |       |                                               |                                                  |
|                         |                      |       | Total | Tasa de crecimiento mensual <sup>4)</sup> (%) | Tasa de crecimiento interanual <sup>4)</sup> (%) | Total                                       | Tasa de crecimiento mensual <sup>4)</sup> (%) | Tasa de crecimiento interanual <sup>4)</sup> (%) |       |                                               |                                                  |
| Efectivo en circulación | Depósitos a la vista |       |       |                                               |                                                  |                                             |                                               |                                                  |       |                                               |                                                  |
|                         | 1                    | 2     | 3     | 4                                             | 5                                                | 6                                           | 7                                             | 8                                                | 9     | 10                                            | 11                                               |
| 2001 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                | 47,8  | 1,3   | 0,1                                           | 5,4                                              | 26,6                                        | 1,1                                           | 7,2                                              | 27,9  | 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                                           | 6,2                                              | -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                                           | 6,6                                              | 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                  | 8,3   | 17,4  | 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  | 20,6  | 0,9                                           | 7,6                                              | 5,8                                         | 0,2                                           | 5,5                                              | 26,4  | 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                  | 17,6  | 26,0  | 1,1                                           | 8,1                                              | 7,8                                         | 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                  | 22,2  | 28,4  | 1,2                                           | 9,1                                              | 1,0                                         | 0,0                                           | 4,9                                              | 29,4  | 0,6                                           | 6,9                                              |
| Dic                     | 10,8                 | 6,8   | 17,7  | 0,8                                           | 9,8                                              | 0,0                                         | 0,0                                           | 3,7                                              | 17,7  | 0,4                                           | 6,6                                              |
| 2003 Ene                | 6,6                  | 9,7   | 16,4  | 0,7                                           | 9,4                                              | 10,5                                        | 0,4                                           | 4,0                                              | 26,9  | 0,5                                           | 6,5                                              |
| Feb                     | 6,3                  | 15,4  | 21,7  | 0,9                                           | 10,3                                             | 13,3                                        | 0,5                                           | 4,6                                              | 35,1  | 0,7                                           | 7,3                                              |
| Mar                     | 8,7                  | 19,2  | 27,9  | 1,2                                           | 11,7                                             | 21,6                                        | 0,8                                           | 4,6                                              | 49,5  | 1,0                                           | 7,9                                              |
| Abr <sup>(p)</sup>      | 6,3                  | 12,6  | 18,9  | 0,8                                           | 11,1                                             | 21,7                                        | 0,8                                           | 5,1                                              | 40,6  | 0,8                                           | 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 <sup>2)</sup>                       |                      |         |                      | Préstamos a otros residentes en la zona del euro<br>(excluidas AAPP) <sup>3)</sup> |                      |                   |
|----------------------------------------|----------------------|---------|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|-------------------|
| Instrumentos negociables <sup>6)</sup> |                      | Total   | Índice <sup>4)</sup> | Total                                                                              | Índice <sup>4)</sup> |                   |
| Total                                  | Índice <sup>4)</sup> |         |                      |                                                                                    |                      |                   |
| 9                                      | 10                   | 11      | 12                   | 13                                                                                 | 14                   |                   |
| 783,6                                  | 102,32               | 5.329,0 | 98,16                | 6.466,8                                                                            | 99,14                | 2001 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                                  | 102,73               | 5.407,5 | 99,70                | 6.534,3                                                                            | 100,19               | 2002 Ene          |
| 780,9                                  | 102,95               | 5.407,6 | 99,70                | 6.558,6                                                                            | 100,59               | Feb               |
| 784,5                                  | 103,49               | 5.432,1 | 100,18               | 6.595,8                                                                            | 101,19               | Mar               |
| 787,6                                  | 104,00               | 5.467,6 | 100,91               | 6.625,1                                                                            | 101,74               | Abr               |
| 800,8                                  | 105,67               | 5.499,7 | 101,60               | 6.661,8                                                                            | 102,45               | May               |
| 802,2                                  | 105,75               | 5.518,8 | 102,05               | 6.660,8                                                                            | 102,55               | Jun               |
| 809,9                                  | 106,70               | 5.558,7 | 102,67               | 6.680,5                                                                            | 102,79               | Jul               |
| 824,0                                  | 108,45               | 5.597,4 | 103,38               | 6.718,4                                                                            | 103,38               | Ago               |
| 838,3                                  | 110,30               | 5.645,4 | 104,27               | 6.737,2                                                                            | 103,69               | Sep               |
| 838,6                                  | 110,33               | 5.682,0 | 104,95               | 6.757,2                                                                            | 104,04               | Oct               |
| 843,6                                  | 111,22               | 5.716,0 | 105,62               | 6.764,4                                                                            | 104,22               | Nov               |
| 853,7                                  | 112,55               | 5.747,7 | 106,13               | 6.778,5                                                                            | 104,67               | Dic               |
| 879,3                                  | 114,50               | 5.775,5 | 106,90               | 6.806,3                                                                            | 105,12               | 2003 Ene          |
| 883,2                                  | 114,94               | 5.814,5 | 107,61               | 6.842,2                                                                            | 105,74               | Feb               |
| 859,7                                  | 111,87               | 5.838,8 | 108,09               | 6.844,5                                                                            | 105,90               | Mar               |
| 908,1                                  | 117,59               | 5.924,9 | 109,65               | 6.873,4                                                                            | 106,45               | Abr <sup>9)</sup> |

| M3 <sup>2)</sup>                       |                                                        |                                                           |       |                                                        |                                                           |                                                 | Préstamos a otros residentes en la zona del euro<br>(excluidas AAPP) <sup>3)</sup> |                                                        |                                                           |                   |
|----------------------------------------|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-------------------|
| Instrumentos negociables <sup>6)</sup> |                                                        |                                                           | Total | Tasa de<br>crecimiento<br>mensual <sup>4)</sup><br>(%) | Tasa de<br>crecimiento<br>interanual <sup>4)</sup><br>(%) | Media móvil<br>de tres meses<br>centrada<br>(%) | Total                                                                              | Tasa de<br>crecimiento<br>mensual <sup>4)</sup><br>(%) | Tasa de<br>crecimiento<br>interanual <sup>4)</sup><br>(%) |                   |
| Total                                  | Tasa de<br>crecimiento<br>mensual <sup>4)</sup><br>(%) | Tasa de<br>crecimiento<br>interanual <sup>4)</sup><br>(%) |       |                                                        |                                                           |                                                 |                                                                                    |                                                        |                                                           |                   |
| 12                                     | 13                                                     | 14                                                        | 15    | 16                                                     | 17                                                        | 18                                              | 19                                                                                 | 20                                                     | 21                                                        |                   |
| 4,0                                    | 0,5                                                    | 19,4                                                      | 28,1  | 0,5                                                    | 7,7                                                       | 7,6                                             | 44,1                                                                               | 0,7                                                    | 6,6                                                       | 2001 Nov          |
| 5,0                                    | 0,6                                                    | 17,5                                                      | 32,9  | 0,6                                                    | 7,9                                                       | 7,8                                             | 6,0                                                                                | 0,1                                                    | 6,1                                                       | Dic               |
| -5,9                                   | -0,7                                                   | 13,9                                                      | 23,0  | 0,4                                                    | 7,7                                                       | 7,6                                             | 18,7                                                                               | 0,3                                                    | 5,7                                                       | 2002 Ene          |
| 1,7                                    | 0,2                                                    | 13,4                                                      | -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               |
| 3,9                                    | 0,5                                                    | 12,6                                                      | 39,7  | 0,7                                                    | 7,3                                                       | 7,3                                             | 35,9                                                                               | 0,5                                                    | 5,5                                                       | Abr               |
| 12,6                                   | 1,6                                                    | 12,9                                                      | 37,2  | 0,7                                                    | 7,6                                                       | 7,3                                             | 46,3                                                                               | 0,7                                                    | 5,7                                                       | May               |
| 0,6                                    | 0,1                                                    | 10,9                                                      | 24,5  | 0,4                                                    | 7,1                                                       | 7,2                                             | 6,8                                                                                | 0,1                                                    | 5,4                                                       | Jun               |
| 7,2                                    | 0,9                                                    | 10,2                                                      | 33,6  | 0,6                                                    | 7,0                                                       | 7,0                                             | 15,4                                                                               | 0,2                                                    | 5,1                                                       | Jul               |
| 13,3                                   | 1,6                                                    | 9,9                                                       | 38,5  | 0,7                                                    | 7,0                                                       | 7,0                                             | 38,4                                                                               | 0,6                                                    | 5,4                                                       | Ago               |
| 14,1                                   | 1,7                                                    | 10,8                                                      | 47,8  | 0,9                                                    | 7,1                                                       | 7,0                                             | 19,9                                                                               | 0,3                                                    | 5,1                                                       | Sep               |
| 0,2                                    | 0,0                                                    | 7,8                                                       | 37,1  | 0,7                                                    | 6,9                                                       | 7,0                                             | 22,6                                                                               | 0,3                                                    | 4,9                                                       | Oct               |
| 6,8                                    | 0,8                                                    | 8,1                                                       | 36,2  | 0,6                                                    | 7,0                                                       | 7,0                                             | 12,0                                                                               | 0,2                                                    | 4,4                                                       | Nov               |
| 10,1                                   | 1,2                                                    | 8,7                                                       | 27,7  | 0,5                                                    | 6,9                                                       | 7,0                                             | 29,1                                                                               | 0,4                                                    | 4,8                                                       | Dic               |
| 14,8                                   | 1,7                                                    | 11,5                                                      | 41,7  | 0,7                                                    | 7,2                                                       | 7,3                                             | 29,2                                                                               | 0,4                                                    | 4,9                                                       | 2003 Ene          |
| 3,4                                    | 0,4                                                    | 11,6                                                      | 38,5  | 0,7                                                    | 7,9                                                       | 7,7                                             | 40,2                                                                               | 0,6                                                    | 5,1                                                       | Feb               |
| -23,6                                  | -2,7                                                   | 8,1                                                       | 25,9  | 0,4                                                    | 7,9                                                       | 8,2                                             | 10,1                                                                               | 0,1                                                    | 4,7                                                       | Mar               |
| 43,9                                   | 5,1                                                    | 13,1                                                      | 84,6  | 1,4                                                    | 8,7                                                       | .                                               | 35,5                                                                               | 0,5                                                    | 4,6                                                       | Abr <sup>9)</sup> |

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

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

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

## Cuadro 2.4 (cont.)

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

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

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

|                    | Pasivos a largo plazo de IFM              |                                                    |                                        |                       | Créditos <sup>2)</sup> |                                                      |                |                                        | Activos<br>exteriores<br>netos | Activo fijo |
|--------------------|-------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------------------------------------|----------------|----------------------------------------|--------------------------------|-------------|
|                    | Depósitos a<br>plazo superior a<br>2 años | Depósitos con<br>preaviso<br>superior a<br>3 meses | Valores<br>emitidos a más<br>de 2 años | Capital y<br>reservas | Crédito a<br>AAPP      | Crédito a otros<br>residentes en la<br>zona del euro | Del cual:      |                                        |                                |             |
|                    |                                           |                                                    |                                        |                       |                        |                                                      | Prés-<br>tamos | Índice<br>dic 01<br>=100 <sup>3)</sup> |                                |             |
|                    | 1                                         | 2                                                  | 3                                      | 4                     | 5                      | 6                                                    | 7              | 8                                      | 9                              | 10          |
| 2001 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        | 99,66                                  | 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        | 101,98                                 | 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                                | 1.014,0               | 2.068,8                | 7.657,4                                              | 6.742,7        | 103,81                                 | 165,6                          | 179,3       |
| Nov                | 1.174,0                                   | 105,7                                              | 1.698,5                                | 1.016,2               | 2.083,6                | 7.678,1                                              | 6.754,5        | 104,07                                 | 199,4                          | 177,0       |
| Dic                | 1.189,5                                   | 105,8                                              | 1.689,7                                | 1.006,5               | 2.057,8                | 7.721,2                                              | 6.781,5        | 104,72                                 | 213,1                          | 179,5       |
| 2003 Ene           | 1.189,1                                   | 106,3                                              | 1.684,5                                | 1.016,3               | 2.104,4                | 7.747,0                                              | 6.804,7        | 105,10                                 | 189,0                          | 176,3       |
| Feb                | 1.196,0                                   | 105,0                                              | 1.693,7                                | 1.009,3               | 2.126,8                | 7.776,5                                              | 6.831,3        | 105,57                                 | 194,4                          | 174,9       |
| Mar                | 1.204,3                                   | 100,9                                              | 1.701,5                                | 1.002,2               | 2.137,8                | 7.803,2                                              | 6.856,0        | 106,08                                 | 201,0                          | 172,9       |
| Abr <sup>(p)</sup> | 1.200,9                                   | 98,3                                               | 1.708,2                                | 997,2                 | 2.149,6                | 7.874,4                                              | 6.891,2        | 106,72                                 | 191,0                          | 171,0       |

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

|                    | Pasivos a largo plazo de IFM              |                                                    |                                        |                       | Créditos <sup>2)</sup> |                                                      |           |                                                         | Activos<br>exteriores<br>netos | Activo fijo |
|--------------------|-------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------------------------------------|-----------|---------------------------------------------------------|--------------------------------|-------------|
|                    | Depósitos a<br>plazo superior a<br>2 años | Depósitos con<br>preaviso<br>superior a<br>3 meses | Valores<br>emitidos a más<br>de 2 años | Capital y<br>reservas | Crédito a<br>AAPP      | Crédito a otros<br>residentes en la<br>zona del euro | Del cual: |                                                         |                                |             |
|                    |                                           |                                                    |                                        |                       |                        |                                                      | Préstamos | Tasa de<br>variación<br>interanual<br>(%) <sup>3)</sup> |                                |             |
|                    | 1                                         | 2                                                  | 3                                      | 4                     | 5                      | 6                                                    | 7         | 8                                                       | 9                              | 10          |
| 2001 Nov           | -1,6                                      | -1,1                                               | 18,6                                   | 2,9                   | 23,8                   | 48,6                                                 | 49,7      | 6,6                                                     | 27,3                           | 1,1         |
| Dic                | 7,3                                       | 0,1                                                | 7,5                                    | 13,6                  | -6,6                   | 46,0                                                 | 21,9      | 6,0                                                     | -8,9                           | 1,1         |
| 2002 Ene           | 3,6                                       | -3,6                                               | 10,8                                   | 14,2                  | 18,7                   | 17,5                                                 | 12,6      | 5,7                                                     | -14,3                          | -2,5        |
| Feb                | 1,6                                       | -1,0                                               | 9,2                                    | -0,8                  | 3,9                    | 24,9                                                 | 16,2      | 5,6                                                     | -10,9                          | -0,9        |
| Mar                | 3,7                                       | -1,3                                               | 18,8                                   | 2,7                   | 22,1                   | 48,5                                                 | 59,0      | 5,5                                                     | -5,6                           | 0,0         |
| Abr                | -0,2                                      | -1,9                                               | 1,3                                    | -5,2                  | -18,5                  | 44,6                                                 | 41,6      | 5,5                                                     | -2,5                           | -0,2        |
| May                | 3,5                                       | -1,2                                               | 19,7                                   | 3,7                   | 6,9                    | 32,1                                                 | 28,1      | 5,8                                                     | 39,3                           | 0,2         |
| Jun                | 3,3                                       | -0,2                                               | 8,9                                    | -17,1                 | 0,1                    | 32,4                                                 | 39,3      | 5,4                                                     | 41,1                           | -0,2        |
| Jul                | 1,3                                       | 0,0                                                | 14,0                                   | 9,6                   | -3,8                   | -15,0                                                | -2,8      | 5,1                                                     | 2,4                            | 0,5         |
| Ago                | 2,2                                       | 0,2                                                | 2,7                                    | 9,0                   | -14,0                  | 7,0                                                  | 0,2       | 5,4                                                     | 14,4                           | 1,0         |
| Sep                | 1,0                                       | 0,4                                                | 12,0                                   | 9,3                   | 14,3                   | 40,3                                                 | 35,4      | 5,1                                                     | 18,1                           | 0,6         |
| Oct                | 1,3                                       | -1,0                                               | 9,0                                    | 0,0                   | -3,0                   | 31,1                                                 | 18,6      | 5,0                                                     | 29,5                           | 0,9         |
| Nov                | 3,7                                       | -0,5                                               | 13,3                                   | 2,0                   | 15,1                   | 21,9                                                 | 16,7      | 4,4                                                     | 35,4                           | -2,3        |
| Dic                | 16,5                                      | 0,1                                                | -1,9                                   | 8,9                   | -6,1                   | 56,9                                                 | 42,0      | 4,7                                                     | 22,0                           | 1,7         |
| 2003 Ene           | -4,6                                      | 0,5                                                | 6,5                                    | 11,0                  | 21,3                   | 28,1                                                 | 24,6      | 4,9                                                     | 7,3                            | -2,0        |
| Feb                | 6,9                                       | -1,2                                               | 9,8                                    | -4,3                  | 15,5                   | 35,1                                                 | 30,8      | 5,1                                                     | 10,9                           | -1,5        |
| Mar                | 8,5                                       | -4,1                                               | 9,6                                    | -2,8                  | 13,4                   | 35,6                                                 | 32,6      | 4,7                                                     | 14,8                           | 0,0         |
| Abr <sup>(p)</sup> | -2,9                                      | -2,6                                               | 11,3                                   | -1,1                  | 12,9                   | 68,5                                                 | 41,8      | 4,6                                                     | -4,5                           | -1,9        |

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

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

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

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

## Cuadro 2.5

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

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

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

|                       | Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones |               |                                  | Empresas de seguros y fondos de pensiones |               |                                  | AAPP                                   |                         |                      |                             |       |      |       |                                  |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------------------------|-------------------------------------------|---------------|----------------------------------|----------------------------------------|-------------------------|----------------------|-----------------------------|-------|------|-------|----------------------------------|
|                       | Total                                                                                       |               | Índice dic 01 =100 <sup>2)</sup> | Total                                     |               | Índice dic 01 =100 <sup>2)</sup> | Adminis- tración Central <sup>5)</sup> | Otras AAPP              |                      |                             |       |      | Total | Índice dic 01 =100 <sup>2)</sup> |
|                       | Hasta 1 año                                                                                 | Más de 5 años |                                  | Hasta 1 año                               | Más de 5 años |                                  |                                        | Administración Regional | Administración Local | Admones de Seguridad Social |       |      |       |                                  |
|                       |                                                                                             |               |                                  |                                           |               |                                  |                                        |                         |                      |                             |       |      |       |                                  |
| 1                     | 2                                                                                           | 3             | 4                                | 5                                         | 6             | 7                                | 8                                      | 9                       | 10                   | 11                          | 12    | 13   | 14    |                                  |
| 2001 III              | 409,0                                                                                       | 256,8         | 93,7                             | 37,4                                      | 26,9          | 107,3                            | 167,3                                  | 293,9                   | 254,1                | 349,7                       | 312,0 | 18,9 | 829,8 | 98,0                             |
| IV                    | 434,4                                                                                       | 276,0         | 100,0                            | 34,9                                      | 24,8          | 100,0                            | 170,1                                  | 298,3                   | 252,0                | 362,9                       | 322,3 | 16,4 | 847,7 | 100,0                            |
| 2002 I                | 459,4                                                                                       | 305,3         | 105,9                            | 38,9                                      | 28,3          | 111,3                            | 180,3                                  | 294,0                   | 248,2                | 361,8                       | 317,9 | 16,4 | 852,6 | 100,6                            |
| II                    | 461,1                                                                                       | 303,4         | 106,3                            | 42,5                                      | 30,5          | 120,8                            | 163,0                                  | 280,9                   | 245,8                | 366,6                       | 314,5 | 19,5 | 830,1 | 98,0                             |
| III                   | 452,4                                                                                       | 288,0         | 104,3                            | 42,1                                      | 30,1          | 113,6                            | 156,4                                  | 274,7                   | 241,6                | 367,8                       | 315,6 | 21,9 | 820,8 | 96,9                             |
| IV                    | 453,9                                                                                       | 288,0         | 105,4                            | 33,0                                      | 19,7          | 88,9                             | 155,2                                  | 277,7                   | 237,0                | 382,8                       | 327,1 | 21,2 | 836,8 | 98,8                             |
| 2003 I <sup>(p)</sup> | 470,6                                                                                       | 301,2         | 107,1                            | 42,1                                      | 29,8          | 118,5                            | 158,7                                  | 267,2                   | 229,2                | 382,2                       | 330,0 | 21,1 | 829,1 | 97,8                             |

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

|                       | Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones |       |                                                  | Empresas de seguros y fondos de pensiones |       |                                                  | AAPP                                   |            |      |      |      |      |       |                                                    |                         |   |                             |    |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------|-------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------|----------------------------------------|------------|------|------|------|------|-------|----------------------------------------------------|-------------------------|---|-----------------------------|----|
|                       | Total                                                                                       |       | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup> | Total                                     |       | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup> | Adminis- tración Central <sup>3)</sup> | Otras AAPP |      |      |      |      | Total | Tasa de creci- miento interanual (%) <sup>2)</sup> |                         |   |                             |    |
|                       | Hasta 1 año                                                                                 | 1     |                                                  | Hasta 1 año                               | 2     |                                                  |                                        | 3          | 4    | 5    | 6    | 7    |       |                                                    | Administración Regional |   | Admones de Seguridad Social | 12 |
|                       |                                                                                             |       |                                                  |                                           |       |                                                  |                                        |            |      |      |      |      |       |                                                    | Más de 5 años           | 8 |                             |    |
|                       | 1                                                                                           | 2     | 3                                                | 4                                         | 5     | 6                                                | 7                                      | 8          | 9    | 10   | 11   | 12   | 13    | 14                                                 |                         |   |                             |    |
| 2001 IV               | 27,5                                                                                        | 21,3  | 12,0                                             | -2,5                                      | -2,1  | 11,5                                             | 1,9                                    | 4,4        | -2,1 | 13,2 | 10,3 | -2,5 | 16,9  | -0,9                                               |                         |   |                             |    |
| 2002 I                | 25,6                                                                                        | 29,8  | 10,5                                             | 3,9                                       | 3,5   | 7,5                                              | 10,1                                   | -4,3       | -3,8 | -1,1 | -4,4 | 0,1  | 4,8   | 0,0                                                |                         |   |                             |    |
| II                    | 1,6                                                                                         | -1,8  | 9,0                                              | 3,3                                       | 2,1   | 17,4                                             | -16,2                                  | -13,1      | -2,4 | 4,8  | -3,5 | 3,1  | -21,4 | -0,6                                               |                         |   |                             |    |
| III                   | -8,7                                                                                        | -15,4 | 11,3                                             | -2,5                                      | -0,4  | 5,9                                              | -6,7                                   | -6,8       | -4,7 | 1,2  | 1,1  | 2,4  | -9,9  | -1,1                                               |                         |   |                             |    |
| IV                    | 4,7                                                                                         | 3,4   | 5,4                                              | -9,2                                      | -10,5 | -11,1                                            | -0,8                                   | 3,1        | -4,6 | 15,0 | 11,5 | -0,7 | 16,6  | -1,2                                               |                         |   |                             |    |
| 2003 I <sup>(p)</sup> | 7,3                                                                                         | 4,1   | 1,1                                              | 10,9                                      | 10,2  | 6,5                                              | 2,2                                    | -10,5      | -7,9 | -0,6 | 3,2  | -0,1 | -9,0  | -2,8                                               |                         |   |                             |    |

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## Cuadro 2.5 (cont.)

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

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

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

|                       | Sociedades no financieras |               |               |         |                                 |                                  |               |               |       |                                 |
|-----------------------|---------------------------|---------------|---------------|---------|---------------------------------|----------------------------------|---------------|---------------|-------|---------------------------------|
|                       | Hasta 1 año               | De 1 a 5 años | Más de 5 años | Total   | Índice dic 01=100 <sup>2)</sup> | Crédito al consumo <sup>3)</sup> |               |               |       |                                 |
|                       | 1                         | 2             | 3             | 4       | 5                               | Hasta 1 año                      | De 1 a 5 años | Más de 5 años | Total | Índice dic 01=100 <sup>2)</sup> |
| 2001 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                    | 980,7                     | 514,8         | 1.477,3       | 2.972,8 | 103,6                           | 102,2                            | 179,1         | 236,4         | 517,8 | 103,8                           |
| 2003 I <sup>(p)</sup> | 1.027,6                   | 501,1         | 1.464,5       | 2.993,2 | 104,8                           | 112,2                            | 173,2         | 208,7         | 494,1 | 102,8                           |

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

|                       | Sociedades no financieras |               |               |       |                                                  |                                  |               |               |       |                                                  |
|-----------------------|---------------------------|---------------|---------------|-------|--------------------------------------------------|----------------------------------|---------------|---------------|-------|--------------------------------------------------|
|                       | Hasta 1 año               | De 1 a 5 años | Más de 5 años | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup> | Crédito al consumo <sup>3)</sup> |               |               |       |                                                  |
|                       | 1                         | 2             | 3             | 4     | 5                                                | Hasta 1 año                      | De 1 a 5 años | Más de 5 años | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup> |
| 2001 IV               | -9,1                      | 23,2          | 22,4          | 36,5  | 7,8                                              | 1,8                              | -0,7          | 2,4           | 3,5   | 4,2                                              |
| 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                     | 0,2           | 14,9          | 2,0   | 3,5                                              | 1,9                              | 0,0           | 3,7           | 5,6   | 3,2                                              |
| IV                    | -8,5                      | 13,3          | 34,9          | 39,8  | 3,6                                              | 2,5                              | 3,0           | 1,5           | 7,0   | 3,8                                              |
| 2003 I <sup>(p)</sup> | 50,8                      | -9,1          | -4,9          | 36,7  | 4,0                                              | 9,4                              | -7,6          | -7,0          | -5,2  | 2,9                                              |

Fuente: BCE.

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

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

| Hogares                                         |                     |                     |         |                                        |                                 |                  |                  |       |                                        |         |                                        |                       |  |  |
|-------------------------------------------------|---------------------|---------------------|---------|----------------------------------------|---------------------------------|------------------|------------------|-------|----------------------------------------|---------|----------------------------------------|-----------------------|--|--|
| Préstamos para compra de vivienda <sup>3)</sup> |                     |                     |         |                                        | Otras finalidades <sup>5)</sup> |                  |                  |       |                                        | Total   | Índice<br>dic 01<br>=100 <sup>2)</sup> |                       |  |  |
| Hasta<br>1 año                                  | De<br>1 a 5<br>años | Más<br>de 5<br>años | Total   | Índice<br>dic 01<br>=100 <sup>2)</sup> | Hasta 1<br>año                  | De 1 a<br>5 años | Más de<br>5 años | Total | Índice<br>dic 01<br>=100 <sup>2)</sup> |         |                                        |                       |  |  |
| 11                                              | 12                  | 13                  | 14      | 15                                     | 16                              | 17               | 18               | 19    | 20                                     | 21      | 22                                     |                       |  |  |
| 22,5                                            | 61,1                | 1.905,3             | 1.988,9 | 98,4                                   | 153,4                           | 104,2            | 368,6            | 626,2 | 99,4                                   | 3.108,2 | 98,8                                   | 2001 III<br>IV        |  |  |
| 22,7                                            | 61,0                | 1.937,0             | 2.020,6 | 100,0                                  | 152,8                           | 105,3            | 370,3            | 628,3 | 100,0                                  | 3.146,0 | 100,0                                  |                       |  |  |
| 23,1                                            | 60,7                | 1.975,0             | 2.058,7 | 101,9                                  | 150,6                           | 104,7            | 364,5            | 619,8 | 99,5                                   | 3.174,7 | 101,1                                  | 2002 I<br>II          |  |  |
| 23,7                                            | 60,7                | 2.019,1             | 2.103,5 | 104,1                                  | 157,6                           | 107,2            | 367,5            | 632,3 | 101,7                                  | 3.241,7 | 103,2                                  |                       |  |  |
| 24,6                                            | 60,7                | 2.059,1             | 2.144,4 | 106,1                                  | 151,3                           | 103,7            | 370,0            | 625,0 | 101,1                                  | 3.282,8 | 104,5                                  | III<br>IV             |  |  |
| 25,8                                            | 64,9                | 2.087,3             | 2.177,9 | 107,7                                  | 157,1                           | 98,9             | 370,0            | 626,0 | 101,7                                  | 3.321,7 | 105,9                                  |                       |  |  |
| 16,3                                            | 69,2                | 2.124,5             | 2.210,0 | 109,2                                  | 145,6                           | 94,9             | 405,1            | 645,6 | 102,8                                  | 3.350,1 | 106,9                                  | 2003 I <sup>(p)</sup> |  |  |

| Hogares                                         |               |               |       |                                                  |                                 |               |               |       |                                                  |       |                                                  |  |                       |  |
|-------------------------------------------------|---------------|---------------|-------|--------------------------------------------------|---------------------------------|---------------|---------------|-------|--------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------|--|-----------------------|--|
| Préstamos para compra de vivienda <sup>3)</sup> |               |               |       |                                                  | Otras finalidades <sup>5)</sup> |               |               |       |                                                  | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup> |  |                       |  |
| Hasta 1 año                                     | De 1 a 5 años | Más de 5 años | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup> | Hasta 1 año                     | De 1 a 5 años | Más de 5 años | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>2)</sup> |       |                                                  |  |                       |  |
| 11                                              | 12            | 13            | 14    | 15                                               | 16                              | 17            | 18            | 19    | 20                                               | 21    | 22                                               |  |                       |  |
| 0,1                                             | -0,1          | 31,4          | 31,5  | 7,5                                              | -0,6                            | 2,2           | 2,3           | 4,0   | 1,7                                              | 39,0  | 5,8                                              |  | 2001 IV               |  |
| 0,4                                             | -0,4          | 38,1          | 38,1  | 7,3                                              | -1,7                            | -0,3          | -1,2          | -3,1  | 0,6                                              | 34,2  | 5,3                                              |  | 2002 I                |  |
| 0,6                                             | 0,0           | 44,2          | 44,8  | 7,8                                              | 7,1                             | 2,8           | 3,7           | 13,7  | 1,4                                              | 65,8  | 5,7                                              |  | II                    |  |
| 0,9                                             | 0,0           | 39,6          | 40,5  | 7,8                                              | -6,3                            | -1,5          | 3,8           | -4,0  | 1,7                                              | 42,1  | 5,8                                              |  | III                   |  |
| 1,2                                             | 2,3           | 27,8          | 31,3  | 7,7                                              | 2,4                             | 0,3           | 1,4           | 4,1   | 1,7                                              | 42,4  | 5,9                                              |  | IV                    |  |
| -9,4                                            | 4,3           | 36,6          | 31,6  | 7,2                                              | -9,3                            | -1,3          | 17,2          | 6,5   | 3,3                                              | 33,2  | 5,8                                              |  | 2003 I <sup>(p)</sup> |  |

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

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

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

## Cuadro 2.6

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

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

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

|                       | Intermediarios financieros no monetarios, excepto<br>empresas de seguros y fondos de pensiones |                           |                        |       |                                        | Empresas de seguros y fondos de pensiones |                           |                        |      |                                        | AAPP                           |                                 |                              |                                      |       |                                        |
|-----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|------------------------|-------|----------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------|------------------------|------|----------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|------------------------------|--------------------------------------|-------|----------------------------------------|
|                       | Total <sup>2)</sup>                                                                            |                           |                        |       | Índice<br>dic 01<br>=100 <sup>3)</sup> | Total <sup>2)</sup>                       |                           |                        |      | Índice<br>dic 01<br>=100 <sup>3)</sup> | Adminis-<br>tración<br>Central | Otras AAPP                      |                              |                                      | Total | Índice<br>dic 01<br>=100 <sup>3)</sup> |
|                       | Depósi-<br>tos a la<br>vista                                                                   | Depósi-<br>tos a<br>plazo | Cesiones<br>temporales |       |                                        | Depósi-<br>tos a la<br>vista              | Depósi-<br>tos a<br>plazo | Cesiones<br>temporales |      |                                        |                                | Adminis-<br>tración<br>Regional | Adminis-<br>tración<br>Local | Admones<br>de<br>Seguridad<br>Social |       |                                        |
|                       |                                                                                                |                           |                        |       |                                        |                                           |                           |                        |      |                                        |                                |                                 |                              |                                      |       |                                        |
| 2001 III              | 455,3                                                                                          | 162,7                     | 201,8                  | 85,6  | 98,8                                   | 487,8                                     | 39,3                      | 426,9                  | 17,9 | 98,5                                   | 147,8                          | 33,3                            | 67,4                         | 60,4                                 | 308,9 | 103,3                                  |
| IV                    | 465,8                                                                                          | 157,9                     | 217,3                  | 85,3  | 100,0                                  | 495,4                                     | 48,0                      | 427,5                  | 16,4 | 100,0                                  | 139,0                          | 30,0                            | 68,9                         | 61,0                                 | 299,0 | 100,0                                  |
| 2002 I                | 485,5                                                                                          | 157,8                     | 228,8                  | 92,8  | 103,8                                  | 498,6                                     | 43,9                      | 433,0                  | 17,7 | 100,6                                  | 157,5                          | 31,0                            | 64,2                         | 61,8                                 | 314,5 | 105,4                                  |
| II                    | 492,4                                                                                          | 164,0                     | 229,9                  | 93,0  | 104,8                                  | 503,9                                     | 48,4                      | 432,9                  | 19,0 | 101,7                                  | 155,0                          | 34,2                            | 65,7                         | 59,8                                 | 314,7 | 105,4                                  |
| III                   | 488,5                                                                                          | 158,2                     | 219,4                  | 105,2 | 106,4                                  | 506,3                                     | 50,1                      | 437,9                  | 14,4 | 102,2                                  | 146,3                          | 34,3                            | 63,8                         | 55,0                                 | 299,4 | 99,1                                   |
| IV                    | 483,4                                                                                          | 153,7                     | 226,0                  | 97,1  | 105,5                                  | 522,8                                     | 55,9                      | 445,6                  | 17,9 | 105,5                                  | 136,4                          | 31,7                            | 69,2                         | 52,4                                 | 289,8 | 95,9                                   |
| 2003 I <sup>(p)</sup> | 524,7                                                                                          | 166,3                     | 250,7                  | 99,5  | 116,2                                  | 535,2                                     | 59,5                      | 453,8                  | 18,2 | 107,8                                  | 170,9                          | 32,2                            | 65,9                         | 53,1                                 | 322,1 | 104,7                                  |

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

|                       | Intermediarios financieros no monetarios, excepto<br>empresas de seguros y fondos de pensiones |                           |                        |                              |                                                           | Empresas de seguros y fondos de pensiones |                        |                                 |                              |                                                           | AAPP                           |                                      |      |      |       |                                                                  |
|-----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|------------------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------|---------------------------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|------|------|-------|------------------------------------------------------------------|
|                       | Total <sup>2)</sup>                                                                            |                           |                        |                              | Tasa de<br>crecimiento<br>interanual<br>(%) <sup>3)</sup> | Total <sup>2)</sup>                       |                        |                                 |                              | Tasa de<br>crecimiento<br>interanual<br>(%) <sup>3)</sup> | Adminis-<br>tración<br>Central | Otras AAPP                           |      |      | Total | Tasa de cre-<br>cimiento<br>inter-<br>anual<br>(%) <sup>3)</sup> |
|                       | Depósi-<br>tos a la<br>vista                                                                   | Depósi-<br>tos a<br>plazo | Cesiones<br>temporales | Depósi-<br>tos a la<br>vista |                                                           | Depósi-<br>tos a<br>plazo                 | Cesiones<br>temporales | Adminis-<br>tración<br>Regional | Adminis-<br>tración<br>Local |                                                           |                                | Admones<br>de<br>Seguridad<br>Social |      |      |       |                                                                  |
|                       |                                                                                                |                           |                        |                              |                                                           |                                           |                        |                                 |                              |                                                           |                                |                                      |      |      |       |                                                                  |
| 1                     | 2                                                                                              | 3                         | 4                      | 5                            | 6                                                         | 7                                         | 8                      | 9                               | 10                           | 11                                                        | 12                             | 13                                   | 14   | 15   | 16    |                                                                  |
| 2001 IV               | 5,7                                                                                            | -4,7                      | 10,5                   | -0,2                         | 4,2                                                       | 7,6                                       | 8,8                    | 0,6                             | -1,4                         | 3,8                                                       | -8,8                           | -3,4                                 | 1,5  | 0,7  | -10,0 | -6,9                                                             |
| 2002 I                | 17,7                                                                                           | 0,0                       | 9,6                    | 7,4                          | 5,5                                                       | 3,0                                       | -4,2                   | 5,3                             | 1,3                          | 3,1                                                       | 19,0                           | 1,0                                  | -4,7 | 0,7  | 16,1  | 3,8                                                              |
| II                    | 4,8                                                                                            | 5,8                       | 1,4                    | -0,4                         | 4,2                                                       | 5,3                                       | 4,5                    | -0,1                            | 1,2                          | 3,6                                                       | -2,5                           | 3,3                                  | 1,5  | -2,1 | 0,2   | -2,9                                                             |
| III                   | 7,3                                                                                            | -6,2                      | 1,2                    | 12,2                         | 7,7                                                       | 2,5                                       | 1,7                    | 5,1                             | -4,6                         | 3,8                                                       | -12,5                          | 0,1                                  | -1,9 | -4,7 | -19,0 | -4,1                                                             |
| IV                    | -3,9                                                                                           | -4,5                      | 6,1                    | -6,5                         | 5,5                                                       | 16,5                                      | 5,8                    | 7,7                             | 3,5                          | 5,5                                                       | -9,9                           | -2,6                                 | 5,5  | -2,6 | -9,5  | -4,1                                                             |
| 2003 I <sup>(p)</sup> | 48,9                                                                                           | 12,6                      | 23,7                   | 10,9                         | 12,0                                                      | 11,6                                      | 3,7                    | 7,4                             | 0,4                          | 7,2                                                       | 28,9                           | 0,5                                  | -3,3 | 0,6  | 26,7  | -0,6                                                             |

Fuente: BCE.

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

2) Incluye los depósitos disponibles con preaviso.

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

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

## Cuadro 2.6 (cont.)

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

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

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

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

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

|                       | Sociedades no financieras |                      |                                    |                     |       |                                                  | Hogares <sup>2)</sup> |                      |                                    |                     |       |                                                  |
|-----------------------|---------------------------|----------------------|------------------------------------|---------------------|-------|--------------------------------------------------|-----------------------|----------------------|------------------------------------|---------------------|-------|--------------------------------------------------|
|                       | Depósitos a la vista      | Depósitos a la plazo | Depósitos disponibles con preaviso | Cesiones temporales | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup> | Depósitos a la vista  | Depósitos a la plazo | Depósitos disponibles con preaviso | Cesiones temporales | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup> |
|                       | 1                         | 2                    | 3                                  | 4                   | 5     | 6                                                | 7                     | 8                    | 9                                  | 10                  | 11    | 12                                               |
| 2001 IV               | 62,1                      | 14,5                 | 2,0                                | 4,3                 | 82,8  | 12,4                                             | 80,1                  | -4,1                 | 60,3                               | -8,0                | 128,3 | 10,4                                             |
| 2002 I                | -48,5                     | 9,2                  | 0,0                                | -2,5                | -41,8 | 8,0                                              | -4,5                  | -10,1                | 15,1                               | 4,0                 | 4,5   | 6,5                                              |
| II                    | 33,0                      | 4,6                  | 0,2                                | 3,0                 | 40,8  | 10,3                                             | 36,9                  | -5,1                 | 1,6                                | -3,7                | 29,7  | 5,7                                              |
| III                   | 5,6                       | 1,4                  | 0,9                                | 0,0                 | 8,0   | 10,1                                             | -9,2                  | -2,8                 | 9,7                                | 1,4                 | -0,8  | 4,5                                              |
| IV                    | 38,3                      | 7,7                  | 2,8                                | -1,7                | 47,1  | 5,6                                              | 40,5                  | 8,6                  | 43,4                               | -3,7                | 88,8  | 3,3                                              |
| 2003 I <sup>(p)</sup> | -32,9                     | -4,9                 | 3,9                                | -3,0                | -36,9 | 6,3                                              | 8,1                   | -16,7                | 35,9                               | -4,1                | 23,2  | 3,8                                              |

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## Cuadro 2.7

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

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

#### 1. Saldos a fin de período

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

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

|                       | Préstamos a no residentes |                                                   |           |       |       |                                                   |       |                                                   | Valores distintos de acciones emitidos por no residentes |                                                   |           |       |       |                                                   |       |                                                   |
|-----------------------|---------------------------|---------------------------------------------------|-----------|-------|-------|---------------------------------------------------|-------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------|-------|-------|---------------------------------------------------|-------|---------------------------------------------------|
|                       | Bancos <sup>1) 2)</sup>   |                                                   | No bancos |       |       |                                                   | Total | Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup> | Bancos <sup>1)</sup>                                     |                                                   | No bancos |       |       |                                                   | Total | Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup> |
|                       | Total                     | Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup> | AAPP      | Otros | Total | Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup> |       |                                                   | Total                                                    | Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup> | AAPP      | Otros | Total | Tasa de crecimiento inter-anual (%) <sup>3)</sup> |       |                                                   |
|                       | 1                         | 2                                                 | 3         | 4     | 5     | 6                                                 | 7     | 8                                                 | 9                                                        | 10                                                | 11        | 12    | 13    | 14                                                | 15    | 16                                                |
| 2001 IV               | 29,2                      | 14,0                                              | 0,1       | 6,1   | 6,2   | 16,0                                              | 35,4  | 14,7                                              | 26,0                                                     | 33,3                                              | 16,7      | -2,1  | 14,6  | 7,3                                               | 40,6  | 14,3                                              |
| 2002 I                | -17,3                     | 4,4                                               | 3,6       | 11,8  | 15,4  | 6,3                                               | -2,0  | 5,1                                               | 25,6                                                     | 35,7                                              | -10,9     | -2,8  | -13,7 | 0,9                                               | 11,9  | 10,7                                              |
| II                    | 50,2                      | 9,1                                               | -3,6      | 18,1  | 14,5  | 10,6                                              | 64,7  | 9,7                                               | -3,8                                                     | 24,7                                              | -34,1     | 27,5  | -6,6  | -1,2                                              | -10,4 | 6,5                                               |
| III                   | 28,4                      | 8,5                                               | 3,0       | 5,3   | 8,3   | 7,4                                               | 36,7  | 8,1                                               | 2,3                                                      | 24,1                                              | 4,6       | 14,0  | 18,6  | 2,9                                               | 20,9  | 9,2                                               |
| IV                    | 91,6                      | 14,2                                              | -4,3      | -0,2  | -4,5  | 5,5                                               | 87,1  | 11,2                                              | 1,4                                                      | 10,9                                              | -5,2      | 12,1  | 6,9   | 1,3                                               | 8,3   | 4,4                                               |
| 2003 I <sup>(p)</sup> | 55,6                      | 21,5                                              | -8,9      | 20,5  | 11,6  | 5,0                                               | 67,2  | 15,5                                              | 14,1                                                     | 5,8                                               | -9,7      | 15,9  | 6,2   | 5,5                                               | 20,3  | 5,6                                               |

Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 2.7 (cont.)

| Acciones y participaciones emitidas por no residentes <sup>5)</sup> |                                  |       |                                  |       |                                  | Depósitos mantenidos por no residentes |                                  |           |       |       |                                  |         |                                  |                           |  |
|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|----------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------|-----------|-------|-------|----------------------------------|---------|----------------------------------|---------------------------|--|
| Bancos <sup>1)</sup>                                                |                                  | Otros |                                  | Total | Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup> | Bancos <sup>1)</sup>                   |                                  | No bancos |       |       |                                  | Total   | Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup> |                           |  |
| Total                                                               | Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup> | Total | Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup> |       |                                  | Total                                  | Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup> | AAPP      | Otros | Total | Índice dic 01 =100 <sup>3)</sup> |         |                                  |                           |  |
| 17                                                                  | 18                               | 19    | 20                               |       |                                  | 21                                     | 22                               | 23        | 24    | 25    | 26                               |         |                                  |                           |  |
| 63,6                                                                | 90,9                             | 89,9  | 99,2                             | 153,5 | 95,6                             | 1.710,8                                | 100,7                            | 93,0      | 588,5 | 681,5 | 97,2                             | 2.392,3 | 99,7                             | 2001 III<br>IV            |  |
| 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                            |                           |  |
| 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<br>II<br>III<br>IV |  |
| 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                            |                           |  |
| 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                            |                           |  |
| 78,7                                                                | 107,4                            | 98,7  | 113,2                            | 177,4 | 110,6                            | 1.607,9                                | 99,9                             | 98,7      | 591,2 | 689,9 | 104,5                            | 2.297,8 | 101,2                            |                           |  |
| -                                                                   | -                                | -     | -                                | -     | -                                | 1.611,1                                | 101,8                            | 98,4      | 604,4 | 702,8 | 108,4                            | 2.313,9 | 103,7                            | 2003 I <sup>(p)</sup>     |  |

| Acciones y participaciones emitidas por no residentes <sup>5)</sup> |                                                  |       |                                                  |       |                                                  | Depósitos mantenidos por no residentes |                                                  |           |       |       |                                                  |       |                                                  |                       |
|---------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------|----------------------------------------|--------------------------------------------------|-----------|-------|-------|--------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------|-----------------------|
| Bancos <sup>1)</sup>                                                |                                                  | Otros |                                                  | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup> | Bancos <sup>1)</sup>                   |                                                  | No bancos |       |       |                                                  | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup> |                       |
| Total                                                               | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup> | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup> |       |                                                  | Total                                  | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup> | AAPP      | Otros | Total | Tasa de crecimiento interanual (%) <sup>3)</sup> |       |                                                  |                       |
| 17                                                                  | 18                                               | 19    | 20                                               | 21    | 22                                               | 23                                     | 24                                               | 25        | 26    | 27    | 28                                               | 29    | 30                                               |                       |
| 6,3                                                                 | 11,8                                             | 0,8   | 12,9                                             | 7,1   | 12,4                                             | -12,0                                  | 8,7                                              | 2,3       | 17,5  | 19,8  | 18,0                                             | 7,8   | 11,2                                             | 2001 IV               |
| 3,3                                                                 | 12,0                                             | 9,8   | 6,1                                              | 13,0  | 8,4                                              | 7,6                                    | -2,9                                             | 4,2       | 19,0  | 23,2  | 9,9                                              | 30,8  | 0,6                                              | 2002 I                |
| -0,2                                                                | 19,1                                             | 2,3   | 5,5                                              | 2,1   | 10,6                                             | -26,1                                  | -4,2                                             | -2,8      | 12,3  | 9,5   | 10,9                                             | -16,6 | -0,1                                             | II                    |
| 2,5                                                                 | 18,4                                             | -6,7  | 6,8                                              | -4,1  | 11,7                                             | 5,8                                    | -1,4                                             | 6,1       | 2,2   | 8,2   | 8,9                                              | 14,1  | 1,5                                              | III                   |
| -0,1                                                                | 7,4                                              | 6,5   | 13,2                                             | 6,3   | 10,6                                             | 9,9                                    | -0,1                                             | -3,7      | -5,1  | -8,9  | 4,5                                              | 1,0   | 1,2                                              | IV                    |
| -                                                                   | -                                                | -     | -                                                | -     | -                                                | 31,0                                   | 1,4                                              | -0,3      | 26,2  | 25,9  | 5,0                                              | 56,8  | 2,5                                              | 2003 I <sup>(p)</sup> |

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

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

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

## Cuadro 2.8

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

[mm de euros (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 <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas |                       |             |              |       | Total monedas       | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas |                       |             |              |       |
|                      | 1                | 2                  | 3                      | 4             | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras | 9                   | 10                 | 11                     | 12            | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras |
| 2001 III             | 4.108,4          | 3.628,3            | 48,9                   | 431,2         | 300,6                 | 41,7        | 71,0         | 17,9  | 5.700,0             | 5.503,7            | 28,2                   | 168,1         | 125,7                 | 19,4        | 10,8         | 12,2  |
| IV                   | 4.171,9          | 3.699,5            | 46,6                   | 425,9         | 307,6                 | 33,5        | 67,2         | 17,6  | 5.916,6             | 5.715,8            | 26,0                   | 174,8         | 127,4                 | 23,9        | 10,5         | 13,0  |
| 2002 I               | 4.134,6          | 3.645,4            | 46,1                   | 443,0         | 315,8                 | 40,6        | 65,6         | 21,0  | 5.915,9             | 5.712,5            | 28,8                   | 174,6         | 126,8                 | 22,4        | 10,7         | 14,6  |
| II                   | 4.211,9          | 3.771,7            | 41,3                   | 398,8         | 276,4                 | 40,8        | 62,8         | 18,8  | 5.978,9             | 5.791,1            | 26,7                   | 161,0         | 115,0                 | 22,3        | 10,9         | 12,8  |
| III                  | 4.219,7          | 3.799,3            | 38,8                   | 381,6         | 266,0                 | 37,1        | 58,1         | 20,4  | 5.968,5             | 5.782,3            | 27,3                   | 158,9         | 115,6                 | 20,8        | 9,5          | 13,0  |
| IV                   | 4.419,8          | 4.014,2            | 36,6                   | 369,0         | 252,9                 | 33,2        | 60,3         | 22,6  | 6.107,4             | 5.929,8            | 24,2                   | 153,4         | 109,0                 | 20,1        | 11,3         | 13,0  |
| 2003 I <sup>3)</sup> | 4.476,2          | 4.076,4            | 38,8                   | 361,0         | 251,8                 | 32,1        | 58,6         | 18,5  | 6.177,3             | 5.999,5            | 25,6                   | 152,2         | 107,4                 | 20,9        | 11,7         | 12,2  |

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

|                      | Emitidos por bancos <sup>3)</sup> |                    |                        |               |                       |             |              |       | Emitidos por no bancos |                    |                        |               |                       |             |              |       |
|----------------------|-----------------------------------|--------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|------------------------|--------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|
|                      | Total monedas                     | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas |                       |             |              |       | Total monedas          | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas |                       |             |              |       |
|                      | 1                                 | 2                  | 3                      | 4             | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras | 9                      | 10                 | 11                     | 12            | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras |
| 2001 III             | 1.710,8                           | 664,3              | 140,3                  | 906,2         | 745,2                 | 53,5        | 76,3         | 31,2  | 681,5                  | 297,7              | 69,2                   | 314,5         | 263,0                 | 18,4        | 17,1         | 16,0  |
| IV                   | 1.718,4                           | 631,1              | 132,3                  | 955,1         | 799,1                 | 48,5        | 75,3         | 32,1  | 710,3                  | 308,1              | 60,8                   | 341,4         | 293,9                 | 16,8        | 18,1         | 12,6  |
| 2002 I               | 1.740,4                           | 661,8              | 144,8                  | 933,8         | 781,0                 | 44,4        | 74,6         | 33,8  | 735,9                  | 312,7              | 66,6                   | 356,6         | 302,8                 | 20,0        | 18,9         | 14,8  |
| II                   | 1.605,9                           | 648,9              | 141,6                  | 815,4         | 665,8                 | 40,5        | 73,4         | 35,7  | 703,8                  | 322,4              | 63,3                   | 318,1         | 268,7                 | 19,4        | 17,8         | 12,2  |
| III                  | 1.644,0                           | 703,2              | 147,8                  | 793,0         | 649,0                 | 37,7        | 73,0         | 33,3  | 715,9                  | 335,7              | 68,2                   | 312,1         | 261,7                 | 17,7        | 16,4         | 16,4  |
| IV                   | 1.607,9                           | 701,0              | 140,7                  | 766,2         | 634,9                 | 33,5        | 68,8         | 29,0  | 689,9                  | 332,5              | 71,9                   | 285,5         | 242,9                 | 15,5        | 13,2         | 13,9  |
| 2003 I <sup>3)</sup> | 1.611,1                           | 740,9              | 133,8                  | 736,3         | 598,7                 | 33,9        | 70,6         | 33,1  | 702,8                  | 363,4              | 66,6                   | 272,8         | 224,8                 | 17,6        | 14,0         | 16,4  |

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## Cuadro 2.8 (cont.)

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

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

#### Saldos de activos

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

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

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

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

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

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

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

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

## Cuadro 2.9

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

[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 <sup>(p)</sup> | 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<br>y préstamos recibidos | Participaciones<br>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 <sup>(p)</sup> | 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<br>renta variable           | Fondos de<br>renta fija | Fondos<br>mixtos | Fondos<br>inmobiliarios | Otros<br>fondos | Fondos<br>abiertos<br>al público | Fondos<br>inversores<br>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 <sup>(p)</sup> | 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 |
|-------------------|-----------|--------------------------------------------|--------------|---------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------|-------|
|                   | 1         | 2                                          | Hasta un año | Más de un año | 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 <sup>(p)</sup> | 26,7      | 28,2                                       | 3,1          | 25,1          | 505,6                                         | 18,3                                                | 14,9          | 593,5 |

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

|                   | Depósitos y préstamos recibidos | Participaciones en fondos de inversión | Otros pasivos | Total |
|-------------------|---------------------------------|----------------------------------------|---------------|-------|
|                   | 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 <sup>(p)</sup> | 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   |
|-------------------|-----------|--------------------------------------------|--------------|---------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------|---------|
|                   | 1         | 2                                          | Hasta un año | Más de un año | 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 <sup>(p)</sup> | 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

|                   | Depósitos y préstamos recibidos | Participaciones en fondos de inversión | Otros pasivos | Total   |
|-------------------|---------------------------------|----------------------------------------|---------------|---------|
|                   | 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 <sup>(p)</sup> | 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<br>1 | Tenencias de valores distintos de acciones<br>2 |                   |                    | Tenencias de acciones y otras participaciones<br>5 | Tenencias de participaciones en fondos de inversión<br>6 | Activo fijo<br>7 | Otros activos<br>8 | Total<br>9 |
|-------------------|----------------|-------------------------------------------------|-------------------|--------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|------------------|--------------------|------------|
|                   |                |                                                 | Hasta un año<br>3 | Más de un año<br>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 <sup>(p)</sup> | 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<br>y préstamos recibidos | Participaciones<br>en fondos de inversión | Otros pasivos |       |
|                              | 1                                  | 2                                         | 3             |       |
|                              |                                    |                                           |               | 4     |
| 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 <sup>(p)</sup>            | 3,0                                | 677,3                                     | 21,5          | 701,7 |

**7. Activo de los fondos inmobiliarios**

|                   | Depósitos<br>1 | Tenencias de valores distintos de acciones<br>2 |                   |                    | Tenencias de acciones y otras participaciones<br>5 | Tenencias de participaciones en fondos de inversión<br>6 | Activo fijo<br>7 | Otros activos<br>8 | Total<br>9 |
|-------------------|----------------|-------------------------------------------------|-------------------|--------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|------------------|--------------------|------------|
|                   |                |                                                 | Hasta un año<br>3 | Más de un año<br>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 <sup>(p)</sup> | 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<br>y préstamos recibidos | Participaciones<br>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 <sup>(p)</sup> | 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 <sup>(p)</sup> | 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 <sup>(p)</sup> | 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 <sup>(p)</sup> | 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 <sup>(p)</sup> | 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**

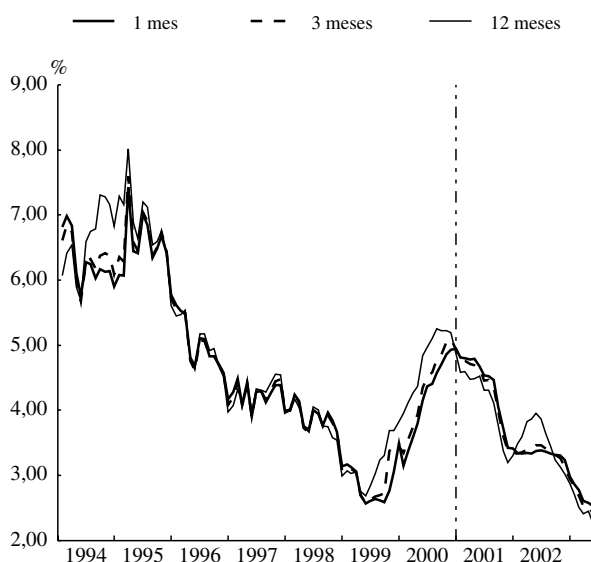
**Tipos de interés del mercado monetario<sup>1)</sup>**

(en porcentaje)

|                                       | Zona del euro <sup>4)</sup>     |                                 |                                   |                                   |                                    | Estados Unidos <sup>5)</sup> | Japón <sup>6)</sup> |
|---------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|------------------------------|---------------------|
|                                       | Depósitos a 1 día <sup>2)</sup> | Depósitos a 1 mes <sup>3)</sup> | Depósitos a 3 meses <sup>5)</sup> | Depósitos a 6 meses <sup>5)</sup> | Depósitos a 12 meses <sup>5)</sup> | 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 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                |
| May                                   | 2,56                            | 2,52                            | 2,41                              | 2,32                              | 2,26                               | 1,28                         | 0,06                |
| 2003 May 2                            | 2,55                            | 2,57                            | 2,50                              | 2,41                              | 2,36                               | 1,29                         | 0,06                |
| 9                                     | 2,55                            | 2,58                            | 2,47                              | 2,40                              | 2,35                               | 1,29                         | 0,06                |
| 16                                    | 2,56                            | 2,58                            | 2,41                              | 2,30                              | 2,26                               | 1,29                         | 0,06                |
| 23                                    | 2,21                            | 2,47                            | 2,35                              | 2,25                              | 2,19                               | 1,28                         | 0,06                |
| 30                                    | 2,65                            | 2,39                            | 2,27                              | 2,21                              | 2,14                               | 1,28                         | 0,06                |

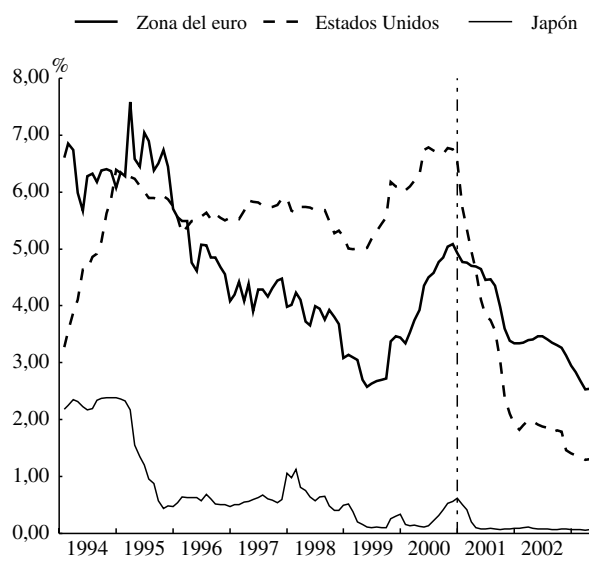
**Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro**

(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

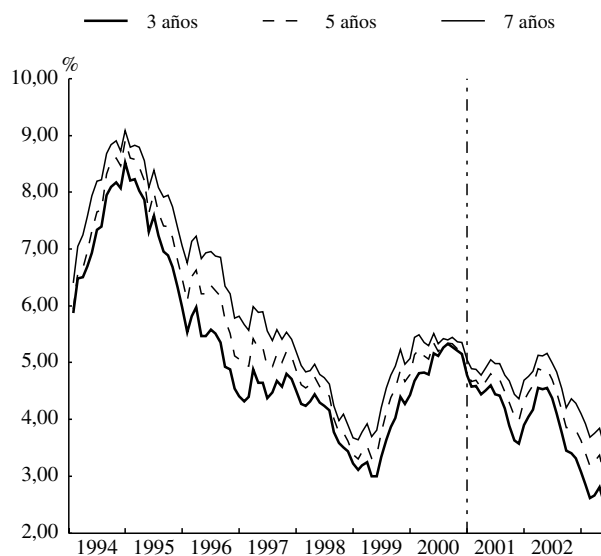
### Rendimientos de la deuda pública<sup>1)</sup>

(en porcentaje)

|                                       | Zona del euro <sup>2)</sup> |             |             |             |              | Estados Unidos | Japón        |
|---------------------------------------|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|----------------|--------------|
|                                       | 2 años<br>1                 | 3 años<br>2 | 5 años<br>3 | 7 años<br>4 | 10 años<br>5 | 10 años<br>6   | 10 años<br>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 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         |
| May                                   | 2,31                        | 2,53        | 3,02        | 3,54        | 3,92         | 3,56           | 0,57         |
| 2003 May 2                            | 2,49                        | 2,75        | 3,27        | 3,79        | 4,16         | 3,90           | 0,61         |
| 9                                     | 2,38                        | 2,61        | 3,10        | 3,61        | 3,99         | 3,70           | 0,58         |
| 16                                    | 2,28                        | 2,49        | 2,98        | 3,50        | 3,89         | 3,48           | 0,58         |
| 23                                    | 2,17                        | 2,38        | 2,85        | 3,34        | 3,72         | 3,32           | 0,57         |
| 30                                    | 2,20                        | 2,41        | 2,89        | 3,40        | 3,80         | 3,39           | 0,53         |

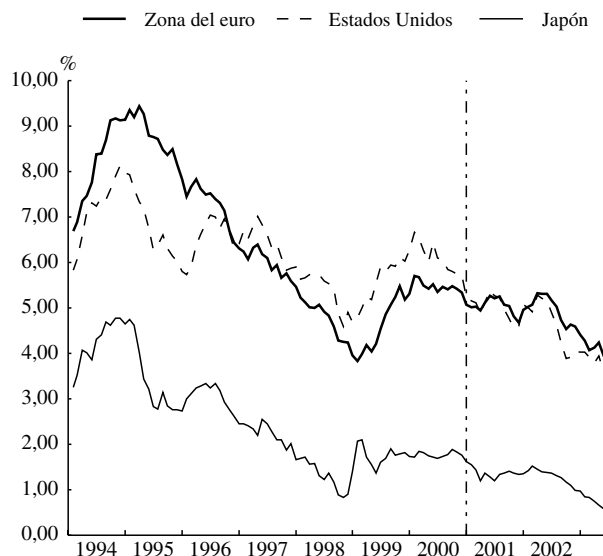
### Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensual)



### Rendimientos de la deuda pública a 10 años

(mensual)



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

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

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

### Cuadro 3.3

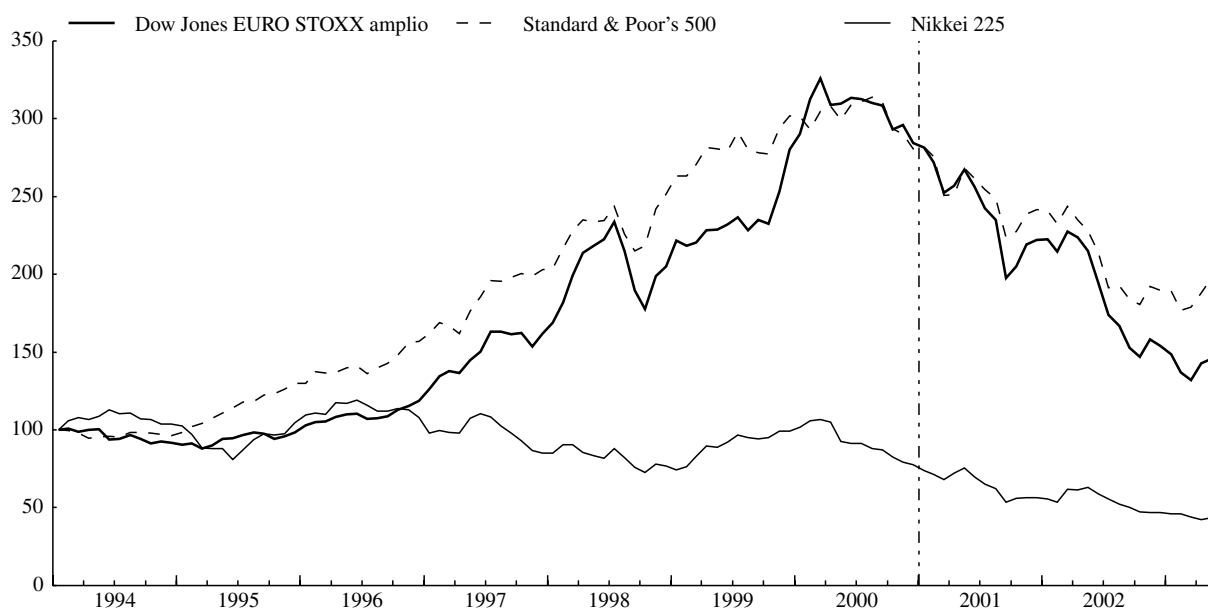
#### Índices de los mercados bursátiles

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

|                                       | Índices Dow Jones EURO STOXX |         |                                                |                 |                    |         |            |            |            |                         |                    |         | Estados Unidos        | Japón      |
|---------------------------------------|------------------------------|---------|------------------------------------------------|-----------------|--------------------|---------|------------|------------|------------|-------------------------|--------------------|---------|-----------------------|------------|
|                                       | Referencia                   |         | Índices de los principales sectores económicos |                 |                    |         |            |            |            |                         |                    |         | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
|                                       | Amplio                       | 50      | Materias primas                                | Consumo cíclico | Consumo no cíclico | Energía | Financiero | Industrial | Tecnología | Gas, agua, electricidad | Telecomunicaciones | Sanidad |                       |            |
|                                       | 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 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    |
| May                                   | 202,0                        | 2.303,0 | 196,4                                          | 124,9           | 202,3              | 249,6   | 187,4      | 198,5      | 258,2      | 208,3                   | 324,9              | 304,2   | 935,8                 | 8.122,1    |
| 2003 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    |
| 9                                     | 202,8                        | 2.314,1 | 198,3                                          | 125,8           | 203,1              | 251,2   | 188,2      | 200,7      | 260,2      | 208,0                   | 321,5              | 305,0   | 933,4                 | 8.152,2    |
| 16                                    | 205,5                        | 2.349,1 | 201,8                                          | 126,9           | 202,4              | 252,7   | 192,5      | 200,3      | 263,6      | 212,1                   | 326,4              | 309,6   | 944,3                 | 8.117,3    |
| 23                                    | 198,0                        | 2.246,6 | 189,2                                          | 122,2           | 200,6              | 248,8   | 182,6      | 194,5      | 245,6      | 206,6                   | 322,3              | 302,4   | 931,9                 | 8.184,8    |
| 30                                    | 204,9                        | 2.330,1 | 194,2                                          | 127,5           | 201,0              | 252,1   | 189,8      | 201,0      | 265,4      | 212,3                   | 336,2              | 307,6   | 963,6                 | 8.424,5    |

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

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



Fuente: Reuters.

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

### Cuadro 3.4

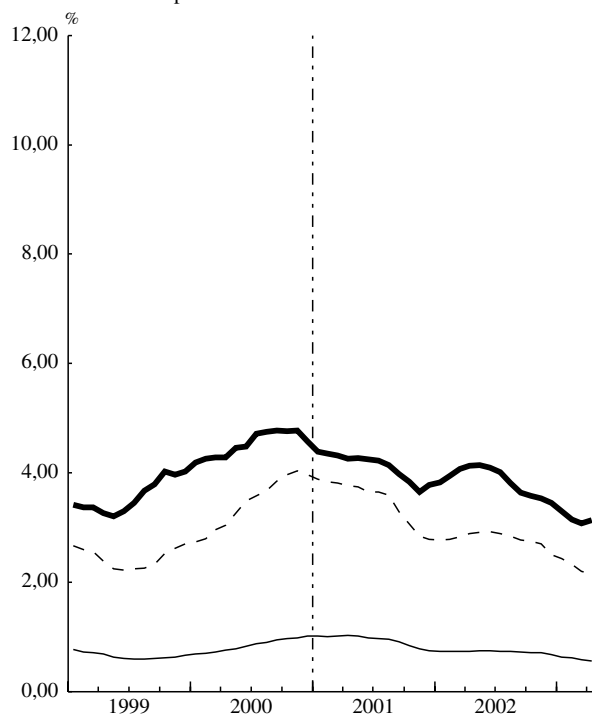
#### Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela

(en porcentaje; medias del período)

|                                       | Tipos de interés de los depósitos |             |              |               |                          |                | Tipos de interés de los préstamos y créditos |              |                    |                         |
|---------------------------------------|-----------------------------------|-------------|--------------|---------------|--------------------------|----------------|----------------------------------------------|--------------|--------------------|-------------------------|
|                                       | A la vista                        | A plazo     |              |               | Disponibles con preaviso |                | A empresas                                   |              | A hogares          |                         |
|                                       |                                   | Hasta 1 año | Hasta 2 años | Más de 2 años | Hasta 3 meses            | Más de 3 meses | Hasta 1 año                                  | Más de 1 año | Crédito al consumo | Para compra de vivienda |
|                                       | 1                                 | 2           | 3            | 4             | 5                        | 6              | 7                                            | 8            | 9                  | 10                      |
| 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 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           | 5,98                                         | 5,34         | 9,58               | 5,10                    |
| 2003 Ene                              | 0,63                              | 2,43        | 2,43         | 3,30          | 2,04                     | 2,34           | 5,85                                         | 5,30         | 9,50               | 4,92                    |
| Feb                                   | 0,62                              | 2,32        | 2,32         | 3,15          | 2,02                     | 2,12           | 5,79                                         | 5,21         | 9,42               | 4,78                    |
| Mar                                   | 0,59                              | 2,20        | 2,19         | 3,08          | 1,97                     | 2,05           | 5,65                                         | 5,19         | 9,30               | 4,70                    |
| Abr                                   | 0,56                              | 2,15        | 2,14         | 3,14          | 1,93                     | 2,05           | 5,51                                         | 5,18         | 9,30               | 4,75                    |

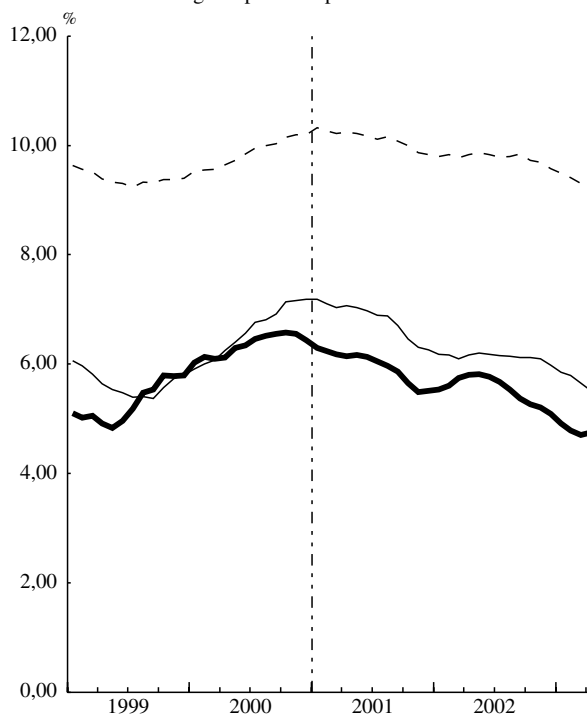
#### Tipos de interés de los depósitos (mensual)

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



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

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



Fuente: BCE.

Estos tipos de interés de la zona del euro deben utilizarse con cautela y solo con fines estadísticos, preferiblemente para analizar su evolución temporal más que su nivel. Se calculan como media ponderada de los tipos de interés facilitados por los bancos centrales nacionales. Los tipos nacionales son aquellos que, de entre los disponibles en las fuentes nacionales, se considera que pertenecen a alguna de las categorías establecidas. Debido a la heterogeneidad observada entre los instrumentos financieros nacionales en los países miembros de la UEM, los citados tipos nacionales se agregan para obtener la información de la zona del euro, utilizando en algunos casos determinadas aproximaciones e hipótesis de trabajo. Además, los tipos no están armonizados en términos de cobertura (negocios nuevos o saldos vivos), naturaleza de los datos (nominales o efectivos) o método de obtención. Las ponderaciones de cada país para los tipos de la zona del euro se obtienen de los balances mensuales de las IFM o de aproximaciones a estos. Las ponderaciones reflejan las proporciones que corresponden a cada país respecto a la zona del euro, de los saldos vivos de los instrumentos a que se refiere el tipo de interés. Las ponderaciones se ajustan mensualmente, de modo que tipos y ponderaciones siempre se refieren al mismo mes.

### Cuadro 3.5

#### Emisiones de valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(mm de euros; operaciones realizadas durante el período y saldos a fin de período; valores nominales)

##### 1. A corto plazo

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                |                 |            |                        |                |                 |            |           |                |
|----------|----------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|------------------------|----------------|-----------------|------------|-----------|----------------|
|          |                                              |                |                 |            | En euros <sup>1)</sup> |                |                 |            | En otras  |                |
|          | Emisiones                                    | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones              | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones | Amortizaciones |
|          | 1                                            | 2              | 3               | 4          | 5                      | 6              | 7               | 8          | 9         | 10             |
| 2002 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      | 19,6           |
| Oct      | 468,3                                        | 456,4          | 11,9            | 806,0      | 441,8                  | 433,3          | 8,5             | 715,4      | 26,5      | 23,1           |
| Nov      | 435,5                                        | 413,0          | 22,4            | 830,5      | 413,5                  | 388,9          | 24,6            | 740,1      | 22,0      | 24,2           |
| Dic      | 406,1                                        | 451,6          | -45,5           | 783,4      | 386,8                  | 429,9          | -43,1           | 696,0      | 19,3      | 21,7           |
| 2003 Ene | 545,1                                        | 487,4          | 57,7            | 840,7      | 518,6                  | 462,7          | 55,9            | 750,9      | 26,5      | 24,7           |
| Feb      | 455,2                                        | 428,4          | 26,8            | 864,5      | 432,7                  | 408,3          | 24,3            | 774,7      | 22,6      | 20,1           |
| Mar      | 450,8                                        | 440,5          | 10,3            | 873,7      | 431,9                  | 422,9          | 9,0             | 783,6      | 18,9      | 17,6           |

##### 2. A largo plazo

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                |                 |            |                        |                |                 |            |           |                |
|----------|----------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|------------------------|----------------|-----------------|------------|-----------|----------------|
|          |                                              |                |                 |            | En euros <sup>1)</sup> |                |                 |            | En otras  |                |
|          | Emisiones                                    | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones              | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones | Amortizaciones |
|          | 1                                            | 2              | 3               | 4          | 5                      | 6              | 7               | 8          | 9         | 10             |
| 2002 Mar | 164,4                                        | 101,2          | 63,2            | 7.189,0    | 142,9                  | 90,2           | 52,8            | 6.539,2    | 21,5      | 11,1           |
| Abr      | 126,0                                        | 79,5           | 46,5            | 7.225,7    | 114,9                  | 74,4           | 40,5            | 6.580,3    | 11,1      | 5,1            |
| May      | 149,3                                        | 87,7           | 61,7            | 7.274,0    | 126,8                  | 75,8           | 51,0            | 6.632,5    | 22,5      | 11,9           |
| Jun      | 133,2                                        | 94,9           | 38,3            | 7.289,4    | 123,3                  | 87,2           | 36,1            | 6.665,0    | 10,0      | 7,8            |
| Jul      | 131,1                                        | 113,6          | 17,5            | 7.318,5    | 114,3                  | 104,3          | 10,0            | 6.678,7    | 16,8      | 9,3            |
| Ago      | 68,7                                         | 64,2           | 4,5             | 7.320,5    | 59,1                   | 54,7           | 4,4             | 6.682,7    | 9,6       | 9,5            |
| Sep      | 140,1                                        | 86,1           | 54,0            | 7.374,0    | 121,3                  | 74,4           | 46,8            | 6.728,8    | 18,8      | 11,7           |
| Oct      | 122,9                                        | 92,0           | 30,9            | 7.404,4    | 105,5                  | 81,4           | 24,1            | 6.753,3    | 17,4      | 10,6           |
| Nov      | 132,4                                        | 96,8           | 35,6            | 7.437,2    | 118,9                  | 90,8           | 28,1            | 6.781,4    | 13,4      | 6,0            |
| Dic      | 139,8                                        | 173,5          | -33,7           | 7.384,3    | 128,3                  | 160,5          | -32,2           | 6.748,1    | 11,5      | 13,0           |
| 2003 Ene | 177,5                                        | 133,9          | 43,6            | 7.415,7    | 154,9                  | 125,0          | 29,9            | 6.778,5    | 22,6      | 8,9            |
| Feb      | 163,2                                        | 110,1          | 53,1            | 7.476,5    | 146,0                  | 102,3          | 43,7            | 6.824,4    | 17,2      | 7,8            |
| Mar      | 155,3                                        | 98,0           | 57,3            | 7.529,7    | 141,3                  | 90,2           | 51,1            | 6.875,7    | 14,1      | 7,8            |

##### 3. Total

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                |                 |            |                        |                |                 |            |           |                |
|----------|----------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|------------------------|----------------|-----------------|------------|-----------|----------------|
|          |                                              |                |                 |            | En euros <sup>1)</sup> |                |                 |            | En otras  |                |
|          | Emisiones                                    | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones              | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones | Amortizaciones |
|          | 1                                            | 2              | 3               | 4          | 5                      | 6              | 7               | 8          | 9         | 10             |
| 2002 Mar | 586,9                                        | 505,8          | 81,1            | 7.942,4    | 543,6                  | 473,7          | 69,9            | 7.205,5    | 43,3      | 32,1           |
| Abr      | 529,5                                        | 486,5          | 42,9            | 7.975,0    | 492,2                  | 458,8          | 33,5            | 7.239,4    | 37,2      | 27,8           |
| May      | 551,4                                        | 467,6          | 83,8            | 8.044,3    | 505,0                  | 434,5          | 70,5            | 7.310,1    | 46,4      | 33,1           |
| Jun      | 471,1                                        | 437,1          | 33,9            | 8.055,7    | 440,2                  | 406,3          | 33,9            | 7.341,8    | 30,9      | 30,9           |
| Jul      | 537,1                                        | 505,8          | 31,3            | 8.091,1    | 496,7                  | 475,7          | 21,1            | 7.363,7    | 40,4      | 30,2           |
| Ago      | 453,2                                        | 442,3          | 10,9            | 8.096,1    | 425,3                  | 411,5          | 13,7            | 7.375,8    | 27,9      | 30,8           |
| Sep      | 555,0                                        | 486,7          | 68,3            | 8.166,7    | 513,3                  | 455,4          | 57,9            | 7.435,5    | 41,7      | 31,3           |
| Oct      | 591,3                                        | 548,4          | 42,9            | 8.210,4    | 547,3                  | 514,6          | 32,7            | 7.468,6    | 43,9      | 33,7           |
| Nov      | 567,9                                        | 509,8          | 58,0            | 8.267,7    | 532,4                  | 479,7          | 52,8            | 7.521,5    | 35,4      | 30,2           |
| Dic      | 545,9                                        | 625,1          | -79,2           | 8.167,7    | 515,1                  | 590,3          | -75,3           | 7.444,1    | 30,8      | 34,8           |
| 2003 Ene | 722,6                                        | 621,4          | 101,2           | 8.256,4    | 673,5                  | 587,7          | 85,8            | 7.529,4    | 49,1      | 33,7           |
| Feb      | 618,5                                        | 538,5          | 80,0            | 8.341,0    | 578,7                  | 510,7          | 68,0            | 7.599,1    | 39,8      | 27,8           |
| Mar      | 606,2                                        | 538,6          | 67,6            | 8.403,3    | 573,2                  | 513,1          | 60,1            | 7.659,3    | 33,0      | 25,5           |

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

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

| monedas         |            | Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> |                |                 |            | Emisiones totales en euros <sup>1)</sup> |                |                 |            |          |
|-----------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|----------|
| Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones                                                                         | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones                                | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo |          |
| 11              | 12         | 13                                                                                | 14             | 15              | 16         | 17                                       | 18             | 19              | 20         |          |
| 0,8             | 87,1       | 24,3                                                                              | 7,9            | 16,4            | 59,7       | 424,9                                    | 391,4          | 33,5            | 726,0      | 2002 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                                                                              | 31,3           | -14,2           | 54,7       | 458,9                                    | 464,5          | -5,6            | 770,1      | Oct      |
| -2,2            | 90,3       | 14,6                                                                              | 16,9           | -2,3            | 52,4       | 428,0                                    | 405,7          | 22,3            | 792,5      | Nov      |
| -2,4            | 87,4       | 23,8                                                                              | 10,6           | 13,2            | 65,6       | 410,6                                    | 440,5          | -29,9           | 761,6      | Dic      |
| 1,8             | 89,8       | 16,3                                                                              | 34,5           | -18,2           | 47,4       | 534,9                                    | 497,2          | 37,7            | 798,3      | 2003 Ene |
| 2,5             | 89,7       | 20,1                                                                              | 14,1           | 5,9             | 53,3       | 452,7                                    | 422,5          | 30,3            | 828,1      | Feb      |
| 1,2             | 90,0       | 33,2                                                                              | 9,7            | 23,5            | 76,9       | 465,1                                    | 432,6          | 32,6            | 860,5      | Mar      |

| monedas         |            | Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> |                |                 |            | Emisiones totales en euros <sup>1)</sup> |                |                 |            |          |
|-----------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|----------|
| Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones                                                                         | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones                                | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo |          |
| 11              | 12         | 13                                                                                | 14             | 15              | 16         | 17                                       | 18             | 19              | 20         |          |
| 10,4            | 649,8      | 25,5                                                                              | 12,0           | 13,5            | 908,5      | 168,4                                    | 102,1          | 66,3            | 7.447,7    | 2002 Mar |
| 6,0             | 645,4      | 23,0                                                                              | 7,6            | 15,4            | 924,1      | 137,9                                    | 82,0           | 55,9            | 7.504,5    | Abr      |
| 10,7            | 641,5      | 26,3                                                                              | 8,2            | 18,0            | 942,3      | 153,1                                    | 84,1           | 69,0            | 7.574,9    | May      |
| 2,2             | 624,4      | 29,3                                                                              | 11,0           | 18,3            | 960,5      | 152,6                                    | 98,2           | 54,3            | 7.625,5    | Jun      |
| 7,5             | 639,8      | 11,6                                                                              | 8,2            | 3,4             | 964,0      | 125,9                                    | 112,5          | 13,4            | 7.642,7    | Jul      |
| 0,1             | 637,8      | 7,0                                                                               | 8,1            | -1,1            | 962,8      | 66,1                                     | 62,8           | 3,3             | 7.645,5    | Ago      |
| 7,1             | 645,2      | 24,3                                                                              | 11,4           | 12,9            | 975,8      | 145,6                                    | 85,8           | 59,8            | 7.704,6    | Sep      |
| 6,8             | 651,1      | 13,2                                                                              | 13,1           | 0,1             | 975,9      | 118,7                                    | 94,5           | 24,2            | 7.729,2    | Oct      |
| 7,4             | 655,9      | 13,6                                                                              | 12,1           | 1,6             | 977,5      | 132,6                                    | 102,9          | 29,7            | 7.758,9    | Nov      |
| -1,6            | 636,2      | 18,3                                                                              | 10,9           | 7,4             | 984,9      | 146,6                                    | 171,4          | -24,7           | 7.733,0    | Dic      |
| 13,6            | 637,2      | 23,8                                                                              | 7,2            | 16,6            | 1.001,6    | 178,7                                    | 132,2          | 46,6            | 7.780,1    | 2003 Ene |
| 9,5             | 652,1      | 26,5                                                                              | 17,7           | 8,8             | 1.010,4    | 172,5                                    | 120,0          | 52,5            | 7.834,8    | Feb      |
| 6,3             | 653,9      | 28,7                                                                              | 9,6            | 19,2            | 1.029,5    | 170,0                                    | 99,8           | 70,2            | 7.905,2    | Mar      |

| monedas         |            | Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> |                |                 |            | Emisiones totales en euros <sup>1)</sup> |                |                 |            |          |
|-----------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|----------|
| Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones                                                                         | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo | Emisiones                                | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo |          |
| 11              | 12         | 13                                                                                | 14             | 15              | 16         | 17                                       | 18             | 19              | 20         |          |
| 11,3            | 736,9      | 49,8                                                                              | 19,9           | 30,0            | 968,2      | 593,4                                    | 493,6          | 99,8            | 8.173,7    | 2002 Mar |
| 9,5             | 735,6      | 32,7                                                                              | 35,7           | -3,0            | 965,4      | 524,9                                    | 494,5          | 30,4            | 8.204,8    | Abr      |
| 13,3            | 734,3      | 39,9                                                                              | 21,6           | 18,3            | 983,9      | 545,0                                    | 456,1          | 88,8            | 8.293,9    | May      |
| 0,0             | 713,9      | 50,2                                                                              | 19,1           | 31,2            | 1.014,9    | 490,4                                    | 425,4          | 65,1            | 8.356,7    | Jun      |
| 10,2            | 727,4      | 26,4                                                                              | 33,0           | -6,7            | 1.008,3    | 523,1                                    | 508,7          | 14,4            | 8.372,1    | Jul      |
| -2,9            | 720,3      | 19,1                                                                              | 19,7           | -0,6            | 1.007,7    | 444,4                                    | 431,2          | 13,2            | 8.383,5    | Ago      |
| 10,4            | 731,1      | 56,0                                                                              | 19,1           | 37,0            | 1.044,7    | 569,4                                    | 474,5          | 94,9            | 8.480,2    | Sep      |
| 10,2            | 741,8      | 30,3                                                                              | 44,3           | -14,1           | 1.030,6    | 577,6                                    | 559,0          | 18,6            | 8.499,3    | Oct      |
| 5,3             | 746,2      | 28,2                                                                              | 29,0           | -0,8            | 1.029,9    | 560,6                                    | 508,6          | 52,0            | 8.551,4    | Nov      |
| -4,0            | 723,6      | 42,1                                                                              | 21,5           | 20,6            | 1.050,5    | 557,2                                    | 611,8          | -54,7           | 8.494,6    | Dic      |
| 15,4            | 726,9      | 40,1                                                                              | 41,7           | -1,6            | 1.049,0    | 713,6                                    | 629,4          | 84,2            | 8.578,4    | 2003 Ene |
| 11,9            | 741,9      | 46,6                                                                              | 31,8           | 14,7            | 1.063,7    | 625,3                                    | 542,5          | 82,8            | 8.662,9    | Feb      |
| 7,5             | 744,0      | 61,9                                                                              | 19,2           | 42,7            | 1.106,3    | 635,1                                    | 532,3          | 102,8           | 8.765,7    | Mar      |

### Cuadro 3.6

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

(mm de euros; datos a fin de período; valores nominales)

#### Saldos en circulación

##### 1. A corto plazo

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                               |                                         |                           |                        |            | Emisiones por no residentes en |                                     |                                         |                           |
|----------|----------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------------|------------|--------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|
|          | Total                                        | IFM (incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AAPP | Total                          | Bancos (incluidos bancos centrales) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras |
|          | 1                                            | 2                             | 3                                       | 4                         | 5                      | 6          | 7                              | 8                                   | 9                                       | 10                        |
| 2002 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                                        | 281,4                         | 4,3                                     | 85,3                      | 321,8                  | 3,2        | 65,6                           | 20,5                                | 37,9                                    | 4,6                       |
| 2003 Ene | 750,9                                        | 313,3                         | 4,5                                     | 92,6                      | 337,9                  | 2,6        | 47,4                           | 18,1                                | 26,4                                    | 2,4                       |
| Feb      | 774,7                                        | 318,6                         | 6,0                                     | 95,9                      | 351,2                  | 3,2        | 53,3                           | 21,4                                | 28,9                                    | 2,5                       |
| Mar      | 783,6                                        | 313,7                         | 6,3                                     | 98,4                      | 362,0                  | 3,2        | 76,9                           | 27,6                                | 44,5                                    | 3,3                       |

##### 2. A largo plazo

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                               |                                         |                           |                        |            | Emisiones por no residentes en |                                     |                                         |                           |
|----------|----------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------------|------------|--------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|
|          | Total                                        | IFM (incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AAPP | Total                          | Bancos (incluidos bancos centrales) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras |
|          | 1                                            | 2                             | 3                                       | 4                         | 5                      | 6          | 7                              | 8                                   | 9                                       | 10                        |
| 2002 Mar | 6.539,2                                      | 2.368,5                       | 380,6                                   | 358,2                     | 3.294,3                | 137,6      | 908,5                          | 232,3                               | 350,2                                   | 108,2                     |
| Abr      | 6.580,3                                      | 2.377,4                       | 390,7                                   | 363,7                     | 3.306,3                | 142,2      | 924,1                          | 235,0                               | 360,7                                   | 108,7                     |
| May      | 6.632,5                                      | 2.391,5                       | 401,9                                   | 369,0                     | 3.322,4                | 147,7      | 942,3                          | 238,6                               | 367,5                                   | 111,5                     |
| Jun      | 6.665,0                                      | 2.401,6                       | 406,5                                   | 372,5                     | 3.334,1                | 150,2      | 960,5                          | 246,0                               | 381,0                                   | 111,0                     |
| Jul      | 6.678,7                                      | 2.400,2                       | 413,3                                   | 374,9                     | 3.331,1                | 159,2      | 964,0                          | 246,0                               | 385,3                                   | 110,7                     |
| Ago      | 6.682,7                                      | 2.399,1                       | 413,6                                   | 373,0                     | 3.337,0                | 160,1      | 962,8                          | 245,4                               | 385,0                                   | 110,8                     |
| Sep      | 6.728,8                                      | 2.420,6                       | 422,0                                   | 375,7                     | 3.348,7                | 161,8      | 975,8                          | 246,2                               | 394,3                                   | 109,3                     |
| Oct      | 6.753,3                                      | 2.416,7                       | 428,3                                   | 374,9                     | 3.367,8                | 165,5      | 975,9                          | 247,0                               | 395,9                                   | 109,0                     |
| Nov      | 6.781,4                                      | 2.413,5                       | 441,4                                   | 378,3                     | 3.381,2                | 167,0      | 977,5                          | 249,3                               | 398,2                                   | 108,4                     |
| Dic      | 6.748,1                                      | 2.399,0                       | 472,3                                   | 379,8                     | 3.328,2                | 168,7      | 984,9                          | 251,9                               | 402,9                                   | 109,5                     |
| 2003 Ene | 6.778,5                                      | 2.394,1                       | 474,0                                   | 386,3                     | 3.351,3                | 172,7      | 1.001,6                        | 258,0                               | 412,1                                   | 111,0                     |
| Feb      | 6.824,4                                      | 2.406,6                       | 483,5                                   | 390,4                     | 3.365,8                | 178,1      | 1.010,4                        | 264,5                               | 414,1                                   | 112,3                     |
| Mar      | 6.875,7                                      | 2.416,3                       | 493,4                                   | 398,5                     | 3.386,5                | 181,1      | 1.029,5                        | 274,6                               | 417,8                                   | 112,2                     |

##### 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 Mar | 7.205,5                                      | 2.631,1                       | 384,9                                   | 455,4                     | 3.593,3                | 140,9      | 968,2                          | 258,7                               | 376,6                                   | 114,6                     |
| Abr      | 7.239,4                                      | 2.637,6                       | 395,2                                   | 456,3                     | 3.605,1                | 145,2      | 965,4                          | 253,2                               | 379,4                                   | 112,5                     |
| May      | 7.310,1                                      | 2.658,1                       | 405,6                                   | 458,9                     | 3.636,7                | 150,7      | 983,9                          | 256,9                               | 386,7                                   | 115,0                     |
| Jun      | 7.341,8                                      | 2.667,0                       | 410,4                                   | 454,5                     | 3.656,7                | 153,2      | 1.014,9                        | 267,3                               | 408,9                                   | 115,4                     |
| Jul      | 7.363,7                                      | 2.669,8                       | 417,5                                   | 461,1                     | 3.652,8                | 162,6      | 1.008,3                        | 264,3                               | 408,0                                   | 113,5                     |
| Ago      | 7.375,8                                      | 2.669,0                       | 417,9                                   | 459,6                     | 3.665,8                | 163,4      | 1.007,7                        | 263,5                               | 408,9                                   | 113,4                     |
| Sep      | 7.435,5                                      | 2.697,1                       | 426,1                                   | 463,5                     | 3.684,4                | 164,4      | 1.044,7                        | 272,9                               | 431,6                                   | 113,3                     |
| Oct      | 7.468,6                                      | 2.700,7                       | 432,6                                   | 463,5                     | 3.703,4                | 168,5      | 1.030,6                        | 267,9                               | 424,0                                   | 112,5                     |
| Nov      | 7.521,5                                      | 2.718,2                       | 446,1                                   | 468,2                     | 3.718,9                | 170,1      | 1.029,9                        | 267,5                               | 426,4                                   | 112,1                     |
| Dic      | 7.444,1                                      | 2.680,5                       | 476,5                                   | 465,1                     | 3.650,1                | 171,9      | 1.050,5                        | 272,4                               | 440,8                                   | 114,1                     |
| 2003 Ene | 7.529,4                                      | 2.707,4                       | 478,5                                   | 478,9                     | 3.689,3                | 175,3      | 1.049,0                        | 276,1                               | 438,5                                   | 113,4                     |
| Feb      | 7.599,1                                      | 2.725,1                       | 489,4                                   | 486,2                     | 3.717,0                | 181,4      | 1.063,7                        | 285,9                               | 443,0                                   | 114,8                     |
| Mar      | 7.659,3                                      | 2.730,0                       | 499,6                                   | 496,9                     | 3.748,6                | 184,3      | 1.106,3                        | 302,2                               | 462,3                                   | 115,5                     |

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

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

| la zona del euro            |            |                                    | Total |                                              |                                               |                              |                             |            |                                    |          |
|-----------------------------|------------|------------------------------------|-------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------|------------------------------------|----------|
| Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales | Total | Bancos<br>(incluidos<br>bancos<br>centrales) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades<br>no financieras | Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales |          |
| 11                          | 12         | 13                                 | 14    | 15                                           | 16                                            | 17                           | 18                          | 19         | 20                                 |          |
| 0,1                         | 0,1        | 0,4                                | 726,0 | 288,9                                        | 30,7                                          | 103,5                        | 299,2                       | 3,4        | 0,4                                | 2002 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      |
| 0,0                         | 0,1        | 0,4                                | 798,3 | 331,4                                        | 30,9                                          | 95,0                         | 338,0                       | 2,7        | 0,4                                | 2003 Ene |
| 0,0                         | 0,1        | 0,4                                | 828,1 | 339,9                                        | 34,9                                          | 98,3                         | 351,2                       | 3,4        | 0,4                                | Feb      |
| 0,0                         | 0,2        | 1,2                                | 860,5 | 341,3                                        | 50,8                                          | 101,7                        | 362,0                       | 3,4        | 1,2                                | Mar      |

| la zona del euro            |            |                                    | Total   |                                              |                                               |                              |                             |            |                                    |          |
|-----------------------------|------------|------------------------------------|---------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------|------------------------------------|----------|
| Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales | Total   | Bancos<br>(incluidos<br>bancos<br>centrales) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades<br>no financieras | Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales |          |
| 11                          | 12         | 13                                 | 14      | 15                                           | 16                                            | 17                           | 18                          | 19         | 20                                 |          |
| 92,2                        | 14,6       | 111,1                              | 7.447,7 | 2.600,8                                      | 730,8                                         | 466,5                        | 3.386,4                     | 152,1      | 111,1                              | 2002 Mar |
| 94,1                        | 14,6       | 111,0                              | 7.504,5 | 2.612,4                                      | 751,4                                         | 472,4                        | 3.400,4                     | 156,8      | 111,0                              | Abr      |
| 95,1                        | 14,6       | 115,1                              | 7.574,9 | 2.630,0                                      | 769,4                                         | 480,5                        | 3.417,5                     | 162,3      | 115,1                              | May      |
| 93,2                        | 14,6       | 114,7                              | 7.625,5 | 2.647,6                                      | 787,5                                         | 483,5                        | 3.427,3                     | 164,8      | 114,7                              | Jun      |
| 93,1                        | 14,6       | 114,3                              | 7.642,7 | 2.646,1                                      | 798,6                                         | 485,6                        | 3.424,2                     | 173,8      | 114,3                              | Jul      |
| 93,4                        | 14,6       | 113,6                              | 7.645,5 | 2.644,4                                      | 798,6                                         | 483,8                        | 3.430,4                     | 174,7      | 113,6                              | Ago      |
| 94,1                        | 14,7       | 117,3                              | 7.704,6 | 2.666,8                                      | 816,3                                         | 485,0                        | 3.442,8                     | 176,5      | 117,3                              | Sep      |
| 93,6                        | 14,6       | 115,9                              | 7.729,2 | 2.663,7                                      | 824,2                                         | 484,0                        | 3.461,4                     | 180,1      | 115,9                              | Oct      |
| 93,1                        | 14,6       | 113,8                              | 7.758,9 | 2.662,8                                      | 839,6                                         | 486,7                        | 3.474,3                     | 181,6      | 113,8                              | Nov      |
| 92,7                        | 14,3       | 113,6                              | 7.733,0 | 2.650,9                                      | 875,2                                         | 489,4                        | 3.420,9                     | 183,0      | 113,6                              | Dic      |
| 92,2                        | 14,0       | 114,4                              | 7.780,1 | 2.652,1                                      | 886,1                                         | 497,2                        | 3.443,5                     | 186,7      | 114,4                              | 2003 Ene |
| 92,7                        | 14,9       | 111,8                              | 7.834,8 | 2.671,1                                      | 897,6                                         | 502,7                        | 3.458,6                     | 193,0      | 111,8                              | Feb      |
| 92,7                        | 15,4       | 116,9                              | 7.905,2 | 2.690,9                                      | 911,2                                         | 510,7                        | 3.479,2                     | 196,4      | 116,9                              | Mar      |

| la zona del euro            |            |                                    | Total   |                                              |                                               |                              |                             |            |                                    |          |
|-----------------------------|------------|------------------------------------|---------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------|------------------------------------|----------|
| Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales | Total   | Bancos<br>(incluidos<br>bancos<br>centrales) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades<br>no financieras | Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales |          |
| 11                          | 12         | 13                                 | 14      | 15                                           | 16                                            | 17                           | 18                          | 19         | 20                                 |          |
| 92,3                        | 14,6       | 111,5                              | 8.173,7 | 2.889,7                                      | 761,4                                         | 570,0                        | 3.685,6                     | 155,5      | 111,5                              | 2002 Mar |
| 94,2                        | 14,6       | 111,5                              | 8.204,8 | 2.890,8                                      | 774,6                                         | 568,8                        | 3.699,3                     | 159,9      | 111,5                              | Abr      |
| 95,2                        | 14,6       | 115,5                              | 8.293,9 | 2.915,0                                      | 792,3                                         | 573,9                        | 3.731,9                     | 165,4      | 115,5                              | May      |
| 93,4                        | 14,7       | 115,2                              | 8.356,7 | 2.934,3                                      | 819,3                                         | 569,9                        | 3.750,0                     | 167,9      | 115,2                              | Jun      |
| 93,3                        | 14,7       | 114,5                              | 8.372,1 | 2.934,1                                      | 825,5                                         | 574,6                        | 3.746,1                     | 177,3      | 114,5                              | Jul      |
| 93,5                        | 14,7       | 113,7                              | 8.383,5 | 2.932,5                                      | 826,8                                         | 573,1                        | 3.759,4                     | 178,1      | 113,7                              | Ago      |
| 94,3                        | 14,7       | 117,9                              | 8.480,2 | 2.970,1                                      | 857,7                                         | 576,8                        | 3.778,7                     | 179,1      | 117,9                              | Sep      |
| 93,7                        | 14,8       | 117,7                              | 8.499,3 | 2.968,6                                      | 856,6                                         | 576,0                        | 3.797,2                     | 183,2      | 117,7                              | Oct      |
| 93,2                        | 14,8       | 115,9                              | 8.551,4 | 2.985,7                                      | 872,5                                         | 580,3                        | 3.812,1                     | 184,9      | 115,9                              | Nov      |
| 92,7                        | 14,5       | 116,0                              | 8.494,6 | 2.952,9                                      | 917,3                                         | 579,2                        | 3.742,8                     | 186,3      | 116,0                              | Dic      |
| 92,2                        | 14,1       | 114,8                              | 8.578,4 | 2.983,5                                      | 917,0                                         | 592,2                        | 3.781,5                     | 189,4      | 114,8                              | 2003 Ene |
| 92,8                        | 15,0       | 112,2                              | 8.662,9 | 3.011,0                                      | 932,5                                         | 601,0                        | 3.809,8                     | 196,4      | 112,2                              | Feb      |
| 92,7                        | 15,5       | 118,1                              | 8.765,7 | 3.032,2                                      | 962,0                                         | 612,4                        | 3.841,2                     | 199,8      | 118,1                              | Mar      |

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

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                               |                                         |                           |                        |            | Emisiones por no residentes en |                                     |                                         |                           |
|----------|----------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------------|------------|--------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|
|          | Total                                        | IFM (incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AAPP | Total                          | Bancos (incluidos bancos centrales) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras |
|          | 1                                            | 2                             | 3                                       | 4                         | 5                      | 6          | 7                              | 8                                   | 9                                       | 10                        |
| 2002 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      | 386,8                                        | 291,3                         | 2,2                                     | 46,4                      | 44,3                   | 2,6        | 23,8                           | 6,3                                 | 15,6                                    | 1,3                       |
| 2003 Ene | 518,6                                        | 375,7                         | 2,1                                     | 66,0                      | 72,9                   | 1,9        | 16,3                           | 6,3                                 | 9,4                                     | 0,3                       |
| Feb      | 432,7                                        | 308,0                         | 2,2                                     | 56,6                      | 63,6                   | 2,1        | 20,1                           | 7,2                                 | 11,6                                    | 1,0                       |
| Mar      | 431,9                                        | 300,5                         | 2,3                                     | 62,9                      | 63,7                   | 2,6        | 33,2                           | 10,2                                | 20,6                                    | 1,4                       |

**2. A largo plazo**

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                               |                                         |                           |                        |            | Emisiones por no residentes en |                                     |                                         |                           |
|----------|----------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------------|------------|--------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|
|          | Total                                        | IFM (incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AAPP | Total                          | Bancos (incluidos bancos centrales) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras |
|          | 1                                            | 2                             | 3                                       | 4                         | 5                      | 6          | 7                              | 8                                   | 9                                       | 10                        |
| 2002 Mar | 142,9                                        | 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      | 126,8                                        | 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      | 59,1                                         | 28,1                          | 2,4                                     | 2,1                       | 25,2                   | 1,3        | 7,0                            | 3,1                                 | 2,7                                     | 0,3                       |
| Sep      | 121,3                                        | 52,4                          | 11,5                                    | 4,4                       | 50,4                   | 2,6        | 24,3                           | 5,2                                 | 12,6                                    | 0,2                       |
| Oct      | 105,5                                        | 39,0                          | 9,1                                     | 0,9                       | 52,1                   | 4,4        | 13,2                           | 4,6                                 | 6,7                                     | 0,3                       |
| Nov      | 118,9                                        | 48,1                          | 15,8                                    | 3,5                       | 48,0                   | 3,6        | 13,6                           | 5,6                                 | 6,6                                     | 0,8                       |
| Dic      | 128,3                                        | 45,5                          | 36,8                                    | 7,9                       | 34,4                   | 3,7        | 18,3                           | 6,1                                 | 8,8                                     | 2,2                       |
| 2003 Ene | 154,9                                        | 57,9                          | 6,1                                     | 8,9                       | 75,8                   | 6,3        | 23,8                           | 7,9                                 | 12,4                                    | 1,7                       |
| Feb      | 146,0                                        | 55,5                          | 12,4                                    | 8,6                       | 63,2                   | 6,3        | 26,5                           | 10,8                                | 6,7                                     | 3,5                       |
| Mar      | 141,3                                        | 50,2                          | 13,9                                    | 10,4                      | 63,1                   | 3,7        | 28,7                           | 13,2                                | 8,2                                     | 0,6                       |

**3. Total**

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                               |                                         |                           |                        |            | Emisiones por no residentes en |                                     |                                         |                           |
|----------|----------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------------|------------|--------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|
|          | Total                                        | IFM (incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AAPP | Total                          | Bancos (incluidos bancos centrales) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras |
|          | 1                                            | 2                             | 3                                       | 4                         | 5                      | 6          | 7                              | 8                                   | 9                                       | 10                        |
| 2002 Mar | 543,6                                        | 344,2                         | 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      | 505,0                                        | 296,4                         | 18,1                                    | 69,9                      | 112,3                  | 8,2        | 39,9                           | 10,9                                | 17,2                                    | 4,4                       |
| Jun      | 440,2                                        | 256,2                         | 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      | 425,3                                        | 285,8                         | 4,2                                     | 53,1                      | 79,1                   | 3,2        | 19,1                           | 7,7                                 | 9,6                                     | 0,9                       |
| Sep      | 513,3                                        | 330,8                         | 13,4                                    | 61,1                      | 103,5                  | 4,6        | 56,0                           | 16,3                                | 30,7                                    | 2,1                       |
| Oct      | 547,3                                        | 358,5                         | 11,3                                    | 65,6                      | 105,2                  | 6,7        | 30,3                           | 9,6                                 | 15,8                                    | 1,6                       |
| Nov      | 532,4                                        | 351,0                         | 18,2                                    | 61,7                      | 95,7                   | 5,8        | 28,2                           | 10,3                                | 15,0                                    | 2,0                       |
| Dic      | 515,1                                        | 336,8                         | 38,9                                    | 54,3                      | 78,7                   | 6,4        | 42,1                           | 12,4                                | 24,4                                    | 3,5                       |
| 2003 Ene | 673,5                                        | 433,6                         | 8,1                                     | 74,9                      | 148,7                  | 8,2        | 40,1                           | 14,2                                | 21,9                                    | 2,1                       |
| Feb      | 578,7                                        | 363,5                         | 14,6                                    | 65,2                      | 126,9                  | 8,4        | 46,6                           | 18,1                                | 18,4                                    | 4,5                       |
| Mar      | 573,2                                        | 350,7                         | 16,2                                    | 73,3                      | 126,7                  | 6,3        | 61,9                           | 23,5                                | 28,9                                    | 2,0                       |

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-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales | Total | Bancos<br>(incluidos<br>bancos<br>centrales) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades<br>no financieras | Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales |          |
| 11                          | 12         | 13                                 | 14    | 15                                           | 16                                            | 17                           | 18                          | 19         | 20                                 |          |
| 0,0                         | 0,0        | 0,1                                | 424,9 | 298,0                                        | 12,4                                          | 63,6                         | 49,0                        | 1,8        | 0,1                                | 2002 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                                | 428,0 | 307,6                                        | 10,8                                          | 59,4                         | 47,7                        | 2,3        | 0,2                                | Nov      |
| 0,0                         | 0,0        | 0,5                                | 410,6 | 297,5                                        | 17,8                                          | 47,7                         | 44,3                        | 2,7        | 0,5                                | Dic      |
| 0,0                         | 0,1        | 0,1                                | 534,9 | 382,0                                        | 11,5                                          | 66,3                         | 72,9                        | 2,0        | 0,1                                | 2003 Ene |
| 0,0                         | 0,0        | 0,2                                | 452,7 | 315,2                                        | 13,9                                          | 57,6                         | 63,6                        | 2,1        | 0,2                                | Feb      |
| 0,0                         | 0,0        | 0,9                                | 465,1 | 310,7                                        | 22,9                                          | 64,3                         | 63,7                        | 2,6        | 0,9                                | Mar      |

| la zona del euro            |            |                                    | Total |                                              |                                               |                              |                             |            |                                    |          |
|-----------------------------|------------|------------------------------------|-------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------|------------------------------------|----------|
| Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales | Total | Bancos<br>(incluidos<br>bancos<br>centrales) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades<br>no financieras | Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales |          |
| 11                          | 12         | 13                                 | 14    | 15                                           | 16                                            | 17                           | 18                          | 19         | 20                                 |          |
| 0,8                         | 0,2        | 0,3                                | 168,4 | 65,5                                         | 21,5                                          | 6,1                          | 69,5                        | 5,5        | 0,3                                | 2002 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 | 58,1                                         | 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                                | 66,1  | 31,2                                         | 5,1                                           | 2,4                          | 25,5                        | 1,4        | 0,5                                | Ago      |
| 0,7                         | 0,2        | 5,5                                | 145,6 | 57,5                                         | 24,1                                          | 4,6                          | 51,1                        | 2,7        | 5,5                                | Sep      |
| 0,2                         | 0,0        | 1,3                                | 118,7 | 43,7                                         | 15,8                                          | 1,2                          | 52,2                        | 4,4        | 1,3                                | Oct      |
| 0,0                         | 0,0        | 0,5                                | 132,6 | 53,7                                         | 22,5                                          | 4,3                          | 48,0                        | 3,6        | 0,5                                | Nov      |
| 0,4                         | 0,0        | 0,8                                | 146,6 | 51,6                                         | 45,6                                          | 10,0                         | 34,8                        | 3,7        | 0,8                                | Dic      |
| 0,5                         | 0,0        | 1,3                                | 178,7 | 65,8                                         | 18,5                                          | 10,6                         | 76,3                        | 6,3        | 1,3                                | 2003 Ene |
| 3,3                         | 1,0        | 1,1                                | 172,5 | 66,3                                         | 19,1                                          | 12,1                         | 66,5                        | 7,4        | 1,1                                | Feb      |
| 0,4                         | 0,6        | 5,7                                | 170,0 | 63,4                                         | 22,1                                          | 11,0                         | 63,5                        | 4,3        | 5,7                                | Mar      |

| la zona del euro            |            |                                    | Total |                                              |                                               |                              |                             |            |                                    |          |
|-----------------------------|------------|------------------------------------|-------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------|------------------------------------|----------|
| Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales | Total | Bancos<br>(incluidos<br>bancos<br>centrales) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades<br>no financieras | Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales |          |
| 11                          | 12         | 13                                 | 14    | 15                                           | 16                                            | 17                           | 18                          | 19         | 20                                 |          |
| 0,8                         | 0,2        | 0,4                                | 593,4 | 363,6                                        | 33,9                                          | 69,7                         | 118,6                       | 7,3        | 0,4                                | 2002 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                                | 490,4 | 272,5                                        | 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                                | 444,4 | 293,5                                        | 13,7                                          | 54,0                         | 79,4                        | 3,3        | 0,6                                | Ago      |
| 0,8                         | 0,2        | 6,0                                | 569,4 | 347,0                                        | 44,0                                          | 63,3                         | 104,3                       | 4,8        | 6,0                                | Sep      |
| 0,2                         | 0,1        | 2,9                                | 577,6 | 368,2                                        | 27,0                                          | 67,2                         | 105,3                       | 6,9        | 2,9                                | Oct      |
| 0,0                         | 0,0        | 0,7                                | 560,6 | 361,3                                        | 33,3                                          | 63,7                         | 95,7                        | 5,9        | 0,7                                | Nov      |
| 0,4                         | 0,0        | 1,3                                | 557,2 | 349,2                                        | 63,4                                          | 57,8                         | 79,1                        | 6,4        | 1,3                                | Dic      |
| 0,5                         | 0,1        | 1,4                                | 713,6 | 447,8                                        | 30,0                                          | 76,9                         | 149,2                       | 8,3        | 1,4                                | 2003 Ene |
| 3,3                         | 1,0        | 1,3                                | 625,3 | 381,6                                        | 33,0                                          | 69,7                         | 130,2                       | 9,5        | 1,3                                | Feb      |
| 0,4                         | 0,6        | 6,6                                | 635,1 | 374,2                                        | 45,0                                          | 75,3                         | 127,2                       | 6,9        | 6,6                                | Mar      |

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

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                               |                                         |                           |                        |            | Emisiones por no residentes en |                                     |                                         |                           |
|----------|----------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------------|------------|--------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|
|          | Total                                        | IFM (incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AAPP | Total                          | Bancos (incluidos bancos centrales) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras |
|          | 1                                            | 2                             | 3                                       | 4                         | 5                      | 6          | 7                              | 8                                   | 9                                       | 10                        |
| 2002 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                                | -9,1                                    | -0,5                      |
| Nov      | 24,6                                         | 20,5                          | 0,5                                     | 1,4                       | 2,2                    | 0,1        | -2,3                           | -2,7                                | 0,0                                     | 0,2                       |
| Dic      | -43,1                                        | -22,2                         | -0,4                                    | -4,7                      | -15,9                  | 0,1        | 13,2                           | 2,3                                 | 9,8                                     | 0,9                       |
| 2003 Ene | 55,9                                         | 32,8                          | 0,3                                     | 7,3                       | 16,1                   | -0,6       | -18,2                          | -2,5                                | -11,6                                   | -2,1                      |
| Feb      | 24,3                                         | 5,8                           | 1,4                                     | 3,3                       | 13,2                   | 0,6        | 5,9                            | 3,3                                 | 2,6                                     | 0,0                       |
| Mar      | 9,0                                          | -4,7                          | 0,3                                     | 2,5                       | 10,9                   | 0,0        | 23,5                           | 6,2                                 | 15,6                                    | 0,8                       |

**2. A largo plazo**

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                               |                                         |                           |                        |            | Emisiones por no residentes en |                                     |                                         |                           |
|----------|----------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------------|------------|--------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|
|          | Total                                        | IFM (incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AAPP | Total                          | Bancos (incluidos bancos centrales) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras |
|          | 1                                            | 2                             | 3                                       | 4                         | 5                      | 6          | 7                              | 8                                   | 9                                       | 10                        |
| 2002 Mar | 52,8                                         | 23,0                          | 6,1                                     | 0,4                       | 18,7                   | 4,6        | 13,5                           | 2,4                                 | 10,8                                    | 1,7                       |
| Abr      | 40,5                                         | 8,3                           | 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        | 18,3                           | 7,4                                 | 13,5                                    | -0,6                      |
| Jul      | 10,0                                         | -5,0                          | 6,8                                     | 2,4                       | -3,0                   | 8,9        | 3,4                            | 0,0                                 | 4,3                                     | -0,3                      |
| Ago      | 4,4                                          | -0,8                          | 0,3                                     | -1,9                      | 5,9                    | 0,9        | -1,1                           | -0,6                                | -0,2                                    | 0,1                       |
| Sep      | 46,8                                         | 22,4                          | 8,4                                     | 2,6                       | 11,7                   | 1,7        | 12,9                           | 0,8                                 | 9,3                                     | -1,5                      |
| Oct      | 24,1                                         | -4,4                          | 6,3                                     | -0,8                      | 19,3                   | 3,7        | 0,1                            | 0,8                                 | 1,5                                     | -0,3                      |
| Nov      | 28,1                                         | -0,5                          | 13,0                                    | 0,8                       | 13,3                   | 1,5        | 1,6                            | 2,3                                 | 2,4                                     | -0,6                      |
| Dic      | -32,2                                        | -14,6                         | 31,0                                    | 2,6                       | -52,9                  | 1,7        | 7,4                            | 2,6                                 | 4,7                                     | 1,1                       |
| 2003 Ene | 29,9                                         | -5,5                          | 1,7                                     | 6,6                       | 23,1                   | 4,0        | 16,6                           | 6,1                                 | 9,2                                     | 1,4                       |
| Feb      | 43,7                                         | 10,2                          | 9,5                                     | 4,1                       | 14,5                   | 5,4        | 8,8                            | 6,5                                 | 2,0                                     | 1,4                       |
| Mar      | 51,1                                         | 8,9                           | 10,4                                    | 8,3                       | 20,5                   | 2,9        | 19,2                           | 10,1                                | 3,7                                     | -0,1                      |

**3. Total**

|          | Emisiones por residentes en la zona del euro |                               |                                         |                           |                        |            | Emisiones por no residentes en |                                     |                                         |                           |
|----------|----------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------------|------------|--------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|
|          | Total                                        | IFM (incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AAPP | Total                          | Bancos (incluidos bancos centrales) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras |
|          | 1                                            | 2                             | 3                                       | 4                         | 5                      | 6          | 7                              | 8                                   | 9                                       | 10                        |
| 2002 Mar | 69,9                                         | 28,7                          | 6,5                                     | -0,7                      | 31,1                   | 4,3        | 30,0                           | 8,9                                 | 17,9                                    | 4,5                       |
| Abr      | 33,5                                         | 6,1                           | 10,3                                    | 1,0                       | 11,8                   | 4,4        | -3,0                           | -5,4                                | 2,8                                     | -2,1                      |
| May      | 70,5                                         | 20,4                          | 10,4                                    | 2,6                       | 31,6                   | 5,5        | 18,3                           | 3,7                                 | 7,2                                     | 2,5                       |
| Jun      | 33,9                                         | 11,3                          | 4,7                                     | -4,6                      | 20,0                   | 2,5        | 31,2                           | 10,4                                | 22,4                                    | 0,4                       |
| Jul      | 21,1                                         | 2,1                           | 7,1                                     | 6,5                       | -3,9                   | 9,2        | -6,7                           | -3,0                                | -1,0                                    | -1,9                      |
| Ago      | 13,7                                         | 0,8                           | 0,5                                     | -1,4                      | 13,0                   | 0,8        | -0,6                           | -0,8                                | 0,9                                     | -0,1                      |
| Sep      | 57,9                                         | 26,5                          | 8,1                                     | 3,7                       | 18,6                   | 1,0        | 37,0                           | 9,4                                 | 22,7                                    | -0,1                      |
| Oct      | 32,7                                         | 3,1                           | 6,5                                     | 0,0                       | 19,1                   | 4,0        | -14,1                          | -5,0                                | -7,6                                    | -0,8                      |
| Nov      | 52,8                                         | 20,0                          | 13,5                                    | 2,2                       | 15,5                   | 1,6        | -0,8                           | -0,4                                | 2,4                                     | -0,4                      |
| Dic      | -75,3                                        | -36,8                         | 30,6                                    | -2,0                      | -68,9                  | 1,8        | 20,6                           | 4,9                                 | 14,4                                    | 2,0                       |
| 2003 Ene | 85,8                                         | 27,2                          | 2,0                                     | 13,9                      | 39,2                   | 3,4        | -1,6                           | 3,6                                 | -2,3                                    | -0,7                      |
| Feb      | 68,0                                         | 16,0                          | 10,9                                    | 7,4                       | 27,7                   | 6,0        | 14,7                           | 9,8                                 | 4,6                                     | 1,4                       |
| Mar      | 60,1                                         | 4,2                           | 10,7                                    | 10,8                      | 31,4                   | 2,9        | 42,7                           | 16,3                                | 19,3                                    | 0,7                       |

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-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales | Total | Bancos<br>(incluidos<br>bancos<br>centrales) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades<br>no financieras | Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales |          |
| 11                          | 12         | 13                                 | 14    | 15                                           | 16                                            | 17                           | 18                          | 19         | 20                                 |          |
| 0,0                         | 0,0        | 0,0                                | 33,5  | 12,2                                         | 7,5                                           | 1,7                          | 12,4                        | -0,2       | 0,0                                | 2002 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                                | -5,6  | 1,7                                          | -9,0                                          | 0,3                          | -0,3                        | 0,5        | 1,2                                | Oct      |
| 0,0                         | 0,0        | 0,2                                | 22,3  | 17,8                                         | 0,5                                           | 1,5                          | 2,1                         | 0,1        | 0,2                                | Nov      |
| -0,1                        | 0,0        | 0,3                                | -29,9 | -20,0                                        | 9,4                                           | -3,8                         | -16,0                       | 0,1        | 0,3                                | Dic      |
| 0,0                         | -0,1       | -2,0                               | 37,7  | 30,3                                         | -11,3                                         | 5,2                          | 16,1                        | -0,7       | -2,0                               | 2003 Ene |
| 0,0                         | 0,0        | 0,0                                | 30,3  | 9,1                                          | 4,0                                           | 3,3                          | 13,2                        | 0,7        | 0,0                                | Feb      |
| 0,0                         | 0,0        | 0,8                                | 32,6  | 1,6                                          | 16,0                                          | 3,4                          | 10,8                        | 0,0        | 0,8                                | Mar      |

| la zona del euro            |            |                                    | Total |                                              |                                               |                              |                             |            |                                    |          |
|-----------------------------|------------|------------------------------------|-------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------|------------------------------------|----------|
| Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales | Total | Bancos<br>(incluidos<br>bancos<br>centrales) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades<br>no financieras | Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales |          |
| 11                          | 12         | 13                                 | 14    | 15                                           | 16                                            | 17                           | 18                          | 19         | 20                                 |          |
| 0,1                         | 0,0        | -1,4                               | 66,3  | 25,4                                         | 16,9                                          | 2,1                          | 18,8                        | 4,5        | -1,4                               | 2002 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                                | 69,0  | 16,4                                         | 17,9                                          | 8,1                          | 17,0                        | 5,5        | 4,1                                | May      |
| -1,9                        | 0,0        | -0,3                               | 54,3  | 21,2                                         | 18,2                                          | 3,0                          | 9,8                         | 2,5        | -0,3                               | Jun      |
| -0,1                        | 0,0        | -0,5                               | 13,4  | -5,0                                         | 11,1                                          | 2,1                          | -3,1                        | 8,9        | -0,5                               | Jul      |
| 0,3                         | 0,0        | -0,7                               | 3,3   | -1,4                                         | 0,0                                           | -1,7                         | 6,2                         | 0,9        | -0,7                               | Ago      |
| 0,7                         | 0,0        | 3,7                                | 59,8  | 23,3                                         | 17,7                                          | 1,1                          | 12,4                        | 1,7        | 3,7                                | Sep      |
| -0,5                        | -0,1       | -1,4                               | 24,2  | -3,6                                         | 7,9                                           | -1,1                         | 18,8                        | 3,6        | -1,4                               | Oct      |
| -0,5                        | 0,0        | -2,0                               | 29,7  | 1,8                                          | 15,4                                          | 0,2                          | 12,9                        | 1,5        | -2,0                               | Nov      |
| -0,4                        | -0,3       | -0,3                               | -24,7 | -11,9                                        | 35,7                                          | 3,7                          | -53,4                       | 1,4        | -0,3                               | Dic      |
| -0,5                        | -0,3       | 0,7                                | 46,6  | 0,5                                          | 11,0                                          | 8,0                          | 22,6                        | 3,7        | 0,7                                | 2003 Ene |
| 0,6                         | 0,9        | -2,6                               | 52,5  | 16,7                                         | 11,5                                          | 5,5                          | 15,1                        | 6,3        | -2,6                               | Feb      |
| -0,1                        | 0,5        | 5,1                                | 70,2  | 19,0                                         | 14,1                                          | 8,2                          | 20,5                        | 3,4        | 5,1                                | Mar      |

| la zona del euro            |            |                                    | Total |                                              |                                               |                              |                             |            |                                    |          |
|-----------------------------|------------|------------------------------------|-------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------|------------------------------------|----------|
| Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales | Total | Bancos<br>(incluidos<br>bancos<br>centrales) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades<br>no financieras | Administra-<br>ción Central | Otras AAPP | Organismos<br>internacio-<br>nales |          |
| 11                          | 12         | 13                                 | 14    | 15                                           | 16                                            | 17                           | 18                          | 19         | 20                                 |          |
| 0,1                         | 0,0        | -1,4                               | 99,8  | 37,6                                         | 24,4                                          | 3,7                          | 31,2                        | 4,3        | -1,4                               | 2002 Mar |
| 1,8                         | 0,0        | 0,0                                | 30,4  | 0,6                                          | 13,1                                          | -1,2                         | 13,5                        | 4,4        | 0,0                                | Abr      |
| 0,9                         | 0,0        | 4,0                                | 88,8  | 24,1                                         | 17,7                                          | 5,0                          | 32,5                        | 5,5        | 4,0                                | May      |
| -1,8                        | 0,0        | -0,3                               | 65,1  | 21,7                                         | 27,1                                          | -4,2                         | 18,2                        | 2,6        | -0,3                               | Jun      |
| -0,1                        | 0,0        | -0,7                               | 14,4  | -0,8                                         | 6,2                                           | 4,5                          | -3,9                        | 9,2        | -0,7                               | Jul      |
| 0,3                         | 0,0        | -0,8                               | 13,2  | 0,0                                          | 1,3                                           | -1,4                         | 13,3                        | 0,8        | -0,8                               | Ago      |
| 0,8                         | 0,0        | 4,2                                | 94,9  | 35,9                                         | 30,8                                          | 3,6                          | 19,3                        | 1,0        | 4,2                                | Sep      |
| -0,6                        | 0,1        | -0,2                               | 18,6  | -1,9                                         | -1,1                                          | -0,8                         | 18,5                        | 4,1        | -0,2                               | Oct      |
| -0,5                        | 0,0        | -1,8                               | 52,0  | 19,6                                         | 15,8                                          | 1,7                          | 15,0                        | 1,6        | -1,8                               | Nov      |
| -0,5                        | -0,3       | 0,1                                | -54,7 | -31,9                                        | 45,1                                          | 0,0                          | -69,4                       | 1,5        | 0,1                                | Dic      |
| -0,5                        | -0,4       | -1,2                               | 84,2  | 30,9                                         | -0,3                                          | 13,2                         | 38,7                        | 3,1        | -1,2                               | 2003 Ene |
| 0,6                         | 0,9        | -2,6                               | 82,8  | 25,8                                         | 15,5                                          | 8,8                          | 28,3                        | 7,0        | -2,6                               | Feb      |
| -0,1                        | 0,5        | 5,9                                | 102,8 | 20,6                                         | 30,0                                          | 11,6                         | 31,3                        | 3,4        | 5,9                                | Mar      |

### Cuadro 3.7

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

(tasas de variación interanuales)

##### 1. A corto plazo

|          | En todas las monedas   |       |                                     |                                               |                              |                           |             |
|----------|------------------------|-------|-------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------|---------------------------|-------------|
|          | Total                  |       | IFM<br>(incluido el<br>Eurosistema) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades no<br>financieras | Administración<br>Central | Otras AA PP |
|          | Índice<br>dic 01 = 100 |       |                                     |                                               |                              |                           |             |
|          | 1                      | 2     | 3                                   | 4                                             | 5                            | 6                         | 7           |
| 2002 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      | 19,2                   | 124,9 | 22,4                                | 60,4                                          | -1,7                         | 22,7                      | -0,2        |
| Mar      | 17,7                   | 126,4 | 19,1                                | 53,1                                          | 2,0                          | 21,2                      | 4,9         |

##### 2. A largo plazo

|          | En todas las monedas   |       |                                     |                                               |                              |                           |             |
|----------|------------------------|-------|-------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------|---------------------------|-------------|
|          | Total                  |       | IFM<br>(incluido el<br>Eurosistema) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades no<br>financieras | Administración<br>Central | Otras AA PP |
|          | Índice<br>dic 01 = 100 |       |                                     |                                               |                              |                           |             |
|          | 1                      | 2     | 3                                   | 4                                             | 5                            | 6                         | 7           |
| 2002 Mar | 7,8                    | 102,2 | 7,5                                 | 30,6                                          | 15,8                         | 4,0                       | 23,7        |
| Abr      | 7,9                    | 102,9 | 7,5                                 | 32,1                                          | 16,3                         | 3,8                       | 25,4        |
| May      | 7,9                    | 103,7 | 8,0                                 | 32,7                                          | 14,5                         | 3,5                       | 29,6        |
| Jun      | 7,5                    | 104,3 | 7,7                                 | 30,2                                          | 12,9                         | 3,1                       | 31,7        |
| Jul      | 7,0                    | 104,5 | 6,7                                 | 27,2                                          | 11,7                         | 3,1                       | 36,7        |
| Ago      | 6,8                    | 104,6 | 6,5                                 | 26,6                                          | 8,9                          | 3,3                       | 34,3        |
| Sep      | 7,3                    | 105,4 | 7,0                                 | 27,4                                          | 11,7                         | 3,6                       | 31,2        |
| Oct      | 7,2                    | 105,8 | 6,2                                 | 26,6                                          | 12,3                         | 3,9                       | 30,0        |
| Nov      | 6,9                    | 106,3 | 5,7                                 | 26,8                                          | 7,8                          | 4,3                       | 29,3        |
| Dic      | 5,8                    | 105,8 | 4,9                                 | 24,8                                          | 6,9                          | 2,9                       | 29,7        |
| 2003 Ene | 5,6                    | 106,5 | 4,6                                 | 23,7                                          | 7,2                          | 2,7                       | 30,2        |
| Feb      | 5,8                    | 107,2 | 4,3                                 | 25,0                                          | 7,6                          | 3,0                       | 34,6        |
| Mar      | 5,7                    | 108,1 | 3,7                                 | 25,7                                          | 9,2                          | 3,0                       | 32,4        |

##### 3. Total

|          | En todas las monedas   |       |                                     |                                               |                              |                           |             |
|----------|------------------------|-------|-------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------|---------------------------|-------------|
|          | Total                  |       | IFM<br>(incluido el<br>Eurosistema) | Instituciones<br>financieras no<br>monetarias | Sociedades no<br>financieras | Administración<br>Central | Otras AA PP |
|          | Índice<br>dic 01 = 100 |       |                                     |                                               |                              |                           |             |
|          | 1                      | 2     | 3                                   | 4                                             | 5                            | 6                         | 7           |
| 2002 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 | 6,9                                 | 29,5                                          | 7,1                          | 4,2                       | 32,0        |
| Jul      | 6,8                    | 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                                 | 27,1                                          | 5,5                          | 4,6                       | 29,7        |
| Oct      | 7,3                    | 106,7 | 6,7                                 | 26,5                                          | 5,4                          | 5,0                       | 29,2        |
| Nov      | 7,4                    | 107,5 | 7,1                                 | 26,8                                          | 3,1                          | 5,2                       | 28,4        |
| Dic      | 6,5                    | 106,5 | 5,9                                 | 24,9                                          | 3,5                          | 4,1                       | 28,3        |
| 2003 Ene | 6,5                    | 107,8 | 6,0                                 | 23,7                                          | 4,3                          | 4,1                       | 29,0        |
| Feb      | 7,1                    | 108,8 | 6,3                                 | 25,3                                          | 5,8                          | 4,6                       | 33,7        |
| Mar      | 6,9                    | 109,7 | 5,4                                 | 25,9                                          | 7,9                          | 4,5                       | 31,7        |

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 <sup>2)</sup> |                     |                                  |                                         |                           |                        |             |          |  |
|------------------------|---------------------|----------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------------|-------------|----------|--|
| Total                  |                     | IFM<br>(incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AA PP |          |  |
|                        | Índice dic 01 = 100 |                                  |                                         |                           |                        |             |          |  |
| 8                      | 9                   |                                  |                                         |                           |                        |             |          |  |
| 2,7                    | 108,5               | -2,9                             | -16,3                                   | 2,4                       | 8,1                    | 52,5        | 2002 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                                    | -8,1                      | 21,1                   | -27,0       | 2003 Ene |  |
| 20,0                   | 126,7               | 25,8                             | 57,5                                    | -2,8                      | 22,4                   | -9,0        | Feb      |  |
| 18,2                   | 128,2               | 21,2                             | 50,3                                    | 0,9                       | 21,0                   | -2,7        | Mar      |  |
| En euros <sup>2)</sup> |                     |                                  |                                         |                           |                        |             |          |  |
| Total                  |                     | IFM<br>(incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AA PP |          |  |
|                        | Índice dic 01 = 100 |                                  |                                         |                           |                        |             |          |  |
| 8                      | 9                   |                                  |                                         |                           |                        |             |          |  |
| 7,4                    | 102,1               | 5,6                              | 43,6                                    | 18,8                      | 3,9                    | 24,7        | 2002 Mar |  |
| 7,5                    | 102,7               | 5,6                              | 44,7                                    | 19,4                      | 3,8                    | 26,5        | Abr      |  |
| 7,4                    | 103,5               | 5,8                              | 42,9                                    | 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                              | 33,8                                    | 15,7                      | 3,1                    | 37,9        | Jul      |  |
| 6,3                    | 104,3               | 4,4                              | 32,6                                    | 12,8                      | 3,3                    | 35,3        | Ago      |  |
| 6,7                    | 105,0               | 5,1                              | 33,5                                    | 14,1                      | 3,4                    | 32,1        | Sep      |  |
| 6,5                    | 105,4               | 4,2                              | 31,1                                    | 14,7                      | 3,9                    | 29,7        | Oct      |  |
| 6,5                    | 105,8               | 4,1                              | 31,7                                    | 9,3                       | 4,3                    | 29,1        | Nov      |  |
| 5,3                    | 105,3               | 3,4                              | 29,4                                    | 8,3                       | 2,8                    | 29,2        | Dic      |  |
| 5,0                    | 105,8               | 3,0                              | 28,2                                    | 8,5                       | 2,5                    | 29,4        | 2003 Ene |  |
| 5,2                    | 106,5               | 2,5                              | 29,1                                    | 8,7                       | 2,8                    | 33,8        | Feb      |  |
| 5,1                    | 107,3               | 1,9                              | 29,8                                    | 10,9                      | 2,8                    | 31,5        | Mar      |  |
| En euros <sup>2)</sup> |                     |                                  |                                         |                           |                        |             |          |  |
| Total                  |                     | IFM<br>(incluido el Eurosistema) | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras | Administración Central | Otras AA PP |          |  |
|                        | Índice dic 01 = 100 |                                  |                                         |                           |                        |             |          |  |
| 8                      | 9                   |                                  |                                         |                           |                        |             |          |  |
| 6,9                    | 102,6               | 4,7                              | 42,4                                    | 14,9                      | 4,3                    | 25,2        | 2002 Mar |  |
| 6,7                    | 103,1               | 4,4                              | 43,5                                    | 14,8                      | 3,9                    | 26,7        | Abr      |  |
| 7,0                    | 104,1               | 5,3                              | 41,4                                    | 10,7                      | 4,2                    | 30,4        | May      |  |
| 6,7                    | 104,6               | 5,0                              | 38,3                                    | 8,2                       | 4,2                    | 33,0        | Jun      |  |
| 6,3                    | 104,9               | 4,4                              | 32,9                                    | 8,2                       | 4,1                    | 36,6        | Jul      |  |
| 6,2                    | 105,1               | 4,6                              | 32,1                                    | 4,9                       | 4,2                    | 34,1        | Ago      |  |
| 6,8                    | 105,9               | 5,5                              | 33,0                                    | 6,2                       | 4,5                    | 30,3        | Sep      |  |
| 6,6                    | 106,4               | 4,6                              | 30,9                                    | 5,9                       | 5,0                    | 28,7        | Oct      |  |
| 7,0                    | 107,1               | 5,7                              | 31,5                                    | 3,4                       | 5,3                    | 27,9        | Nov      |  |
| 6,1                    | 106,1               | 4,6                              | 29,4                                    | 4,1                       | 4,1                    | 27,6        | Dic      |  |
| 6,0                    | 107,3               | 4,8                              | 28,2                                    | 4,9                       | 4,0                    | 28,0        | 2003 Ene |  |
| 6,5                    | 108,3               | 4,8                              | 29,4                                    | 6,2                       | 4,3                    | 32,7        | Feb      |  |
| 6,3                    | 109,1               | 3,8                              | 30,0                                    | 8,7                       | 4,3                    | 30,7        | Mar      |  |

### Cuadro 3.8

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

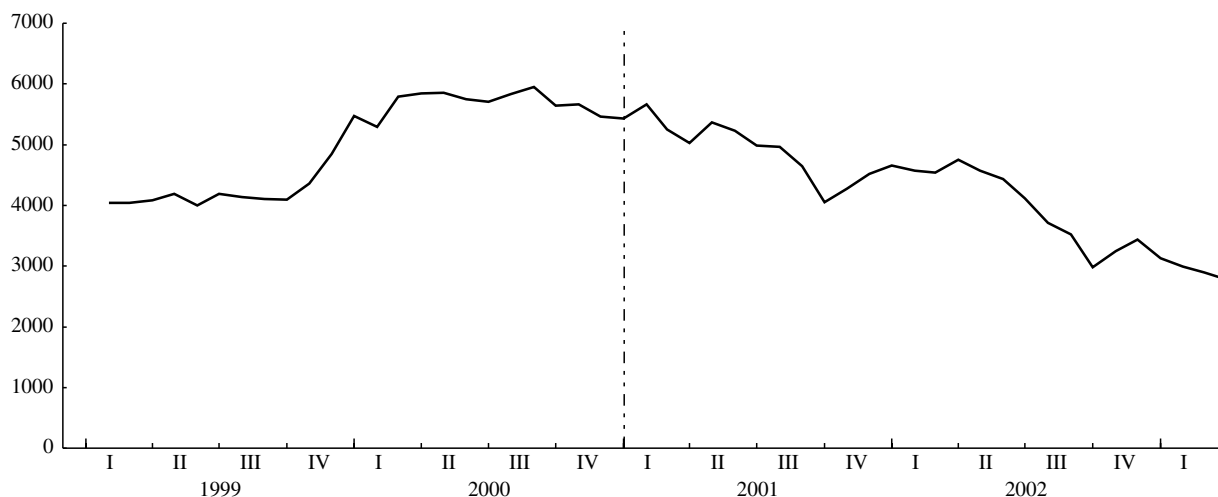
(mm de euros; saldo a fin de período; valores de mercado)

##### Saldos vivos

|                                       | Total   | IFM   | Instituciones financieras no monetarias | Sociedades no financieras |
|---------------------------------------|---------|-------|-----------------------------------------|---------------------------|
|                                       | 1       | 2     | 3                                       | 4                         |
| 2000 Mar                              | 5.842,2 | 658,2 | 649,7                                   | 4.534,3                   |
| Abr                                   | 5.860,1 | 670,4 | 654,9                                   | 4.534,8                   |
| May                                   | 5.751,1 | 673,4 | 648,2                                   | 4.429,5                   |
| Jun                                   | 5.705,7 | 680,6 | 645,7                                   | 4.379,4                   |
| Jul                                   | 5.833,7 | 700,3 | 696,3                                   | 4.437,2                   |
| Ago                                   | 5.947,3 | 742,1 | 700,4                                   | 4.504,7                   |
| Sep                                   | 5.638,9 | 730,3 | 687,7                                   | 4.221,0                   |
| Oct                                   | 5.666,3 | 719,0 | 664,4                                   | 4.282,9                   |
| Nov                                   | 5.465,3 | 674,5 | 673,5                                   | 4.117,4                   |
| Dic                                   | 5.430,3 | 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                                   | 5.027,4 | 686,3 | 620,4                                   | 3.720,8                   |
| Abr                                   | 5.364,4 | 715,3 | 643,4                                   | 4.005,6                   |
| May                                   | 5.233,9 | 697,9 | 627,0                                   | 3.909,0                   |
| Jun                                   | 4.989,9 | 676,5 | 635,1                                   | 3.678,3                   |
| Jul                                   | 4.959,8 | 647,0 | 572,4                                   | 3.740,4                   |
| Ago                                   | 4.650,3 | 643,2 | 576,6                                   | 3.430,5                   |
| Sep                                   | 4.056,7 | 535,7 | 485,3                                   | 3.035,7                   |
| Oct                                   | 4.277,9 | 551,5 | 497,7                                   | 3.228,7                   |
| Nov                                   | 4.522,8 | 587,5 | 512,0                                   | 3.423,2                   |
| Dic                                   | 4.655,3 | 617,3 | 511,1                                   | 3.526,9                   |
| 2002 Ene                              | 4.574,0 | 623,8 | 518,8                                   | 3.431,4                   |
| Feb                                   | 4.545,6 | 622,4 | 509,8                                   | 3.413,4                   |
| Mar                                   | 4.748,1 | 665,3 | 536,7                                   | 3.546,2                   |
| Abr                                   | 4.569,8 | 678,0 | 517,5                                   | 3.374,2                   |
| May                                   | 4.432,0 | 666,3 | 484,9                                   | 3.280,9                   |
| Jun                                   | 4.113,0 | 614,8 | 463,4                                   | 3.034,8                   |
| Jul                                   | 3.709,7 | 515,6 | 395,4                                   | 2.798,7                   |
| Ago                                   | 3.519,2 | 521,7 | 371,0                                   | 2.626,5                   |
| Sep                                   | 2.977,8 | 412,6 | 276,0                                   | 2.289,2                   |
| Oct                                   | 3.250,9 | 446,9 | 321,2                                   | 2.482,8                   |
| Nov                                   | 3.434,7 | 487,3 | 346,0                                   | 2.601,4                   |
| Dic                                   | 3.130,5 | 450,7 | 283,6                                   | 2.396,2                   |
| 2003 Ene                              | 2.993,8 | 425,8 | 261,1                                   | 2.306,9                   |
| Feb                                   | 2.900,3 | 425,5 | 270,7                                   | 2.204,1                   |
| Mar                                   | 2.784,3 | 413,2 | 236,0                                   | 2.135,1                   |

##### 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<br>1996 = 100 |       | Índice<br>1996 = 100 |      | Índice<br>1996 = 100 |      | Índice<br>1996 = 100 | Tasa varia-<br>ción sobre<br>período ant. | Índice<br>1996 = 100 | Índice<br>1996 = 100 |
| Ponderación sobre<br>el total (%) <sup>1)</sup> | 100,0                | 100,0 | 59,1                 | 59,1 | 40,9                 | 40,9 | 100,0                | 100,0                                     | 59,1                 | 40,9                 |
|                                                 | 1                    | 2     | 3                    | 4    | 5                    | 6    | 7                    | 8                                         | 9                    | 10                   |
| 1999                                            | 103,8                | 1,1   | 102,7                | 0,9  | 106,0                | 1,5  | -                    | -                                         | -                    | -                    |
| 2000                                            | 106,0                | 2,1   | 105,3                | 2,5  | 107,5                | 1,5  | -                    | -                                         | -                    | -                    |
| <i>Ampliación de la zona del euro</i>           |                      |       |                      |      |                      |      |                      |                                           |                      |                      |
| 2001                                            | 108,5                | 2,3   | 107,7                | 2,3  | 110,2                | 2,5  | -                    | -                                         | -                    | -                    |
| 2002                                            | 110,9                | 2,3   | 109,5                | 1,7  | 113,6                | 3,1  | -                    | -                                         | -                    | -                    |
| 2002 II                                         | 111,0                | 2,1   | 109,9                | 1,4  | 113,1                | 3,1  | 110,7                | 0,6                                       | 109,4                | 113,2                |
| III                                             | 111,1                | 2,1   | 109,2                | 1,3  | 114,5                | 3,3  | 111,2                | 0,4                                       | 109,6                | 114,1                |
| IV                                              | 111,7                | 2,3   | 110,1                | 1,8  | 114,5                | 3,1  | 111,8                | 0,5                                       | 110,0                | 114,8                |
| 2003 I                                          | 112,5                | 2,3   | 110,8                | 2,0  | 115,3                | 2,7  | 112,6                | 0,8                                       | 111,1                | 115,4                |
| 2002 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  | 111,0                | 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  | 111,5                | 0,3                                       | 109,9                | 114,3                |
| Oct                                             | 111,6                | 2,3   | 110,1                | 1,8  | 114,2                | 3,1  | 111,7                | 0,2                                       | 110,1                | 114,6                |
| Nov                                             | 111,5                | 2,3   | 110,0                | 1,8  | 114,2                | 3,1  | 111,7                | 0,0                                       | 109,9                | 114,8                |
| Dic                                             | 112,0                | 2,3   | 110,2                | 1,9  | 115,2                | 3,0  | 111,9                | 0,2                                       | 110,1                | 115,1                |
| 2003 Ene                                        | 111,9                | 2,1   | 110,2                | 1,6  | 115,0                | 2,8  | 112,3                | 0,4                                       | 110,7                | 115,2                |
| Feb                                             | 112,4                | 2,4   | 110,7                | 2,1  | 115,4                | 2,7  | 112,6                | 0,3                                       | 111,1                | 115,4                |
| Mar                                             | 113,1                | 2,4   | 111,7                | 2,2  | 115,6                | 2,6  | 113,0                | 0,3                                       | 111,5                | 115,6                |
| Abr                                             | 113,2                | 2,1   | 111,7                | 1,5  | 116,0                | 2,9  | 112,8                | -0,1                                      | 111,1                | 115,9                |
| May <sup>2)</sup>                               | .                    | 1,9   | .                    | .    | .                    | .    | .                    | .                                         | .                    | .                    |

#### 2. Desglose de bienes y servicios

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

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 <sup>1)</sup> |       | Precios del petróleo <sup>2)</sup><br>(euros por barril) |
|--------------------------------|------------------------------------------------|------|---------------------------------------------|--------------------|------------------|-------------------|----------------------------|-------------------------------|---------|----------------------------|--------------|----------------------------------------------------------------|-------|----------------------------------------------------------|
|                                | Industria, excluida construcción <sup>3)</sup> |      |                                             |                    |                  |                   |                            |                               |         | Construcción <sup>4)</sup> | Manufacturas |                                                                |       |                                                          |
|                                | Total                                          |      | Industria, excluidas construcción y energía |                    |                  |                   |                            |                               | 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                           | 3,1     | 1,3                        | 0,8          | 10,7                                                           | 14,6  | 17,0                                                     |
| 1998                           | 100,7                                          | -0,7 | 0,2                                         | -0,4               | 0,6              | 0,5               | 0,7                        | 0,5                           | -4,4    | 0,3                        | -0,5         | -21,0                                                          | -12,5 | 12,0                                                     |
| 1999                           | 100,2                                          | -0,5 | -0,6                                        | -1,5               | 0,2              | -0,1              | 0,7                        | -0,2                          | 0,1     | 1,2                        | 0,1          | 15,8                                                           | -5,9  | 17,1                                                     |
| 2000                           | 105,5                                          | 5,3  | 2,6                                         | 5,0                | 0,6              | 1,5               | 1,4                        | 1,6                           | 16,8    | 2,4                        | 4,9          | 50,8                                                           | 16,7  | 31,0                                                     |
| Ampliación de la zona del euro |                                                |      |                                             |                    |                  |                   |                            |                               |         |                            |              |                                                                |       |                                                          |
| 2001                           | 107,9                                          | 2,1  | 1,8                                         | 1,1                | 1,0              | 3,0               | 1,8                        | 3,1                           | 3,0     | 2,1                        | 1,2          | -8,8                                                           | -7,6  | 27,8                                                     |
| 2002                           | 107,9                                          | 0,0  | 0,6                                         | -0,3               | 1,0              | 1,3               | 1,5                        | 1,3                           | -1,9    | 2,4                        | 0,3          | -3,2                                                           | -1,7  | 26,5                                                     |
| 2002 I                         | 107,3                                          | -0,6 | 0,3                                         | -1,6               | 1,2              | 1,7               | 1,8                        | 1,7                           | -3,8    | 2,5                        | -0,4         | -10,5                                                          | -3,6  | 24,6                                                     |
| II                             | 107,8                                          | -0,7 | 0,3                                         | -0,8               | 1,1              | 1,0               | 1,5                        | 1,0                           | -4,1    | 2,3                        | -0,3         | -8,7                                                           | -5,5  | 27,8                                                     |
| III                            | 108,1                                          | 0,0  | 0,8                                         | 0,3                | 0,9              | 1,2               | 1,4                        | 1,1                           | -2,3    | 2,3                        | 0,4          | -4,2                                                           | -1,6  | 27,2                                                     |
| IV                             | 108,4                                          | 1,2  | 1,1                                         | 1,0                | 0,8              | 1,4               | 1,2                        | 1,4                           | 2,6     | 2,7                        | 1,5          | 14,0                                                           | 4,4   | 26,5                                                     |
| 2003 I                         | 109,9                                          | 2,4  | 1,2                                         | 1,6                | 0,4              | 1,3               | 0,9                        | 1,4                           | 7,1     | .                          | 2,2          | 10,2                                                           | -4,2  | 28,4                                                     |
| 2002 May                       | 107,9                                          | -0,7 | 0,3                                         | -0,8               | 1,1              | 1,0               | 1,5                        | 0,9                           | -4,2    | -                          | -0,3         | -9,5                                                           | -6,8  | 28,1                                                     |
| Jun                            | 107,7                                          | -0,8 | 0,4                                         | -0,5               | 1,0              | 0,9               | 1,4                        | 0,9                           | -4,9    | -                          | -0,4         | -14,9                                                          | -8,4  | 25,8                                                     |
| Jul                            | 107,9                                          | -0,2 | 0,7                                         | 0,1                | 0,9              | 1,1               | 1,2                        | 1,0                           | -3,0    | -                          | 0,2          | -10,2                                                          | -7,6  | 25,9                                                     |
| Ago                            | 108,0                                          | 0,0  | 0,8                                         | 0,3                | 0,9              | 1,1               | 1,4                        | 1,1                           | -2,2    | -                          | 0,5          | -4,3                                                           | -1,3  | 27,0                                                     |
| Sep                            | 108,3                                          | 0,2  | 0,9                                         | 0,5                | 0,9              | 1,3               | 1,4                        | 1,3                           | -1,6    | -                          | 0,6          | 2,4                                                            | 4,7   | 28,9                                                     |
| Oct                            | 108,5                                          | 1,1  | 1,0                                         | 0,8                | 0,8              | 1,4               | 1,2                        | 1,4                           | 2,0     | -                          | 1,3          | 14,3                                                           | 7,8   | 27,9                                                     |
| Nov                            | 108,2                                          | 1,1  | 1,1                                         | 1,1                | 0,8              | 1,3               | 1,2                        | 1,3                           | 2,2     | -                          | 1,3          | 10,5                                                           | 3,4   | 24,2                                                     |
| Dic                            | 108,5                                          | 1,6  | 1,2                                         | 1,2                | 0,9              | 1,4               | 1,2                        | 1,5                           | 3,7     | -                          | 1,8          | 17,2                                                           | 2,1   | 27,1                                                     |
| 2003 Ene                       | 109,5                                          | 2,2  | 1,1                                         | 1,4                | 0,5              | 1,3               | 1,0                        | 1,3                           | 6,4     | -                          | 2,0          | 17,2                                                           | -1,5  | 28,3                                                     |
| Feb                            | 110,0                                          | 2,6  | 1,2                                         | 1,7                | 0,3              | 1,4               | 0,9                        | 1,5                           | 8,0     | -                          | 2,4          | 16,8                                                           | -3,7  | 29,8                                                     |
| Mar                            | 110,2                                          | 2,4  | 1,2                                         | 1,7                | 0,3              | 1,2               | 0,7                        | 1,3                           | 7,0     | -                          | 2,1          | -1,7                                                           | -7,2  | 27,2                                                     |
| Abr                            | 109,7                                          | 1,7  | 1,1                                         | 1,5                | 0,4              | 1,2               | 0,6                        | 1,2                           | 3,4     | -                          | 1,1          | -15,2                                                          | -6,7  | 22,9                                                     |
| May                            | .                                              | .    | .                                           | .                  | .                | .                 | .                          | .                             | .       | -                          | .            | -16,6                                                          | -8,7  | 21,9                                                     |

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

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

|                                | Total                |     | Demanda interior |                 |                 |                                    | Exportaciones <sup>6)</sup> | Importaciones <sup>6)</sup> |
|--------------------------------|----------------------|-----|------------------|-----------------|-----------------|------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|                                | Índice,<br>1995 =100 |     |                  | Consumo privado | Consumo público | Formación bruta<br>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                        | 110,8                | 2,6 | 2,6              | 2,7             | 2,7             | 2,1                                | 2,5                         | 2,6                         |
| III                            | 111,2                | 2,3 | 2,2              | 2,5             | 2,2             | 2,1                                | 0,5                         | 0,0                         |
| IV                             | 112,2                | 2,9 | 1,8              | 2,1             | 2,2             | 1,7                                | -0,6                        | -3,5                        |
| 2002 I                         | 112,8                | 2,7 | 2,3              | 2,6             | 2,0             | 2,0                                | -0,9                        | -1,9                        |
| II                             | 113,3                | 2,3 | 2,1              | 2,2             | 1,7             | 2,2                                | -1,1                        | -1,9                        |
| III                            | 114,0                | 2,6 | 2,1              | 2,3             | 1,8             | 1,9                                | -0,3                        | -1,9                        |
| IV                             | 114,6                | 2,1 | 2,2              | 2,4             | 1,7             | 1,9                                | -0,3                        | -0,2                        |

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

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

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

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

4) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

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

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

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

**Cuadro 5.1**

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

#### PIB y componentes del gasto

##### 1. Precios corrientes

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

|                                       | PIB     |                  |                 |                 |                                 |                                        |                              |                             |                             |
|---------------------------------------|---------|------------------|-----------------|-----------------|---------------------------------|----------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|                                       | Total   | Demanda interior |                 |                 |                                 |                                        | Saldo exterior <sup>3)</sup> |                             |                             |
|                                       |         | Total            | Consumo privado | Consumo público | Formación bruta de capital fijo | Variación de existencias <sup>2)</sup> | Total                        | Exportaciones <sup>3)</sup> | Importaciones <sup>3)</sup> |
|                                       | 1       | 2                | 3               | 4               | 5                               | 6                                      | 7                            | 8                           | 9                           |
| 1998                                  | 5.883,6 | 5.743,8          | 3.328,8         | 1.176,4         | 1.203,6                         | 34,9                                   | 139,9                        | 1.949,1                     | 1.809,2                     |
| 1999                                  | 6.150,4 | 6.048,5          | 3.504,9         | 1.230,0         | 1.291,8                         | 21,7                                   | 101,9                        | 2.052,4                     | 1.950,6                     |
| 2000                                  | 6.453,1 | 6.385,2          | 3.672,5         | 1.289,2         | 1.389,1                         | 34,3                                   | 67,9                         | 2.416,7                     | 2.348,8                     |
| <i>Ampliación de la zona del euro</i> |         |                  |                 |                 |                                 |                                        |                              |                             |                             |
| 2001                                  | 6.840,1 | 6.727,7          | 3.918,1         | 1.369,3         | 1.437,4                         | 2,8                                    | 112,5                        | 2.556,1                     | 2.443,7                     |
| 2002                                  | 7.063,5 | 6.889,3          | 4.033,5         | 1.431,6         | 1.427,6                         | -3,4                                   | 174,1                        | 2.571,2                     | 2.397,0                     |
| 2001 IV                               | 1.727,8 | 1.689,9          | 989,0           | 348,0           | 357,8                           | -4,9                                   | 37,9                         | 630,7                       | 592,8                       |
| 2002 I                                | 1.744,0 | 1.703,8          | 995,2           | 352,6           | 357,5                           | -1,5                                   | 40,2                         | 627,2                       | 587,0                       |
| II                                    | 1.758,6 | 1.716,4          | 1.002,9         | 356,8           | 355,1                           | 1,5                                    | 42,2                         | 639,5                       | 597,3                       |
| III                                   | 1.775,5 | 1.727,1          | 1.013,3         | 359,9           | 356,6                           | -2,7                                   | 48,4                         | 652,2                       | 603,9                       |
| IV                                    | 1.785,5 | 1.742,0          | 1.022,2         | 362,3           | 358,3                           | -0,7                                   | 43,4                         | 652,3                       | 608,9                       |
| 2003 I                                | .       | .                | .               | .               | .                               | .                                      | .                            | .                           | .                           |

##### 2. Precios constantes

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

|                                       | PIB     |                  |                 |                 |                                 |                                        |                              |                             |                             |
|---------------------------------------|---------|------------------|-----------------|-----------------|---------------------------------|----------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|                                       | Total   | Demanda interior |                 |                 |                                 |                                        | Saldo exterior <sup>3)</sup> |                             |                             |
|                                       |         | Total            | Consumo privado | Consumo público | Formación bruta de capital fijo | Variación de existencias <sup>2)</sup> | Total                        | Exportaciones <sup>3)</sup> | Importaciones <sup>3)</sup> |
|                                       | 10      | 11               | 12              | 13              | 14                              | 15                                     | 16                           | 17                          | 18                          |
| 1998                                  | 5.667,3 | 5.544,7          | 3.184,3         | 1.142,2         | 1.191,0                         | 27,3                                   | 122,5                        | 1.939,1                     | 1.816,6                     |
| 1999                                  | 5.826,5 | 5.738,1          | 3.297,2         | 1.164,7         | 1.260,6                         | 15,6                                   | 88,4                         | 2.040,3                     | 1.951,9                     |
| 2000                                  | 6.029,9 | 5.906,3          | 3.380,3         | 1.189,5         | 1.322,1                         | 14,4                                   | 123,6                        | 2.295,3                     | 2.171,7                     |
| <i>Ampliación de la zona del euro</i> |         |                  |                 |                 |                                 |                                        |                              |                             |                             |
| 2001                                  | 6.227,3 | 6.079,4          | 3.519,0         | 1.231,0         | 1.339,0                         | -9,7                                   | 148,0                        | 2.391,7                     | 2.243,7                     |
| 2002                                  | 6.279,4 | 6.092,4          | 3.538,3         | 1.264,6         | 1.303,9                         | -14,4                                  | 187,0                        | 2.421,6                     | 2.234,6                     |
| 2001 IV                               | 1.556,0 | 1.517,6          | 881,6           | 310,5           | 331,1                           | -5,6                                   | 38,4                         | 591,7                       | 553,3                       |
| 2002 I                                | 1.562,5 | 1.517,6          | 879,8           | 313,5           | 328,8                           | -4,6                                   | 44,9                         | 590,4                       | 545,5                       |
| II                                    | 1.568,6 | 1.520,1          | 882,2           | 315,9           | 324,6                           | -2,6                                   | 48,5                         | 602,7                       | 554,2                       |
| III                                   | 1.573,6 | 1.524,0          | 886,3           | 317,3           | 325,1                           | -4,7                                   | 49,6                         | 614,8                       | 565,2                       |
| IV                                    | 1.574,7 | 1.530,7          | 890,0           | 317,9           | 325,4                           | -2,5                                   | 44,0                         | 613,7                       | 569,7                       |
| 2003 I                                | 1.574,8 | 1.538,3          | 893,1           | 318,6           | 320,9                           | 5,8                                    | 36,5                         | 609,8                       | 573,3                       |

(tasas de variación interanuales)

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

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 <sup>1)</sup> | Impuestos netos de subvenciones sobre los productos |
|---------------------------------------|---------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------|------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
|                                       | Total               | Agricultura, caza, silvicultura y pesca | Industria manufacturera, energía e industrias extractivas | Construcción | Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones | Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y de servicios empresariales | Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios |                                           |                                                     |
|                                       | 1                   | 2                                       | 3                                                         | 4            | 5                                                                | 6                                                                                               | 7                                                            | 8                                         | 9                                                   |
| 1998                                  | 5.471,0             | 138,7                                   | 1.276,8                                                   | 295,4        | 1.139,8                                                          | 1.441,3                                                                                         | 1.179,0                                                      | 202,2                                     | 614,8                                               |
| 1999                                  | 5.689,3             | 136,0                                   | 1.293,3                                                   | 310,7        | 1.191,2                                                          | 1.527,6                                                                                         | 1.230,6                                                      | 201,6                                     | 662,7                                               |
| 2000                                  | 5.973,1             | 136,9                                   | 1.347,3                                                   | 326,5        | 1.261,2                                                          | 1.620,3                                                                                         | 1.280,9                                                      | 212,1                                     | 692,2                                               |
| <i>Ampliación de la zona del euro</i> |                     |                                         |                                                           |              |                                                                  |                                                                                                 |                                                              |                                           |                                                     |
| 2001                                  | 6.344,2             | 151,7                                   | 1.412,0                                                   | 347,3        | 1.356,5                                                          | 1.719,7                                                                                         | 1.357,0                                                      | 232,4                                     | 728,3                                               |
| 2002                                  | 6.560,0             | 149,7                                   | 1.430,7                                                   | 360,7        | 1.394,4                                                          | 1.797,8                                                                                         | 1.426,7                                                      | 237,9                                     | 741,3                                               |
| 2001 IV                               | 1.604,3             | 38,4                                    | 350,6                                                     | 88,6         | 342,8                                                            | 438,6                                                                                           | 345,3                                                        | 59,1                                      | 182,6                                               |
| 2002 I                                | 1.619,0             | 38,0                                    | 353,3                                                     | 89,9         | 345,3                                                            | 442,3                                                                                           | 350,2                                                        | 59,0                                      | 184,0                                               |
| II                                    | 1.634,1             | 37,3                                    | 357,2                                                     | 89,6         | 347,6                                                            | 447,7                                                                                           | 354,7                                                        | 58,8                                      | 183,2                                               |
| III                                   | 1.648,4             | 37,5                                    | 360,2                                                     | 90,2         | 349,7                                                            | 451,9                                                                                           | 358,9                                                        | 59,3                                      | 186,3                                               |
| IV                                    | 1.658,4             | 36,9                                    | 360,0                                                     | 91,0         | 351,9                                                            | 455,8                                                                                           | 362,9                                                        | 60,8                                      | 187,8                                               |
| 2003 I                                | .                   | .                                       | .                                                         | .            | .                                                                | .                                                                                               | .                                                            | .                                         | .                                                   |

### 4. Precios constantes

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

|                                          | Valor añadido bruto |                                         |                                                           |              |                                                                  |                                                                                                 |                                                              | Consumo intermedio de SIFIM <sup>1)</sup> | Impuestos netos de subvenciones sobre los productos |
|------------------------------------------|---------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------|------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
|                                          | Total               | Agricultura, caza, silvicultura y pesca | Industria manufacturera, energía e industrias extractivas | Construcción | Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones | Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y de servicios empresariales | Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios |                                           |                                                     |
|                                          | 10                  | 11                                      | 12                                                        | 13           | 14                                                               | 15                                                                                              | 16                                                           | 17                                        | 18                                                  |
| 1998                                     | 5.319,6             | 142,3                                   | 1.256,7                                                   | 291,9        | 1.114,4                                                          | 1.388,3                                                                                         | 1.126,0                                                      | 222,4                                     | 570,1                                               |
| 1999                                     | 5.462,5             | 146,0                                   | 1.268,3                                                   | 299,2        | 1.164,2                                                          | 1.441,4                                                                                         | 1.143,4                                                      | 231,2                                     | 595,2                                               |
| 2000                                     | 5.667,4             | 145,6                                   | 1.319,0                                                   | 306,2        | 1.220,6                                                          | 1.508,2                                                                                         | 1.167,8                                                      | 247,6                                     | 610,1                                               |
| <i>Ampliación de la zona del euro</i>    |                     |                                         |                                                           |              |                                                                  |                                                                                                 |                                                              |                                           |                                                     |
| 2001                                     | 5.865,3             | 151,8                                   | 1.348,6                                                   | 311,0        | 1.282,4                                                          | 1.569,5                                                                                         | 1.202,1                                                      | 264,7                                     | 626,8                                               |
| 2002                                     | 5.938,2             | 150,8                                   | 1.359,0                                                   | 308,2        | 1.299,4                                                          | 1.589,2                                                                                         | 1.231,6                                                      | 271,1                                     | 612,4                                               |
| 2001 IV                                  | 1.467,4             | 38,0                                    | 333,1                                                     | 78,0         | 321,2                                                            | 394,3                                                                                           | 302,8                                                        | 67,1                                      | 155,7                                               |
| 2002 I                                   | 1.475,7             | 37,8                                    | 336,9                                                     | 77,7         | 323,4                                                            | 395,0                                                                                           | 304,9                                                        | 66,8                                      | 153,6                                               |
| II                                       | 1.484,0             | 37,7                                    | 340,5                                                     | 77,0         | 324,4                                                            | 397,2                                                                                           | 307,2                                                        | 67,2                                      | 151,8                                               |
| III                                      | 1.488,3             | 37,8                                    | 341,6                                                     | 76,8         | 325,3                                                            | 398,0                                                                                           | 308,8                                                        | 68,0                                      | 153,4                                               |
| IV                                       | 1.490,2             | 37,5                                    | 340,0                                                     | 76,7         | 326,4                                                            | 399,0                                                                                           | 310,7                                                        | 69,1                                      | 153,6                                               |
| 2003 I                                   | 1.490,6             | 37,8                                    | 341,4                                                     | 74,8         | 326,4                                                            | 399,8                                                                                           | 310,5                                                        | 69,0                                      | 153,2                                               |
| <i>(tasas de variación interanuales)</i> |                     |                                         |                                                           |              |                                                                  |                                                                                                 |                                                              |                                           |                                                     |
| 1998                                     | 2,9                 | 1,5                                     | 3,2                                                       | 0,4          | 4,0                                                              | 3,7                                                                                             | 1,5                                                          | 3,6                                       | 2,6                                                 |
| 1999                                     | 2,7                 | 2,6                                     | 0,9                                                       | 2,5          | 4,5                                                              | 3,8                                                                                             | 1,5                                                          | 4,0                                       | 4,4                                                 |
| 2000                                     | 3,8                 | -0,3                                    | 4,0                                                       | 2,3          | 4,8                                                              | 4,6                                                                                             | 2,1                                                          | 7,1                                       | 2,5                                                 |
| <i>Ampliación de la zona del euro</i>    |                     |                                         |                                                           |              |                                                                  |                                                                                                 |                                                              |                                           |                                                     |
| 2001                                     | 1,7                 | -1,3                                    | 1,1                                                       | -0,6         | 2,6                                                              | 2,6                                                                                             | 1,4                                                          | 5,4                                       | 0,7                                                 |
| 2002                                     | 1,2                 | -0,7                                    | 0,8                                                       | -0,9         | 1,3                                                              | 1,3                                                                                             | 2,4                                                          | 2,4                                       | -2,3                                                |
| 2001 IV                                  | 0,8                 | -1,1                                    | -1,3                                                      | -0,3         | 1,4                                                              | 2,0                                                                                             | 1,7                                                          | 4,7                                       | -0,1                                                |
| 2002 I                                   | 0,8                 | -0,2                                    | -1,3                                                      | 0,0          | 1,2                                                              | 1,4                                                                                             | 2,1                                                          | 2,3                                       | -2,3                                                |
| II                                       | 1,3                 | -0,1                                    | 1,0                                                       | -0,8         | 1,2                                                              | 1,3                                                                                             | 2,5                                                          | 1,9                                       | -3,7                                                |
| III                                      | 1,3                 | -1,1                                    | 1,3                                                       | -1,1         | 1,3                                                              | 1,1                                                                                             | 2,6                                                          | 2,6                                       | -1,8                                                |
| IV                                       | 1,6                 | -1,4                                    | 2,1                                                       | -1,7         | 1,6                                                              | 1,2                                                                                             | 2,6                                                          | 2,9                                       | -1,3                                                |
| 2003 I                                   | 1,0                 | 0,1                                     | 1,3                                                       | -3,7         | 0,9                                                              | 1,2                                                                                             | 1,8                                                          | 3,2                                       | -0,3                                                |

Fuente: Eurostat.

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

## Cuadro 5.2

### Otros indicadores de la economía real<sup>1)</sup>

#### 1. Producción industrial

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

|                                | Total | Industria, excluida construcción <sup>2)</sup> |      |       |                                             |                  |                   |                            |                               |         | Construcción | Manufacturas |
|--------------------------------|-------|------------------------------------------------|------|-------|---------------------------------------------|------------------|-------------------|----------------------------|-------------------------------|---------|--------------|--------------|
|                                |       | Total                                          |      |       | Industria, excluidas construcción y energía |                  |                   |                            |                               | Energía |              |              |
|                                |       | Índice (d)<br>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                           | 0,3   | 118,0                                          | 0,5  | 0,3   | -0,6                                        | 1,6              | 0,3               | -1,7                       | 0,7                           | 1,0     | 0,0          | 0,4          |
| 2002                           | -0,7  | 117,3                                          | -0,6 | -0,8  | 0,3                                         | -2,1             | -0,8              | -5,6                       | 0,2                           | 0,8     | -0,2         | -0,8         |
| 2002 I                         | -2,4  | 116,7                                          | -2,8 | -3,4  | -2,2                                        | -6,4             | -1,4              | -7,0                       | -0,2                          | 1,4     | 1,7          | -3,6         |
| II                             | -1,0  | 117,2                                          | -0,7 | -1,0  | 0,0                                         | -2,2             | -1,1              | -6,2                       | 0,0                           | 2,1     | -0,3         | -0,8         |
| III                            | -0,2  | 117,7                                          | 0,0  | -0,2  | 1,1                                         | -1,1             | -1,2              | -4,5                       | -0,5                          | 1,1     | -0,1         | -0,1         |
| IV                             | 0,7   | 117,5                                          | 1,2  | 1,5   | 2,4                                         | 1,3              | 0,4               | -4,4                       | 1,4                           | -1,3    | -1,8         | 1,5          |
| 2003 I                         | 0,6   | 117,7                                          | 1,1  | 0,7   | 1,8                                         | 1,0              | -1,1              | -5,6                       | -0,2                          | 3,9     | -3,5         | 0,9          |
| 2002 Jun                       | -1,0  | 117,6                                          | -0,5 | -1,0  | -0,7                                        | -0,9             | -1,9              | -5,4                       | -1,1                          | 3,7     | -1,0         | -1,0         |
| Jul                            | 0,2   | 117,8                                          | 0,6  | 0,3   | 1,4                                         | -0,1             | -1,0              | -2,3                       | -0,8                          | 2,1     | 0,2          | 0,4          |
| Ago                            | -0,8  | 117,6                                          | -0,8 | -1,0  | -0,1                                        | -1,3             | -2,0              | -9,3                       | -0,8                          | 0,8     | -0,5         | -0,8         |
| Sep                            | -0,1  | 117,6                                          | 0,2  | 0,0   | 1,7                                         | -1,9             | -0,7              | -3,6                       | 0,0                           | 0,5     | 0,2          | 0,0          |
| Oct                            | 0,4   | 117,7                                          | 1,2  | 0,7   | 1,5                                         | 0,2              | 0,2               | -3,8                       | 1,1                           | 3,8     | -2,8         | 0,9          |
| Nov                            | 2,2   | 118,3                                          | 2,7  | 3,4   | 4,3                                         | 4,0              | 1,8               | -2,2                       | 2,6                           | -1,5    | -0,4         | 3,4          |
| Dic                            | -0,5  | 116,4                                          | -0,5 | 0,2   | 1,4                                         | -0,1             | -0,9              | -7,5                       | 0,4                           | -5,2    | -2,1         | 0,1          |
| 2003 Ene                       | 1,0   | 117,8                                          | 1,2  | 1,1   | 2,6                                         | 0,9              | -1,2              | -4,6                       | -0,5                          | 1,1     | 1,2          | 1,0          |
| Feb                            | 1,1   | 118,3                                          | 2,1  | 1,1   | 1,4                                         | 2,6              | -0,8              | -5,1                       | 0,1                           | 8,1     | -2,7         | 1,1          |
| Mar                            | -0,1  | 117,1                                          | 0,2  | 0,1   | 1,5                                         | -0,4             | -1,5              | -7,0                       | -0,3                          | 2,7     | -2,0         | 0,6          |
| Abr                            |       |                                                |      |       |                                             |                  |                   |                            |                               |         |              |              |

#### 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 <sup>3)</sup> (d)               |      |
|                                | Índice<br>1995 = 100    |     | Índice<br>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                           | 121,2                   | 4,2 | 111,2                | 1,4  | 1,5                         | 1,3             | 1,1                           | -0,4             | 968                                   | -0,8 |
| 2002                           | 123,4                   | 1,8 | 111,6                | 0,3  | 0,9                         | 0,0             | -1,2                          | -2,1             | 926                                   | -4,3 |
| 2002 I                         | 122,5                   | 2,4 | 111,5                | 0,5  | 0,8                         | -0,3            | -0,3                          | -2,4             | 919                                   | -4,3 |
| II                             | 123,1                   | 1,7 | 111,2                | -0,1 | 0,4                         | 0,2             | -1,7                          | -2,3             | 915                                   | -7,6 |
| III                            | 124,0                   | 1,7 | 112,1                | 0,7  | 1,1                         | 0,6             | -1,8                          | -0,8             | 919                                   | -4,8 |
| IV                             | 124,1                   | 1,5 | 111,6                | 0,1  | 1,2                         | -0,4            | -1,1                          | -2,9             | 952                                   | 0,2  |
| 2003 I                         | 126,1                   | 2,9 | 112,1                | 0,6  | 2,4                         | 0,1             | -1,4                          | -0,2             | 896                                   | -2,6 |
| 2002 Jun                       | 123,2                   | 1,3 | 111,1                | -0,7 | -0,5                        | -0,3            | -1,1                          | -3,0             | 928                                   | -7,6 |
| Jul                            | 123,5                   | 1,5 | 112,0                | 1,0  | 1,0                         | 0,9             | 0,1                           | 0,2              | 899                                   | -7,1 |
| Ago                            | 124,3                   | 2,0 | 112,5                | 0,8  | 1,7                         | 0,4             | -0,4                          | -2,1             | 925                                   | -4,1 |
| Sep                            | 124,1                   | 1,5 | 111,7                | 0,4  | 0,7                         | 0,5             | -5,0                          | -0,6             | 931                                   | -2,6 |
| Oct                            | 124,9                   | 3,3 | 112,6                | 2,2  | 2,1                         | 2,2             | 4,5                           | -1,6             | 930                                   | -3,3 |
| Nov                            | 123,7                   | 0,7 | 111,4                | -0,6 | 1,4                         | -1,5            | -5,2                          | -3,6             | 944                                   | -1,2 |
| Dic                            | 123,8                   | 0,4 | 110,6                | -1,2 | 0,1                         | -2,0            | -2,1                          | -3,4             | 982                                   | 6,1  |
| 2003 Ene                       | 126,1                   | 3,4 | 113,2                | 2,5  | 4,1                         | 1,5             | 2,7                           | -0,1             | 885                                   | -5,3 |
| Feb                            | 126,2                   | 2,8 | 112,3                | 0,8  | 2,9                         | -0,1            | -3,7                          | -0,8             | 896                                   | -3,5 |
| Mar                            | 126,0                   | 2,5 | 110,9                | -1,5 | 0,2                         | -1,0            | -3,1                          | 0,3              | 906                                   | 0,6  |
| Abr                            | .                       | .   | .                    | .    | .                           | .               | .                             | .                | 874                                   | -3,9 |

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 Europea<sup>1)</sup>

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

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

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

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

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

|          | Indicador confianza de la construcción |                    |                                 | Indicador confianza comercio al por menor |                                  |                      |                                  | Indicador confianza de los servicios |                   |                              |                               |
|----------|----------------------------------------|--------------------|---------------------------------|-------------------------------------------|----------------------------------|----------------------|----------------------------------|--------------------------------------|-------------------|------------------------------|-------------------------------|
|          | Total <sup>5)</sup>                    | Cartera de pedidos | Expectativas creación de empleo | Total <sup>5)</sup>                       | Evolución de los negocios actual | Nivel de existencias | Evolución de los negocios futura | Total <sup>5)</sup>                  | 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 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                             |
| May      | -23                                    | -29                | -16                             | -14                                       | -19                              | 18                   | -6                               | -2                                   | -12               | 0                            | 6                             |

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 <sup>1)</sup>

#### 1. Ocupados

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

|                                              | Total economía |       | Por situación profesional |           | Por ramas de actividad                  |                                                           |              |                                                                  |                                                                           |                                                              |
|----------------------------------------------|----------------|-------|---------------------------|-----------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------|------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
|                                              | Millones       |       | Asalariados               | Autónomos | Agricultura, caza, silvicultura y pesca | Industria manufacturera, energía e industrias extractivas | Construcción | Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones | Servicios financieros, a empresas, alquileres y actividades inmobiliarias | Administración pública, educación, sanidad y otros servicios |
| Ponderación sobre el total (%) <sup>2)</sup> | 100,0          | 100,0 | 84,2                      | 15,8      | 4,7                                     | 19,3                                                      | 7,0          | 25,2                                                             | 14,2                                                                      | 29,6                                                         |
|                                              | 1              | 2     | 3                         | 4         | 5                                       | 6                                                         | 7            | 8                                                                | 9                                                                         | 10                                                           |
| 1998                                         | 122,335        | 1,8   | 1,9                       | 0,9       | -1,3                                    | 1,0                                                       | 0,1          | 2,0                                                              | 5,3                                                                       | 1,6                                                          |
| 1999                                         | 124,584        | 1,8   | 2,3                       | -0,6      | -2,5                                    | -0,2                                                      | 1,9          | 2,3                                                              | 5,6                                                                       | 1,9                                                          |
| 2000                                         | 127,346        | 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                                         | 133,655        | 0,4   | 0,6                       | -0,6      | -2,0                                    | -1,2                                                      | -1,1         | 0,7                                                              | 1,9                                                                       | 1,4                                                          |
| 2001 IV                                      | 133,466        | 0,8   | 1,1                       | -0,4      | -1,3                                    | -0,5                                                      | -0,4         | 1,2                                                              | 2,9                                                                       | 1,1                                                          |
| 2002 I                                       | 133,598        | 0,7   | 0,9                       | -0,3      | -2,0                                    | -1,0                                                      | -0,8         | 1,5                                                              | 2,2                                                                       | 1,4                                                          |
| II                                           | 133,639        | 0,5   | 0,7                       | -0,6      | -1,9                                    | -1,2                                                      | -1,0         | 0,9                                                              | 2,0                                                                       | 1,4                                                          |
| III                                          | 133,638        | 0,3   | 0,5                       | -0,9      | -1,8                                    | -1,2                                                      | -1,4         | 0,3                                                              | 1,7                                                                       | 1,5                                                          |
| IV                                           | 133,746        | 0,2   | 0,4                       | -0,6      | -2,2                                    | -1,4                                                      | -1,3         | 0,2                                                              | 1,6                                                                       | 1,4                                                          |

#### 2. Parados

(tasas desestacionalizadas)

|                                       | Total    |                          | Por edad <sup>3)</sup> |                          |          |                          | Por sexo <sup>4)</sup> |                          |          |                          |
|---------------------------------------|----------|--------------------------|------------------------|--------------------------|----------|--------------------------|------------------------|--------------------------|----------|--------------------------|
|                                       |          |                          | Adultos                |                          | Jóvenes  |                          | Hombres                |                          | Mujeres  |                          |
|                                       | Millones | % de la población activa | Millones               | % de la población activa | Millones | % de la población activa | Millones               | % de la población activa | Millones | % de la población activa |
|                                       | 11       | 12                       | 13                     | 14                       | 15       | 16                       | 17                     | 18                       | 19       | 20                       |
| 1998                                  | 13,270   |                          | 10,2                   | 10,146                   | 8,9      | 3,124                    | 20,0                   | 6,445                    | 8,6      | 6,825                    |
| 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                                  | 11,062   |                          | 8,0                    | 8,535                    | 7,0      | 2,527                    | 15,7                   | 5,313                    | 6,7      | 5,749                    |
| 2002                                  | 11,667   |                          | 8,4                    | 9,061                    | 7,4      | 2,606                    | 16,3                   | 5,770                    | 7,3      | 5,897                    |
| 2002 I                                | 11,402   |                          | 8,2                    | 8,836                    | 7,2      | 2,566                    | 16,0                   | 5,577                    | 7,0      | 5,824                    |
| II                                    | 11,603   |                          | 8,3                    | 8,995                    | 7,3      | 2,608                    | 16,2                   | 5,724                    | 7,2      | 5,879                    |
| III                                   | 11,748   |                          | 8,4                    | 9,130                    | 7,4      | 2,618                    | 16,3                   | 5,833                    | 7,4      | 5,915                    |
| IV                                    | 11,918   |                          | 8,5                    | 9,273                    | 7,5      | 2,645                    | 16,6                   | 5,949                    | 7,5      | 5,970                    |
| 2003 I                                | 12,211   |                          | 8,7                    | 9,492                    | 7,7      | 2,719                    | 17,0                   | 6,117                    | 7,7      | 6,094                    |
| 2002 Abr                              | 11,510   |                          | 8,3                    | 8,930                    | 7,2      | 2,580                    | 16,1                   | 5,655                    | 7,1      | 5,855                    |
| May                                   | 11,611   |                          | 8,3                    | 9,009                    | 7,3      | 2,602                    | 16,2                   | 5,731                    | 7,2      | 5,880                    |
| Jun                                   | 11,689   |                          | 8,4                    | 9,047                    | 7,3      | 2,642                    | 16,4                   | 5,787                    | 7,3      | 5,902                    |
| Jul                                   | 11,720   |                          | 8,4                    | 9,099                    | 7,4      | 2,621                    | 16,3                   | 5,810                    | 7,3      | 5,909                    |
| Ago                                   | 11,747   |                          | 8,4                    | 9,128                    | 7,4      | 2,619                    | 16,3                   | 5,834                    | 7,4      | 5,913                    |
| Sep                                   | 11,777   |                          | 8,5                    | 9,163                    | 7,4      | 2,614                    | 16,3                   | 5,855                    | 7,4      | 5,922                    |
| Oct                                   | 11,833   |                          | 8,5                    | 9,213                    | 7,5      | 2,620                    | 16,4                   | 5,893                    | 7,4      | 5,940                    |
| Nov                                   | 11,923   |                          | 8,5                    | 9,275                    | 7,5      | 2,648                    | 16,6                   | 5,951                    | 7,5      | 5,972                    |
| Dic                                   | 11,999   |                          | 8,6                    | 9,333                    | 7,5      | 2,666                    | 16,7                   | 6,002                    | 7,6      | 5,997                    |
| 2003 Ene                              | 12,107   |                          | 8,7                    | 9,410                    | 7,6      | 2,697                    | 16,9                   | 6,060                    | 7,6      | 6,047                    |
| Feb                                   | 12,215   |                          | 8,7                    | 9,493                    | 7,7      | 2,722                    | 17,0                   | 6,122                    | 7,7      | 6,093                    |
| Mar                                   | 12,310   |                          | 8,8                    | 9,573                    | 7,7      | 2,737                    | 17,1                   | 6,169                    | 7,7      | 6,141                    |
| Abr                                   | 12,380   |                          | 8,8                    | 9,637                    | 7,8      | 2,743                    | 17,1                   | 6,209                    | 7,8      | 6,171                    |

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<br>1995=100 |      | Agricultura,<br>caza,<br>silvicultura y<br>pesca | Industria<br>manufacturera,<br>energía e<br>industrias<br>extractivas | Construcción | Comercio,<br>reparaciones,<br>hostelería,<br>transportes y<br>comunicaciones | Servicios financieros, a<br>empresas, alquileres y<br>actividades inmobiliarias | Administración<br>pública, educación,<br>sanidad y otros<br>servicios |
|                                         | 1                  | 2    | 3                                                | 4                                                                     | 5            | 6                                                                            | 7                                                                               | 8                                                                     |
| Índices de costes laborales             |                    |      |                                                  |                                                                       |              |                                                                              |                                                                                 |                                                                       |
| 2000                                    | 104,3              | 1,3  | 1,6                                              | -0,3                                                                  | 2,0          | 0,0                                                                          | 4,2                                                                             | 1,8                                                                   |
| Ampliación de la zona del euro          |                    |      |                                                  |                                                                       |              |                                                                              |                                                                                 |                                                                       |
| 2001                                    | 107,2              | 2,7  | 3,5                                              | 2,0                                                                   | 3,9          | 1,9                                                                          | 2,7                                                                             | 3,1                                                                   |
| 2002                                    | 109,5              | 2,1  | 2,0                                              | 0,9                                                                   | 3,1          | 1,7                                                                          | 2,8                                                                             | 1,4                                                                   |
| 2001 IV                                 | 108,7              | 3,2  | 3,4                                              | 3,5                                                                   | 3,5          | 2,8                                                                          | 2,5                                                                             | 3,1                                                                   |
| 2002 I                                  | 109,1              | 3,3  | 6,4                                              | 3,1                                                                   | 3,7          | 2,9                                                                          | 3,4                                                                             | 2,3                                                                   |
| II                                      | 109,2              | 2,1  | 0,1                                              | 0,6                                                                   | 3,0          | 1,8                                                                          | 2,3                                                                             | 1,5                                                                   |
| III                                     | 109,5              | 1,8  | -0,9                                             | 0,5                                                                   | 2,8          | 1,2                                                                          | 2,6                                                                             | 1,2                                                                   |
| IV                                      | 110,1              | 1,3  | 2,5                                              | -0,5                                                                  | 2,9          | 0,8                                                                          | 2,9                                                                             | 0,5                                                                   |
| Compensación por empleado               |                    |      |                                                  |                                                                       |              |                                                                              |                                                                                 |                                                                       |
| 2000                                    | 110,3              | 2,6  | 2,8                                              | 3,0                                                                   | 2,7          | 1,7                                                                          | 3,0                                                                             | 2,3                                                                   |
| Ampliación de la zona del euro          |                    |      |                                                  |                                                                       |              |                                                                              |                                                                                 |                                                                       |
| 2001                                    | 113,7              | 2,8  | 2,7                                              | 2,7                                                                   | 2,9          | 2,8                                                                          | 1,5                                                                             | 3,3                                                                   |
| 2002                                    | 116,6              | 2,5  | 3,3                                              | 2,9                                                                   | 3,3          | 2,3                                                                          | 2,2                                                                             | 2,4                                                                   |
| 2001 IV                                 | 114,9              | 2,9  | 3,6                                              | 2,7                                                                   | 3,6          | 2,9                                                                          | 1,6                                                                             | 3,7                                                                   |
| 2002 I                                  | 115,7              | 3,0  | 8,4                                              | 2,8                                                                   | 4,6          | 2,6                                                                          | 2,6                                                                             | 3,1                                                                   |
| II                                      | 116,2              | 2,4  | 1,9                                              | 2,9                                                                   | 3,2          | 2,2                                                                          | 1,6                                                                             | 2,6                                                                   |
| III                                     | 116,9              | 2,4  | -0,2                                             | 3,1                                                                   | 3,0          | 2,2                                                                          | 2,0                                                                             | 2,3                                                                   |
| IV                                      | 117,6              | 2,3  | 3,3                                              | 3,0                                                                   | 2,5          | 2,2                                                                          | 2,4                                                                             | 1,8                                                                   |
| Productividad del trabajo <sup>3)</sup> |                    |      |                                                  |                                                                       |              |                                                                              |                                                                                 |                                                                       |
| 2000                                    | 105,7              | 1,3  | 1,2                                              | 3,3                                                                   | 0,6          | 1,7                                                                          | -1,1                                                                            | 0,5                                                                   |
| Ampliación de la zona del euro          |                    |      |                                                  |                                                                       |              |                                                                              |                                                                                 |                                                                       |
| 2001                                    | 106,1              | 0,1  | -0,7                                             | 0,8                                                                   | -1,0         | 1,0                                                                          | -1,1                                                                            | 0,1                                                                   |
| 2002                                    | 106,5              | 0,4  | 1,3                                              | 2,0                                                                   | 0,2          | 0,6                                                                          | -0,6                                                                            | 1,0                                                                   |
| 2001 IV                                 | 105,7              | -0,3 | 0,2                                              | -0,8                                                                  | 0,1          | 0,2                                                                          | -0,9                                                                            | 0,6                                                                   |
| 2002 I                                  | 106,0              | -0,3 | 1,9                                              | -0,3                                                                  | 0,9          | -0,3                                                                         | -0,7                                                                            | 0,8                                                                   |
| II                                      | 106,4              | 0,3  | 1,9                                              | 2,2                                                                   | 0,2          | 0,4                                                                          | -0,7                                                                            | 1,1                                                                   |
| III                                     | 106,8              | 0,6  | 0,7                                              | 2,6                                                                   | 0,2          | 1,0                                                                          | -0,6                                                                            | 1,1                                                                   |
| IV                                      | 106,8              | 1,0  | 0,8                                              | 3,6                                                                   | -0,4         | 1,4                                                                          | -0,4                                                                            | 1,2                                                                   |

### 4. Indicadores de costes laborales por hora

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

|                                | Total <sup>3)</sup>    |     | Por componentes    |                                                | Por algunas ramas de actividad                                     |              |           |
|--------------------------------|------------------------|-----|--------------------|------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|--------------|-----------|
|                                | Índice (d)<br>1995=100 |     | Sueldos y salarios | Cotizaciones sociales<br>a cargo de la empresa | Industria<br>manufacturera,<br>energía e industrias<br>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       |
| Ampliación de la zona del euro |                        |     |                    |                                                |                                                                    |              |           |
| 2001                           | 113,7                  | 3,4 | 3,6                | 2,7                                            | 3,2                                                                | 4,0          | 3,2       |
| 2002                           | 117,7                  | 3,5 | 3,6                | 3,3                                            | 3,4                                                                | 4,1          | 3,5       |
| 2001 IV                        | 115,2                  | 3,4 | 3,6                | 2,9                                            | 3,0                                                                | 4,4          | 3,7       |
| 2002 I                         | 116,3                  | 4,0 | 4,2                | 3,4                                            | 3,8                                                                | 5,0          | 4,0       |
| II                             | 117,2                  | 3,3 | 3,3                | 3,3                                            | 3,0                                                                | 3,7          | 3,4       |
| III                            | 118,2                  | 3,4 | 3,4                | 3,2                                            | 3,2                                                                | 3,9          | 3,3       |
| IV                             | 119,2                  | 3,5 | 3,5                | 3,4                                            | 3,5                                                                | 3,7          | 3,2       |

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

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

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

3) Costes laborales por hora para el total 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 financieros<sup>1)</sup>

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

#### Saldos vivos

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

|                                | Efectivo y depósitos          |               |                                                                                                                |                        |                    |                                        |                                                 |                                                                       |                                                                                                                  | Pro memoria:<br>Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro <sup>3)</sup> |
|--------------------------------|-------------------------------|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|--------------------|----------------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                | Total                         | Efectivo      | Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro |                        |                    |                                        |                                                 | Depósitos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro | Depósitos en las no IFM <sup>4)</sup>                                                                            |                                                                                                                        |
|                                |                               |               | Total                                                                                                          | A la vista             | A plazo            | Disponibles con preaviso               | Cesiones temporales                             |                                                                       |                                                                                                                  |                                                                                                                        |
|                                |                               |               |                                                                                                                |                        |                    |                                        |                                                 |                                                                       |                                                                                                                  |                                                                                                                        |
| 1                              | 2                             | 3             | 4                                                                                                              | 5                      | 6                  | 7                                      | 8                                               | 9                                                                     | 10                                                                                                               |                                                                                                                        |
| 1999 I                         | 4.675,4                       | 318,6         | 4.075,8                                                                                                        | 1.239,1                | 1.464,6            | 1.306,2                                | 66,0                                            | 133,4                                                                 | 147,6                                                                                                            | 243,9                                                                                                                  |
| II                             | 4.701,4                       | 324,8         | 4.114,2                                                                                                        | 1.321,8                | 1.418,3            | 1.315,7                                | 58,4                                            | 125,0                                                                 | 137,4                                                                                                            | 242,7                                                                                                                  |
| III                            | 4.712,6                       | 328,3         | 4.112,8                                                                                                        | 1.324,6                | 1.416,5            | 1.313,1                                | 58,7                                            | 133,3                                                                 | 138,2                                                                                                            | 238,6                                                                                                                  |
| IV                             | 4.860,0                       | 350,8         | 4.215,1                                                                                                        | 1.370,9                | 1.457,7            | 1.323,5                                | 63,0                                            | 142,0                                                                 | 152,1                                                                                                            | 229,7                                                                                                                  |
| 2000 I                         | 4.837,8                       | 335,5         | 4.222,3                                                                                                        | 1.379,6                | 1.462,5            | 1.303,3                                | 76,8                                            | 130,2                                                                 | 149,8                                                                                                            | 260,5                                                                                                                  |
| II                             | 4.894,7                       | 342,0         | 4.256,9                                                                                                        | 1.409,7                | 1.485,7            | 1.282,6                                | 78,9                                            | 146,0                                                                 | 149,8                                                                                                            | 247,1                                                                                                                  |
| III                            | 4.915,1                       | 339,8         | 4.266,5                                                                                                        | 1.396,9                | 1.524,0            | 1.263,7                                | 81,9                                            | 159,2                                                                 | 149,5                                                                                                            | 253,9                                                                                                                  |
| IV                             | 5.030,6                       | 348,4         | 4.361,6                                                                                                        | 1.464,4                | 1.542,4            | 1.269,1                                | 85,6                                            | 164,5                                                                 | 156,1                                                                                                            | 230,1                                                                                                                  |
| Ampliación de la zona del euro |                               |               |                                                                                                                |                        |                    |                                        |                                                 |                                                                       |                                                                                                                  |                                                                                                                        |
| 2001 I                         | 5.138,1                       | 336,3         | 4.494,1                                                                                                        | 1.446,1                | 1.620,9            | 1.314,6                                | 112,6                                           | 150,3                                                                 | 157,4                                                                                                            | 259,6                                                                                                                  |
| II                             | 5.236,0                       | 333,0         | 4.579,2                                                                                                        | 1.526,1                | 1.616,7            | 1.321,1                                | 115,3                                           | 165,5                                                                 | 158,3                                                                                                            | 268,8                                                                                                                  |
| III                            | 5.224,7                       | 309,6         | 4.609,0                                                                                                        | 1.547,9                | 1.605,2            | 1.333,7                                | 122,2                                           | 147,8                                                                 | 158,2                                                                                                            | 265,6                                                                                                                  |
| IV                             | 5.363,6                       | 239,7         | 4.816,3                                                                                                        | 1.690,3                | 1.613,0            | 1.396,3                                | 116,7                                           | 139,0                                                                 | 168,5                                                                                                            | 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                             | 5.447,5                       | 285,8         | 4.827,6                                                                                                        | 1.703,6                | 1.593,8            | 1.412,5                                | 117,6                                           | 155,0                                                                 | 179,1                                                                                                            | 277,7                                                                                                                  |
| III                            | 5.460,8                       | 306,7         | 4.827,4                                                                                                        | 1.699,6                | 1.585,8            | 1.423,3                                | 118,8                                           | 146,3                                                                 | 180,3                                                                                                            | 289,0                                                                                                                  |
| IV                             | 5.630,8                       | 341,2         | 4.964,8                                                                                                        | 1.790,2                | 1.593,2            | 1.469,6                                | 111,9                                           | 136,4                                                                 | 188,4                                                                                                            | .                                                                                                                      |
| 2003 I                         | .                             | 327,1         | 4.946,6                                                                                                        | 1.759,1                | 1.572,7            | 1.509,3                                | 105,5                                           | 170,9                                                                 | .                                                                                                                | .                                                                                                                      |
|                                | Valores distintos de acciones |               |                                                                                                                | Acciones <sup>5)</sup> |                    |                                        |                                                 | Reservas técnicas de seguro                                           |                                                                                                                  |                                                                                                                        |
|                                | Total                         | A corto plazo | A largo plazo                                                                                                  | Total                  | Acciones cotizadas | Participaciones en fondos de inversión | Participaciones en fondos del mercado monetario | Total                                                                 | Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones | Reservas para primas y reservas para siniestros                                                                        |
|                                |                               |               |                                                                                                                |                        |                    |                                        |                                                 |                                                                       |                                                                                                                  |                                                                                                                        |
| 11                             | 12                            | 13            | 14                                                                                                             | 15                     | 16                 | 17                                     | 18                                              | 19                                                                    | 20                                                                                                               |                                                                                                                        |
| 1999 I                         | 1.575,5                       | 154,1         | 1.421,3                                                                                                        | 4.044,3                | 2.425,8            | 1.618,5                                | 194,9                                           | 2.686,3                                                               | 2.403,5                                                                                                          | 282,8                                                                                                                  |
| II                             | 1.488,2                       | 144,3         | 1.343,9                                                                                                        | 4.166,4                | 2.448,9            | 1.717,5                                | 211,4                                           | 2.755,8                                                               | 2.468,9                                                                                                          | 286,9                                                                                                                  |
| III                            | 1.493,6                       | 133,1         | 1.360,5                                                                                                        | 4.083,1                | 2.358,2            | 1.724,9                                | 210,0                                           | 2.798,0                                                               | 2.507,2                                                                                                          | 290,8                                                                                                                  |
| IV                             | 1.559,2                       | 166,3         | 1.392,9                                                                                                        | 4.823,8                | 3.003,8            | 1.819,9                                | 204,2                                           | 2.943,1                                                               | 2.649,0                                                                                                          | 294,1                                                                                                                  |
| 2000 I                         | 1.549,0                       | 174,3         | 1.374,7                                                                                                        | 4.888,8                | 2.970,4            | 1.918,4                                | 214,9                                           | 3.061,4                                                               | 2.760,6                                                                                                          | 300,8                                                                                                                  |
| II                             | 1.580,2                       | 180,4         | 1.399,8                                                                                                        | 4.801,1                | 2.908,8            | 1.892,2                                | 204,6                                           | 3.108,1                                                               | 2.803,5                                                                                                          | 304,7                                                                                                                  |
| III                            | 1.663,0                       | 198,7         | 1.464,3                                                                                                        | 4.843,9                | 2.938,4            | 1.905,5                                | 204,1                                           | 3.163,0                                                               | 2.854,5                                                                                                          | 308,5                                                                                                                  |
| IV                             | 1.746,1                       | 216,6         | 1.529,5                                                                                                        | 4.867,5                | 3.009,2            | 1.858,3                                | 200,1                                           | 3.192,8                                                               | 2.885,3                                                                                                          | 307,5                                                                                                                  |
| Ampliación de la zona del euro |                               |               |                                                                                                                |                        |                    |                                        |                                                 |                                                                       |                                                                                                                  |                                                                                                                        |
| 2001 I                         | 1.855,1                       | 276,4         | 1.578,7                                                                                                        | 4.544,8                | 2.725,2            | 1.819,6                                | 224,0                                           | 3.243,6                                                               | 2.930,1                                                                                                          | 313,4                                                                                                                  |
| II                             | 1.852,4                       | 237,0         | 1.615,5                                                                                                        | 4.513,4                | 2.664,6            | 1.848,8                                | 232,3                                           | 3.302,4                                                               | 2.986,8                                                                                                          | 315,7                                                                                                                  |
| III                            | 1.887,0                       | 233,4         | 1.653,6                                                                                                        | 4.023,8                | 2.296,2            | 1.727,7                                | 253,1                                           | 3.277,6                                                               | 2.958,2                                                                                                          | 319,4                                                                                                                  |
| IV                             | 1.917,7                       | 225,0         | 1.692,7                                                                                                        | 4.375,8                | 2.553,2            | 1.822,5                                | 260,1                                           | 3.370,8                                                               | 3.050,1                                                                                                          | 320,7                                                                                                                  |
| 2002 I                         | 1.974,9                       | 265,7         | 1.709,2                                                                                                        | 4.464,3                | 2.610,2            | 1.854,2                                | 290,7                                           | 3.406,3                                                               | 3.076,6                                                                                                          | 329,7                                                                                                                  |
| II                             | 1.996,5                       | 229,7         | 1.766,8                                                                                                        | 4.078,9                | 2.321,8            | 1.757,1                                | 292,8                                           | 3.425,4                                                               | 3.091,9                                                                                                          | 333,5                                                                                                                  |
| III                            | 2.045,6                       | 253,5         | 1.792,0                                                                                                        | 3.472,4                | 1.753,5            | 1.718,9                                | 309,9                                           | 3.452,1                                                               | 3.115,5                                                                                                          | 336,6                                                                                                                  |
| IV                             | 2.071,0                       | 255,4         | 1.815,5                                                                                                        | 3.478,9                | 1.777,2            | 1.701,7                                | 308,1                                           | 3.506,0                                                               | 3.168,2                                                                                                          | 337,8                                                                                                                  |
| 2003 I                         | .                             | .             | .                                                                                                              | .                      | .                  | .                                      | .                                               | .                                                                     | .                                                                                                                | .                                                                                                                      |

Fuente: BCE.

1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).

2) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro y pago.

3) Estadísticas bancarias internacionales del BPI. La definición de entidades de crédito del BPI es similar a la de IFM.

4) Comprende los depósitos en las Administraciones Centrales (S.1311) de la zona del euro, otros intermediarios financieros (S.123) y las empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125).

5) Excluidas las acciones no cotizadas.

## 2. Principales pasivos<sup>1)</sup>

|                                | Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a |                                      |                           |                  |                                |                           |                  |                  |                                                                           |                                              |                                                                                  | Pro memoria:<br>Préstamos de las<br>entidades de<br>crédito fuera de<br>la zona del euro<br>al sector no<br>bancario <sup>2)</sup> |
|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|------------------|--------------------------------|---------------------------|------------------|------------------|---------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                | Total                                                                    |                                      | Administraciones Públicas |                  |                                | Sociedades no financieras |                  |                  | Hogares <sup>3)</sup>                                                     |                                              |                                                                                  |                                                                                                                                    |
|                                |                                                                          | de las IFM<br>de la zona<br>del euro | Total                     | A corto<br>plazo | A largo<br>plazo <sup>4)</sup> | Total                     | A corto<br>plazo | A largo<br>plazo | Total                                                                     | A corto<br>plazo                             | A largo<br>plazo                                                                 |                                                                                                                                    |
|                                | 1                                                                        | 2                                    | 3                         | 4                | 5                              | 6                         | 7                | 8                | 9                                                                         | 10                                           | 11                                                                               | 12                                                                                                                                 |
| 1999 I                         | 6.250,2                                                                  | 5.682,6                              | 900,5                     | 36,0             | 864,5                          | 2.590,9                   | 919,8            | 1.671,1          | 2.758,8                                                                   | 250,5                                        | 2.508,4                                                                          | 156,8                                                                                                                              |
| II                             | 6.413,8                                                                  | 5.817,3                              | 897,9                     | 38,6             | 859,3                          | 2.682,9                   | 962,5            | 1.720,4          | 2.833,0                                                                   | 254,2                                        | 2.578,8                                                                          | 183,3                                                                                                                              |
| III                            | 6.481,7                                                                  | 5.886,4                              | 883,1                     | 37,5             | 845,5                          | 2.697,9                   | 942,0            | 1.755,9          | 2.900,8                                                                   | 253,9                                        | 2.646,8                                                                          | 191,4                                                                                                                              |
| IV                             | 6.654,3                                                                  | 6.039,0                              | 898,5                     | 41,7             | 856,7                          | 2.789,7                   | 977,8            | 1.811,9          | 2.966,1                                                                   | 262,2                                        | 2.703,9                                                                          | 201,4                                                                                                                              |
| 2000 I                         | 6.799,2                                                                  | 6.155,9                              | 889,1                     | 40,8             | 848,3                          | 2.888,2                   | 1.036,0          | 1.852,3          | 3.021,9                                                                   | 263,6                                        | 2.758,2                                                                          | 221,1                                                                                                                              |
| II                             | 6.946,5                                                                  | 6.261,7                              | 884,0                     | 41,6             | 842,3                          | 2.987,7                   | 1.088,0          | 1.899,7          | 3.074,9                                                                   | 272,3                                        | 2.802,6                                                                          | 219,7                                                                                                                              |
| III                            | 7.091,7                                                                  | 6.379,2                              | 864,5                     | 39,6             | 825,0                          | 3.095,7                   | 1.149,7          | 1.946,0          | 3.131,5                                                                   | 273,9                                        | 2.857,6                                                                          | 252,3                                                                                                                              |
| IV                             | 7.255,3                                                                  | 6.500,0                              | 880,3                     | 41,7             | 838,6                          | 3.194,4                   | 1.165,2          | 2.029,2          | 3.180,6                                                                   | 278,9                                        | 2.901,7                                                                          | 245,2                                                                                                                              |
| Ampliación de la zona del euro |                                                                          |                                      |                           |                  |                                |                           |                  |                  |                                                                           |                                              |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 2001 I                         | 7.452,7                                                                  | 6.671,1                              | 896,3                     | 41,8             | 854,5                          | 3.321,6                   | 1.243,2          | 2.078,4          | 3.234,8                                                                   | 278,6                                        | 2.956,2                                                                          | 257,3                                                                                                                              |
| II                             | 7.558,0                                                                  | 6.761,6                              | 880,4                     | 42,1             | 838,3                          | 3.393,3                   | 1.265,5          | 2.127,8          | 3.284,3                                                                   | 284,6                                        | 2.999,7                                                                          | 279,2                                                                                                                              |
| III                            | 7.629,9                                                                  | 6.804,6                              | 874,2                     | 45,1             | 829,1                          | 3.433,6                   | 1.243,6          | 2.190,1          | 3.322,1                                                                   | 280,1                                        | 3.042,0                                                                          | 249,7                                                                                                                              |
| IV                             | 7.749,0                                                                  | 6.897,1                              | 901,3                     | 50,6             | 850,7                          | 3.474,0                   | 1.226,7          | 2.247,2          | 3.373,7                                                                   | 281,5                                        | 3.092,3                                                                          | 268,7                                                                                                                              |
| 2002 I                         | 7.823,2                                                                  | 6.959,9                              | 905,6                     | 53,3             | 852,3                          | 3.508,8                   | 1.223,1          | 2.285,8          | 3.408,8                                                                   | 277,1                                        | 3.131,7                                                                          | 285,5                                                                                                                              |
| II                             | 7.907,3                                                                  | 7.017,0                              | 878,5                     | 53,5             | 825,0                          | 3.549,0                   | 1.207,9          | 2.341,1          | 3.479,8                                                                   | 287,8                                        | 3.192,1                                                                          | 252,1                                                                                                                              |
| III                            | 7.946,9                                                                  | 7.052,4                              | 869,6                     | 54,8             | 814,8                          | 3.554,6                   | 1.189,6          | 2.365,1          | 3.522,7                                                                   | 283,8                                        | 3.238,9                                                                          | 247,6                                                                                                                              |
| IV                             | 8.066,1                                                                  | 7.131,3                              | 884,6                     | 60,7             | 823,9                          | 3.597,7                   | 1.172,7          | 2.425,0          | 3.583,8                                                                   | 289,2                                        | 3.294,6                                                                          | .                                                                                                                                  |
| 2003 I                         | .                                                                        | 7.172,4                              | .                         | .                | .                              | .                         | .                | .                | .                                                                         | .                                            | .                                                                                | .                                                                                                                                  |
|                                | Valores distintos de acciones emitidos por                               |                                      |                           |                  |                                |                           |                  |                  | Acciones<br>cotizadas<br>emitidas por las<br>sociedades no<br>financieras | Depósitos de la<br>Administración<br>Central | Reservas de los<br>fondos de<br>pensiones de las<br>sociedades no<br>financieras |                                                                                                                                    |
|                                | Total                                                                    |                                      | Administraciones Públicas |                  |                                | Sociedades no financieras |                  |                  |                                                                           |                                              |                                                                                  |                                                                                                                                    |
|                                |                                                                          |                                      | Total                     | A corto plazo    | A largo plazo                  | Total                     | A corto plazo    | A largo plazo    |                                                                           |                                              |                                                                                  |                                                                                                                                    |
|                                | 13                                                                       | 14                                   | 15                        | 16               | 17                             | 18                        | 19               | 20               | 21                                                                        | 22                                           |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 1999 I                         | 3.967,8                                                                  | 3.634,9                              | 465,8                     | 3.169,1          | 333,0                          | 64,3                      | 268,7            | 2.966,8          | 146,9                                                                     | 219,6                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| II                             | 3.952,9                                                                  | 3.612,1                              | 458,2                     | 3.153,8          | 340,8                          | 66,6                      | 274,2            | 3.088,9          | 136,6                                                                     | 221,9                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| III                            | 3.931,9                                                                  | 3.577,4                              | 448,1                     | 3.129,2          | 354,6                          | 75,0                      | 279,6            | 3.014,3          | 137,6                                                                     | 224,2                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| IV                             | 3.898,3                                                                  | 3.533,3                              | 419,7                     | 3.113,6          | 364,9                          | 78,3                      | 286,7            | 4.194,6          | 149,8                                                                     | 226,5                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 2000 I                         | 3.953,7                                                                  | 3.586,0                              | 425,1                     | 3.160,9          | 367,7                          | 78,8                      | 289,0            | 4.534,3          | 147,6                                                                     | 228,4                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| II                             | 3.987,5                                                                  | 3.607,7                              | 425,6                     | 3.182,1          | 379,8                          | 88,9                      | 290,9            | 4.379,4          | 147,6                                                                     | 230,2                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| III                            | 4.020,2                                                                  | 3.621,0                              | 422,0                     | 3.199,0          | 399,2                          | 95,6                      | 303,6            | 4.221,0          | 147,2                                                                     | 232,1                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| IV                             | 4.066,7                                                                  | 3.647,8                              | 400,5                     | 3.247,2          | 418,9                          | 101,1                     | 317,9            | 4.068,3          | 153,7                                                                     | 233,9                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| Ampliación de la zona del euro |                                                                          |                                      |                           |                  |                                |                           |                  |                  |                                                                           |                                              |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 2001 I                         | 4.243,5                                                                  | 3.787,5                              | 429,8                     | 3.357,7          | 456,0                          | 112,1                     | 343,9            | 3.720,8          | 154,7                                                                     | 236,1                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| II                             | 4.292,7                                                                  | 3.811,8                              | 441,6                     | 3.370,2          | 481,0                          | 123,1                     | 357,9            | 3.678,3          | 155,2                                                                     | 238,3                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| III                            | 4.377,7                                                                  | 3.879,7                              | 450,3                     | 3.429,4          | 498,1                          | 137,1                     | 360,9            | 3.033,6          | 155,4                                                                     | 240,5                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| IV                             | 4.389,9                                                                  | 3.874,6                              | 434,3                     | 3.440,3          | 515,3                          | 136,0                     | 379,4            | 3.526,9          | 165,5                                                                     | 241,4                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 2002 I                         | 4.445,7                                                                  | 3.925,5                              | 446,7                     | 3.478,7          | 520,2                          | 141,3                     | 378,9            | 3.546,2          | 174,8                                                                     | 243,8                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| II                             | 4.535,9                                                                  | 4.021,6                              | 481,7                     | 3.539,9          | 514,2                          | 126,9                     | 387,3            | 3.034,8          | 176,1                                                                     | 246,2                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| III                            | 4.647,4                                                                  | 4.119,3                              | 480,0                     | 3.639,3          | 528,0                          | 134,4                     | 393,6            | 2.288,9          | 177,2                                                                     | 248,6                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| IV                             | 4.655,7                                                                  | 4.124,5                              | 480,1                     | 3.644,4          | 531,2                          | 140,6                     | 390,5            | 2.396,2          | 185,2                                                                     | 251,1                                        |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 2003 I                         | .                                                                        | .                                    | .                         | .                | .                              | .                         | .                | 2.135,1          | .                                                                         | .                                            |                                                                                  |                                                                                                                                    |

Fuente: BCE.

1) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro y pago.

2) Estadísticas bancarias internacionales del BPI. La definición de entidades de crédito del BPI es similar a la de IFM.

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

4) Incluidos todos los préstamos de las IFM de la zona del euro a la Administración Central.

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

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

**Operaciones**
**1. Principales activos financieros<sup>2)</sup>**

|                                | Efectivo y depósitos |          |                                                                                                                   |            |         |                             |                        |                                                                                   |                                          | Pro memoria:<br>Depósitos de los<br>sectores no bancarios<br>en entidades de<br>crédito fuera de la<br>zona del euro <sup>3)</sup> |
|--------------------------------|----------------------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|---------|-----------------------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                | Total                | Efectivo | Depósitos de los sectores no financieros distintos de la<br>Administración Central en las IFM de la zona del euro |            |         |                             |                        | Depósitos de la<br>Administración<br>Central en las<br>IFM de la zona<br>del euro | Depósitos en<br>las no IFM <sup>4)</sup> |                                                                                                                                    |
|                                |                      |          | Total                                                                                                             | A la vista | A plazo | Disponibles<br>con preaviso | Cesiones<br>temporales |                                                                                   |                                          |                                                                                                                                    |
|                                | 1                    | 2        | 3                                                                                                                 | 4          | 5       | 6                           | 7                      | 8                                                                                 | 9                                        | 10                                                                                                                                 |
| 1999 I                         | -0,2                 | -5,2     | 2,4                                                                                                               | -12,6      | 0,7     | 26,9                        | -12,5                  | -4,2                                                                              | 6,8                                      | 23,4                                                                                                                               |
| II                             | 21,5                 | 6,2      | 33,9                                                                                                              | 81,3       | -49,1   | 9,3                         | -7,6                   | -8,4                                                                              | -10,2                                    | -4,3                                                                                                                               |
| III                            | 12,6                 | 3,5      | 0,0                                                                                                               | 3,5        | -1,2    | -2,6                        | 0,3                    | 8,3                                                                               | 0,9                                      | -2,8                                                                                                                               |
| IV                             | 137,7                | 22,3     | 94,2                                                                                                              | 44,2       | 35,7    | 10,2                        | 4,2                    | 8,7                                                                               | 12,5                                     | -14,2                                                                                                                              |
| 2000 I                         | -29,9                | -15,3    | -0,4                                                                                                              | 6,1        | 0,3     | -20,5                       | 13,7                   | -11,9                                                                             | -2,2                                     | 26,1                                                                                                                               |
| II                             | 52,4                 | 6,7      | 30,0                                                                                                              | 31,9       | 17,8    | -21,8                       | 2,1                    | 15,8                                                                              | 0,0                                      | -12,8                                                                                                                              |
| III                            | 5,2                  | -2,2     | -5,5                                                                                                              | -17,4      | 27,7    | -18,7                       | 2,9                    | 13,3                                                                              | -0,3                                     | -1,7                                                                                                                               |
| IV                             | 129,9                | 8,6      | 109,5                                                                                                             | 71,5       | 28,3    | 5,8                         | 3,8                    | 5,3                                                                               | 6,6                                      | -16,7                                                                                                                              |
| Ampliación de la zona del euro |                      |          |                                                                                                                   |            |         |                             |                        |                                                                                   |                                          |                                                                                                                                    |
| 2001 I                         | 86,5                 | -19,8    | 120,6                                                                                                             | -23,8      | 72,6    | 44,9                        | 26,9                   | -15,6                                                                             | 1,2                                      | 13,6                                                                                                                               |
| II                             | 94,7                 | -3,3     | 81,8                                                                                                              | 77,1       | -4,3    | 6,3                         | 2,7                    | 15,1                                                                              | 0,9                                      | 4,8                                                                                                                                |
| III                            | 7,1                  | -23,4    | 48,3                                                                                                              | 25,4       | 3,0     | 13,0                        | 7,0                    | -17,7                                                                             | -0,1                                     | 3,4                                                                                                                                |
| IV                             | 141,5                | -69,9    | 209,9                                                                                                             | 142,3      | 10,6    | 62,5                        | -5,4                   | -8,8                                                                              | 10,3                                     | 12,2                                                                                                                               |
| 2002 I                         | 2,7                  | 14,6     | -40,2                                                                                                             | -53,4      | -4,1    | 14,9                        | 2,3                    | 19,0                                                                              | 9,3                                      | 1,9                                                                                                                                |
| II                             | 103,6                | 31,5     | 73,2                                                                                                              | 72,2       | 0,9     | 1,7                         | -1,7                   | -2,5                                                                              | 1,3                                      | -9,2                                                                                                                               |
| III                            | 10,2                 | 20,9     | 0,6                                                                                                               | -4,4       | -7,3    | 10,6                        | 1,7                    | -12,5                                                                             | 1,2                                      | 9,1                                                                                                                                |
| IV                             | 169,0                | 34,5     | 136,3                                                                                                             | 83,8       | 12,8    | 46,6                        | -6,9                   | -9,9                                                                              | 8,1                                      | .                                                                                                                                  |
| 2003 I                         | .                    | 7,6      | -15,8                                                                                                             | -28,9      | -20,6   | 40,0                        | -6,4                   | 28,9                                                                              | .                                        | .                                                                                                                                  |

|                                | Valores distintos de acciones |                  |                  | Acciones <sup>5)</sup> |                       |                                                   |                                                       | Reservas técnicas de seguro |                                                                                                                                 |                                                         |
|--------------------------------|-------------------------------|------------------|------------------|------------------------|-----------------------|---------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|                                | Total                         | A corto<br>plazo | A largo<br>plazo | Total                  | Acciones<br>cotizadas | Participacio-<br>nes en<br>fondos de<br>inversión | Participaciones en<br>fondos del<br>mercado monetario | Total                       | Participación neta<br>de los hogares en<br>las reservas de<br>seguro de vida y en<br>las reservas de los<br>fondos de pensiones | Reservas para<br>primas y<br>reservas para<br>sinistros |
|                                |                               |                  |                  |                        |                       |                                                   |                                                       |                             |                                                                                                                                 |                                                         |
|                                | 11                            | 12               | 13               | 14                     | 15                    | 16                                                | 17                                                    | 18                          | 19                                                                                                                              | 20                                                      |
| 1999 I                         | 52,6                          | 4,3              | 48,3             | 105,3                  | 1,7                   | 103,5                                             | 4,3                                                   | 63,9                        | 58,1                                                                                                                            | 5,8                                                     |
| II                             | -41,1                         | -12,2            | -28,9            | 152,2                  | 67,5                  | 84,7                                              | 15,6                                                  | 53,2                        | 49,0                                                                                                                            | 4,2                                                     |
| III                            | -1,7                          | -12,5            | 10,8             | 87,6                   | 47,5                  | 40,1                                              | -2,0                                                  | 56,0                        | 51,9                                                                                                                            | 4,1                                                     |
| IV                             | 67,8                          | 32,1             | 35,7             | -17,5                  | 13,5                  | -31,0                                             | -12,6                                                 | 74,3                        | 70,9                                                                                                                            | 3,5                                                     |
| 2000 I                         | 5,7                           | 19,9             | -14,2            | -16,9                  | -64,8                 | 47,8                                              | 13,5                                                  | 80,6                        | 73,8                                                                                                                            | 6,8                                                     |
| II                             | 42,6                          | 5,3              | 37,3             | 67,8                   | 48,5                  | 19,3                                              | -7,2                                                  | 56,9                        | 53,0                                                                                                                            | 3,9                                                     |
| III                            | 75,7                          | 21,3             | 54,4             | 105,8                  | 98,2                  | 7,6                                               | -1,2                                                  | 57,0                        | 53,0                                                                                                                            | 3,9                                                     |
| IV                             | 17,6                          | 6,7              | 10,9             | 179,6                  | 141,1                 | 38,5                                              | -5,0                                                  | 60,4                        | 61,4                                                                                                                            | -1,0                                                    |
| Ampliación de la zona del euro |                               |                  |                  |                        |                       |                                                   |                                                       |                             |                                                                                                                                 |                                                         |
| 2001 I                         | 100,0                         | 60,5             | 39,5             | 45,1                   | -2,2                  | 47,3                                              | 22,1                                                  | 61,9                        | 56,0                                                                                                                            | 5,9                                                     |
| II                             | -2,3                          | -34,1            | 31,9             | 41,0                   | 34,4                  | 6,6                                               | 3,4                                                   | 56,6                        | 54,3                                                                                                                            | 2,2                                                     |
| III                            | 31,9                          | -4,3             | 36,3             | 57,5                   | 31,1                  | 26,4                                              | 14,1                                                  | 51,8                        | 48,1                                                                                                                            | 3,8                                                     |
| IV                             | 3,3                           | -12,9            | 16,2             | -0,7                   | -24,4                 | 23,6                                              | 3,0                                                   | 60,2                        | 58,9                                                                                                                            | 1,3                                                     |
| 2002 I                         | 63,4                          | 36,5             | 26,9             | 47,5                   | 5,0                   | 42,5                                              | 26,4                                                  | 70,2                        | 61,1                                                                                                                            | 9,1                                                     |
| II                             | -10,0                         | -42,2            | 32,2             | 25,2                   | 12,2                  | 13,1                                              | -1,5                                                  | 51,4                        | 47,6                                                                                                                            | 3,7                                                     |
| III                            | 38,9                          | 24,9             | 14,0             | 45,2                   | 21,7                  | 23,5                                              | 13,6                                                  | 51,4                        | 48,2                                                                                                                            | 3,2                                                     |
| IV                             | -2,5                          | -6,5             | 4,1              | -34,9                  | -45,5                 | 10,6                                              | -4,3                                                  | 57,2                        | 56,0                                                                                                                            | 1,2                                                     |
| 2003 I                         | .                             | .                | .                | .                      | .                     | .                                                 | .                                                     | .                           | .                                                                                                                               | .                                                       |

Fuente: BCE.

1) Los sectores no financieros comprenden las Administraciones Públicas (S.13), las sociedades no financieras (S.11) y los hogares (S.14), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15).

2) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro y pago.

3) Estadísticas bancarias internacionales del BPI. La definición de entidades de crédito del BPI es similar a la de IFM.

4) Comprende los depósitos en las Administraciones Centrales (S.1311) de la zona del euro, otros intermediarios financieros (S.123) y las empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125).

5) Excluidas las acciones no cotizadas.

## 2. Principales pasivos<sup>1)</sup>

|                                | Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a |                                      |                           |                  |                                |                           |                  |                  |                                                                           |                                              |                                                                                  | Pro memoria:<br>Préstamos de las<br>entidades de<br>crédito fuera de<br>la zona del euro<br>al sector no<br>bancario <sup>2)</sup> |
|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|------------------|--------------------------------|---------------------------|------------------|------------------|---------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                | Total                                                                    |                                      | Administraciones Públicas |                  |                                | Sociedades no financieras |                  |                  | Hogares <sup>3)</sup>                                                     |                                              |                                                                                  |                                                                                                                                    |
|                                |                                                                          | de las IFM<br>de la zona<br>del euro | Total                     | A corto<br>plazo | A largo<br>plazo <sup>4)</sup> | Total                     | A corto<br>plazo | A largo<br>plazo | Total                                                                     | A corto<br>plazo                             | A largo<br>plazo                                                                 |                                                                                                                                    |
|                                | 1                                                                        | 2                                    | 3                         | 4                | 5                              | 6                         | 7                | 8                | 9                                                                         | 10                                           | 11                                                                               | 12                                                                                                                                 |
| 1999 I                         | 141,2                                                                    | 127,3                                | -8,6                      | 0,1              | -8,8                           | 47,9                      | 34,9             | 13,1             | 101,9                                                                     | 15,0                                         | 86,9                                                                             | 1,7                                                                                                                                |
| II                             | 162,3                                                                    | 133,1                                | -4,1                      | 2,7              | -6,7                           | 89,3                      | 41,0             | 48,4             | 77,0                                                                      | 3,8                                          | 73,2                                                                             | 23,9                                                                                                                               |
| III                            | 70,5                                                                     | 71,5                                 | -14,7                     | -1,1             | -13,6                          | 17,4                      | -16,7            | 34,1             | 67,7                                                                      | -0,3                                         | 68,1                                                                             | 8,4                                                                                                                                |
| IV                             | 171,2                                                                    | 146,3                                | 15,0                      | 4,2              | 10,9                           | 87,9                      | 33,6             | 54,2             | 68,3                                                                      | 8,4                                          | 59,9                                                                             | -7,0                                                                                                                               |
| 2000 I                         | 141,4                                                                    | 108,8                                | -7,9                      | -0,9             | -7,0                           | 91,3                      | 54,7             | 36,6             | 58,0                                                                      | 1,5                                          | 56,5                                                                             | 15,1                                                                                                                               |
| II                             | 162,9                                                                    | 118,4                                | -5,5                      | 0,9              | -6,4                           | 112,6                     | 61,5             | 51,0             | 55,8                                                                      | 9,7                                          | 46,1                                                                             | -0,8                                                                                                                               |
| III                            | 132,8                                                                    | 91,6                                 | -15,8                     | -2,1             | -13,7                          | 96,8                      | 53,4             | 43,5             | 51,7                                                                      | -0,1                                         | 51,8                                                                             | 23,2                                                                                                                               |
| IV                             | 188,0                                                                    | 140,2                                | 16,1                      | 2,2              | 13,9                           | 119,3                     | 20,2             | 99,0             | 52,7                                                                      | 5,3                                          | 47,4                                                                             | 1,9                                                                                                                                |
| Ampliación de la zona del euro |                                                                          |                                      |                           |                  |                                |                           |                  |                  |                                                                           |                                              |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 2001 I                         | 156,4                                                                    | 137,2                                | -3,6                      | -0,5             | -3,2                           | 106,8                     | 67,0             | 39,8             | 53,2                                                                      | -0,3                                         | 53,6                                                                             | 9,2                                                                                                                                |
| II                             | 109,2                                                                    | 88,0                                 | -16,2                     | 0,3              | -16,5                          | 68,3                      | 20,7             | 47,6             | 57,1                                                                      | 6,0                                          | 51,1                                                                             | 16,8                                                                                                                               |
| III                            | 88,5                                                                     | 57,9                                 | -5,7                      | 2,9              | -8,7                           | 55,3                      | -15,9            | 71,2             | 38,9                                                                      | -4,2                                         | 43,1                                                                             | -21,4                                                                                                                              |
| IV                             | 118,6                                                                    | 92,4                                 | 26,2                      | 5,5              | 20,8                           | 40,5                      | -19,1            | 59,6             | 51,8                                                                      | 1,4                                          | 50,4                                                                             | 4,2                                                                                                                                |
| 2002 I                         | 74,9                                                                     | 61,9                                 | 4,2                       | 2,7              | 1,5                            | 28,9                      | -5,8             | 34,7             | 41,8                                                                      | -4,9                                         | 46,7                                                                             | 15,8                                                                                                                               |
| II                             | 103,3                                                                    | 83,0                                 | -25,6                     | 0,2              | -25,8                          | 58,3                      | -3,9             | 62,2             | 70,5                                                                      | 10,9                                         | 59,6                                                                             | -18,2                                                                                                                              |
| III                            | 38,3                                                                     | 34,2                                 | -9,1                      | 1,3              | -10,4                          | 1,6                       | -17,6            | 19,2             | 45,8                                                                      | -4,0                                         | 49,8                                                                             | -6,1                                                                                                                               |
| IV                             | 134,4                                                                    | 98,7                                 | 15,8                      | 5,9              | 9,9                            | 53,0                      | -11,9            | 64,9             | 65,6                                                                      | 6,3                                          | 59,3                                                                             | .                                                                                                                                  |
| 2003 I                         | .                                                                        | 60,9                                 | .                         | .                | .                              | .                         | .                | .                | .                                                                         | .                                            | .                                                                                | .                                                                                                                                  |
|                                | Valores distintos de acciones emitidos por                               |                                      |                           |                  |                                |                           |                  |                  | Acciones<br>cotizadas<br>emitidas por las<br>sociedades no<br>financieras | Depósitos de la<br>Administración<br>Central | Reservas de los<br>fondos de<br>pensiones de las<br>sociedades no<br>financieras |                                                                                                                                    |
|                                | Total                                                                    | Administraciones Públicas            |                           |                  | Sociedades no financieras      |                           |                  |                  |                                                                           |                                              |                                                                                  |                                                                                                                                    |
|                                |                                                                          | Total                                | A corto plazo             | A largo plazo    | Total                          | A corto plazo             | A largo plazo    |                  |                                                                           |                                              |                                                                                  |                                                                                                                                    |
|                                | 13                                                                       | 14                                   | 15                        | 16               | 17                             | 18                        | 19               | 20               | 21                                                                        | 22                                           |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 1999 I                         | 74,0                                                                     | 60,6                                 | 1,2                       | 59,4             | 13,4                           | 10,4                      | 3,0              | 10,9             | 6,6                                                                       | 2,8                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| II                             | 39,0                                                                     | 29,0                                 | -7,7                      | 36,7             | 10,0                           | 2,3                       | 7,8              | 34,7             | -10,3                                                                     | 2,8                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| III                            | 56,5                                                                     | 38,6                                 | -10,0                     | 48,6             | 17,9                           | 8,2                       | 9,7              | 34,7             | 1,0                                                                       | 2,8                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| IV                             | -12,2                                                                    | -19,8                                | -27,9                     | 8,1              | 7,6                            | 3,4                       | 4,1              | 42,1             | 12,1                                                                      | 2,8                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 2000 I                         | 62,0                                                                     | 61,0                                 | 10,9                      | 50,1             | 1,0                            | 0,5                       | 0,5              | 20,7             | -2,2                                                                      | 2,8                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| II                             | 38,9                                                                     | 23,5                                 | -1,3                      | 24,8             | 15,4                           | 10,2                      | 5,2              | 28,9             | 0,0                                                                       | 2,8                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| III                            | 48,8                                                                     | 25,8                                 | -2,3                      | 28,1             | 23,0                           | 7,0                       | 16,0             | 68,8             | -0,4                                                                      | 2,8                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| IV                             | -0,7                                                                     | -20,2                                | -27,4                     | 7,2              | 19,6                           | 6,5                       | 13,1             | 55,0             | 6,4                                                                       | 2,8                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| Ampliación de la zona del euro |                                                                          |                                      |                           |                  |                                |                           |                  |                  |                                                                           |                                              |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 2001 I                         | 75,1                                                                     | 37,8                                 | 32,5                      | 5,3              | 37,3                           | 11,5                      | 25,8             | 52,4             | 1,1                                                                       | 3,1                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| II                             | 85,1                                                                     | 59,4                                 | 10,7                      | 48,6             | 25,7                           | 11,6                      | 14,1             | 45,0             | 0,4                                                                       | 3,1                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| III                            | 47,9                                                                     | 29,6                                 | 8,8                       | 20,8             | 18,3                           | 13,9                      | 4,3              | 10,2             | 0,2                                                                       | 3,1                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| IV                             | 7,1                                                                      | -8,5                                 | -22,2                     | 13,8             | 15,6                           | -1,8                      | 17,4             | 7,3              | 10,1                                                                      | 1,8                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 2002 I                         | 102,6                                                                    | 93,0                                 | 21,7                      | 71,3             | 9,7                            | 5,6                       | 4,1              | 9,4              | 9,3                                                                       | 3,3                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| II                             | 59,7                                                                     | 62,0                                 | 33,9                      | 28,1             | -2,3                           | -15,2                     | 12,9             | 4,7              | 1,3                                                                       | 3,3                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| III                            | 56,5                                                                     | 46,0                                 | -0,9                      | 46,9             | 10,4                           | 7,7                       | 2,8              | -0,3             | 1,1                                                                       | 3,8                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| IV                             | 2,3                                                                      | -0,7                                 | -8,4                      | 7,7              | 3,0                            | 6,1                       | -3,2             | -6,1             | 8,1                                                                       | 2,5                                          |                                                                                  |                                                                                                                                    |
| 2003 I                         | .                                                                        | .                                    | .                         | .                | .                              | .                         | .                | .                | .                                                                         | .                                            |                                                                                  |                                                                                                                                    |

Fuente: BCE.

1) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro y pago.

2) Estadísticas bancarias internacionales del BPI. La definición de entidades de crédito del BPI es similar a la de IFM.

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

4) Incluidos todos los préstamos de las IFM de la zona del euro a la Administración Central.

**Cuadro 6.2**
**Inversión financiera y financiación de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones**
*(mm de euros; sin desestacionalizar; fin de período)*
**Saldos vivos**

|                                | Principales activos financieros <sup>1)</sup> |            |         |                          |                     |           |               |               |                               |               |               |
|--------------------------------|-----------------------------------------------|------------|---------|--------------------------|---------------------|-----------|---------------|---------------|-------------------------------|---------------|---------------|
|                                | Depósitos en las IFM de la zona del euro      |            |         |                          |                     | Préstamos |               |               | Valores distintos de acciones |               |               |
|                                | Total                                         | A la vista | A plazo | 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            |
| 1999 I                         | 426,0                                         | 32,1       | 380,1   | 3,0                      | 10,8                | 323,3     | 42,6          | 280,8         | 1.007,1                       | 37,1          | 970,1         |
| II                             | 430,9                                         | 36,4       | 380,5   | 3,3                      | 10,7                | 321,7     | 42,5          | 279,2         | 1.020,5                       | 35,7          | 984,8         |
| III                            | 436,6                                         | 32,0       | 389,8   | 3,3                      | 11,5                | 313,6     | 41,3          | 272,3         | 1.032,2                       | 35,1          | 997,1         |
| IV                             | 447,5                                         | 32,2       | 400,3   | 3,3                      | 11,7                | 313,6     | 41,1          | 272,5         | 1.035,2                       | 38,5          | 996,7         |
| 2000 I                         | 458,9                                         | 35,4       | 407,1   | 3,2                      | 13,1                | 317,1     | 45,1          | 272,0         | 1.068,3                       | 45,2          | 1.023,1       |
| II                             | 460,8                                         | 34,6       | 411,1   | 3,5                      | 11,6                | 316,1     | 46,5          | 269,6         | 1.089,6                       | 46,4          | 1.043,2       |
| III                            | 464,6                                         | 34,1       | 413,8   | 3,7                      | 12,9                | 317,3     | 47,1          | 270,2         | 1.089,1                       | 46,1          | 1.043,1       |
| IV                             | 477,6                                         | 40,6       | 418,5   | 3,2                      | 15,3                | 311,6     | 50,5          | 261,1         | 1.085,3                       | 40,4          | 1.044,8       |
| Ampliación de la zona del euro |                                               |            |         |                          |                     |           |               |               |                               |               |               |
| 2001 I                         | 483,8                                         | 38,2       | 423,3   | 3,5                      | 18,8                | 310,4     | 50,8          | 259,6         | 1.120,7                       | 41,8          | 1.078,9       |
| II                             | 486,3                                         | 41,4       | 424,2   | 3,8                      | 16,9                | 315,4     | 53,6          | 261,8         | 1.130,6                       | 43,9          | 1.086,7       |
| III                            | 487,8                                         | 39,3       | 426,9   | 3,8                      | 17,9                | 313,8     | 53,1          | 260,8         | 1.149,3                       | 44,4          | 1.104,9       |
| IV                             | 495,4                                         | 48,0       | 427,5   | 3,4                      | 16,4                | 316,3     | 55,8          | 260,5         | 1.185,1                       | 44,2          | 1.140,9       |
| 2002 I                         | 498,6                                         | 43,9       | 433,0   | 4,0                      | 17,7                | 328,3     | 56,1          | 272,2         | 1.236,2                       | 54,2          | 1.182,0       |
| II                             | 503,9                                         | 48,4       | 432,9   | 3,7                      | 19,0                | 332,6     | 60,6          | 272,0         | 1.223,0                       | 40,9          | 1.182,2       |
| III                            | 506,3                                         | 50,1       | 437,9   | 3,9                      | 14,4                | 330,4     | 61,6          | 268,9         | 1.280,4                       | 51,1          | 1.229,3       |
| IV                             | 522,8                                         | 55,9       | 445,6   | 3,5                      | 17,9                | 327,1     | 60,5          | 266,7         | 1.297,9                       | 53,9          | 1.243,9       |
| 2003 I                         | 535,2                                         | 59,5       | 453,8   | 3,7                      | 18,2                |           |               |               |                               |               |               |

|                                | Principales activos financieros <sup>1)</sup> |                       |                                              |                           |                                                                | Principales pasivos <sup>1)</sup>                                       |                                     |                       |                             |                                                                                                                                          |                                                                |       |
|--------------------------------|-----------------------------------------------|-----------------------|----------------------------------------------|---------------------------|----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|-------|
|                                | Acciones <sup>2)</sup>                        |                       |                                              |                           | Reservas<br>para<br>primas y<br>reservas<br>para<br>siniestros | Préstamos de IFM y de<br>otras inst. financieras de<br>la zona del euro | Valores<br>distintos de<br>acciones | Acciones<br>cotizadas | Reservas técnicas de seguro |                                                                                                                                          |                                                                |       |
|                                | Total                                         | Acciones<br>cotizadas | Participaciones<br>en fondos de<br>inversión | Participaciones<br>en FMM |                                                                |                                                                         |                                     |                       | Total                       | Participación<br>neta de los<br>hogares en<br>las reservas<br>de seguro de<br>vida y en las<br>reservas de<br>los fondos<br>de pensiones | Reservas<br>para<br>primas y<br>reservas<br>para<br>siniestros |       |
|                                |                                               |                       |                                              |                           |                                                                |                                                                         |                                     |                       |                             |                                                                                                                                          |                                                                |       |
|                                | 12                                            | 13                    | 14                                           | 15                        | 16                                                             | 17                                                                      | 18                                  | 19                    | 20                          | 21                                                                                                                                       | 22                                                             | 23    |
| 1999 I                         | 932,3                                         | 538,9                 | 393,4                                        | 33,7                      | 70,1                                                           | 49,8                                                                    | 36,1                                | 1,6                   | 293,1                       | 2.444,6                                                                                                                                  | 2.124,0                                                        | 320,6 |
| II                             | 1.002,0                                       | 580,7                 | 421,2                                        | 36,6                      | 71,3                                                           | 54,4                                                                    | 40,4                                | 3,8                   | 279,7                       | 2.512,0                                                                                                                                  | 2.186,4                                                        | 325,6 |
| III                            | 1.012,3                                       | 586,2                 | 426,1                                        | 33,7                      | 72,5                                                           | 56,4                                                                    | 41,9                                | 4,5                   | 272,1                       | 2.552,7                                                                                                                                  | 2.222,0                                                        | 330,7 |
| IV                             | 1.232,6                                       | 719,5                 | 513,1                                        | 33,4                      | 75,5                                                           | 44,1                                                                    | 29,6                                | 4,5                   | 332,4                       | 2.697,0                                                                                                                                  | 2.359,8                                                        | 337,2 |
| 2000 I                         | 1.348,0                                       | 777,2                 | 570,8                                        | 37,1                      | 78,0                                                           | 52,3                                                                    | 37,1                                | 5,1                   | 363,4                       | 2.814,4                                                                                                                                  | 2.467,5                                                        | 346,8 |
| II                             | 1.362,7                                       | 771,2                 | 591,5                                        | 40,6                      | 78,9                                                           | 54,2                                                                    | 38,8                                | 5,1                   | 332,2                       | 2.859,4                                                                                                                                  | 2.508,1                                                        | 351,3 |
| III                            | 1.411,5                                       | 796,8                 | 614,6                                        | 37,4                      | 80,0                                                           | 49,0                                                                    | 33,1                                | 7,9                   | 358,9                       | 2.912,7                                                                                                                                  | 2.556,8                                                        | 355,9 |
| IV                             | 1.331,3                                       | 726,6                 | 604,7                                        | 36,9                      | 78,4                                                           | 47,3                                                                    | 31,5                                | 9,1                   | 326,3                       | 2.938,1                                                                                                                                  | 2.582,4                                                        | 355,7 |
| Ampliación de la zona del euro |                                               |                       |                                              |                           |                                                                |                                                                         |                                     |                       |                             |                                                                                                                                          |                                                                |       |
| 2001 I                         | 1.326,7                                       | 730,2                 | 596,6                                        | 44,8                      | 80,8                                                           | 51,3                                                                    | 36,4                                | 9,1                   | 311,8                       | 2.988,0                                                                                                                                  | 2.623,6                                                        | 364,4 |
| II                             | 1.364,7                                       | 757,0                 | 607,6                                        | 46,5                      | 81,7                                                           | 51,2                                                                    | 36,2                                | 9,6                   | 315,6                       | 3.045,4                                                                                                                                  | 2.678,1                                                        | 367,3 |
| III                            | 1.232,2                                       | 666,4                 | 565,9                                        | 45,9                      | 83,6                                                           | 52,2                                                                    | 37,4                                | 9,6                   | 221,5                       | 3.021,4                                                                                                                                  | 2.648,1                                                        | 373,3 |
| IV                             | 1.331,8                                       | 723,8                 | 608,0                                        | 46,0                      | 92,2                                                           | 48,5                                                                    | 34,9                                | 10,0                  | 234,7                       | 3.118,2                                                                                                                                  | 2.730,3                                                        | 387,9 |
| 2002 I                         | 1.418,6                                       | 793,9                 | 624,7                                        | 47,5                      | 96,5                                                           | 54,5                                                                    | 38,9                                | 10,2                  | 257,0                       | 3.155,5                                                                                                                                  | 2.753,0                                                        | 402,5 |
| II                             | 1.299,3                                       | 699,9                 | 599,4                                        | 50,1                      | 97,4                                                           | 59,2                                                                    | 42,5                                | 10,5                  | 226,5                       | 3.172,9                                                                                                                                  | 2.765,9                                                        | 407,0 |
| III                            | 1.150,7                                       | 585,8                 | 564,9                                        | 48,7                      | 98,7                                                           | 63,3                                                                    | 42,1                                | 10,6                  | 127,2                       | 3.198,8                                                                                                                                  | 2.786,3                                                        | 412,4 |
| IV                             | 1.183,1                                       | 608,2                 | 574,9                                        | 52,8                      | 98,9                                                           | 48,1                                                                    | 33,0                                | 10,6                  | 113,3                       | 3.251,9                                                                                                                                  | 2.838,5                                                        | 413,4 |
| 2003 I                         |                                               |                       |                                              |                           |                                                                |                                                                         | 42,1                                |                       |                             |                                                                                                                                          |                                                                |       |

Fuente: BCE.

1) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro y pago.

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

## Operaciones

|                                       | Principales activos financieros <sup>1)</sup> |            |         |                          |                     |           |               |               |                               |               |               |
|---------------------------------------|-----------------------------------------------|------------|---------|--------------------------|---------------------|-----------|---------------|---------------|-------------------------------|---------------|---------------|
|                                       | Depósitos en las IFM de la zona del euro      |            |         |                          |                     | Préstamos |               |               | Valores distintos de acciones |               |               |
|                                       | Total                                         | A la vista | A plazo | 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            |
| 1999 I                                | 18,4                                          | 3,9        | 12,6    | 1,1                      | 0,7                 | 2,1       | 1,3           | 0,8           | 27,0                          | 0,8           | 26,2          |
| II                                    | 4,8                                           | 4,3        | 0,4     | 0,3                      | -0,2                | -1,7      | -0,1          | -1,6          | 18,9                          | -1,5          | 20,4          |
| III                                   | 5,8                                           | -4,4       | 9,3     | 0,0                      | 0,8                 | -8,4      | -1,2          | -7,2          | 20,5                          | -0,3          | 20,8          |
| IV                                    | 10,5                                          | 0,2        | 10,1    | 0,0                      | 0,2                 | -0,1      | -0,3          | 0,2           | 3,2                           | 2,7           | 0,5           |
| 2000 I                                | 11,4                                          | 3,2        | 6,8     | 0,0                      | 1,4                 | 3,8       | 4,1           | -0,2          | 33,2                          | 7,3           | 25,9          |
| II                                    | 1,9                                           | 0,3        | 2,8     | 0,3                      | -1,5                | -0,7      | 1,3           | -2,0          | 17,9                          | 1,0           | 16,8          |
| III                                   | 1,2                                           | -0,7       | 0,4     | 0,2                      | 1,3                 | 1,4       | 0,7           | 0,7           | 5,2                           | -0,2          | 5,4           |
| IV                                    | 13,0                                          | 6,5        | 4,6     | -0,5                     | 2,4                 | -5,5      | 3,1           | -8,6          | -11,1                         | -6,5          | -4,6          |
| <i>Ampliación de la zona del euro</i> |                                               |            |         |                          |                     |           |               |               |                               |               |               |
| 2001 I                                | 6,2                                           | -2,5       | 4,8     | 0,3                      | 3,5                 | -1,2      | 0,3           | -1,5          | 21,5                          | 1,3           | 20,2          |
| II                                    | 2,8                                           | 3,4        | 1,0     | 0,3                      | -1,9                | 5,0       | 2,9           | 2,2           | 17,3                          | 2,1           | 15,1          |
| III                                   | 1,5                                           | -2,1       | 2,7     | -0,1                     | 1,0                 | -1,6      | -0,6          | -1,0          | 28,8                          | 0,5           | 28,3          |
| IV                                    | 7,6                                           | 8,8        | 0,6     | -0,3                     | -1,4                | 3,7       | 2,7           | 1,0           | 23,2                          | -0,7          | 23,9          |
| 2002 I                                | 3,0                                           | -4,2       | 5,3     | 0,5                      | 1,3                 | 12,4      | 0,9           | 11,4          | 57,2                          | 10,3          | 46,9          |
| II                                    | 5,3                                           | 4,5        | -0,1    | -0,3                     | 1,2                 | 5,1       | 5,1           | 0,0           | -15,4                         | -12,9         | -2,5          |
| III                                   | 2,5                                           | 1,7        | 5,1     | 0,3                      | -4,6                | -1,5      | 1,6           | -3,1          | 33,4                          | 10,2          | 23,2          |
| IV                                    | 16,5                                          | 5,8        | 7,7     | -0,4                     | 3,5                 | -2,7      | -0,5          | -2,2          | 16,1                          | 1,8           | 14,3          |
| 2003 I                                | 11,6                                          | 3,7        | 7,4     | 0,2                      | 0,4                 | .         | .             | .             | .                             | .             | .             |

|                                | Principales activos financieros <sup>1)</sup> |                    |                                        |                        |                                                 | Principales pasivos <sup>1)</sup>                                 |                               |                    |                             |                            |       |                                                                                                                  |                                                 |
|--------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------|----------------------------------------|------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-------------------------------|--------------------|-----------------------------|----------------------------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
|                                | Acciones <sup>2)</sup>                        |                    |                                        |                        | Reservas para primas y reservas para siniestros | Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro | Valores distintos de acciones | Acciones cotizadas | Reservas técnicas de seguro |                            |       |                                                                                                                  |                                                 |
|                                | Total                                         | Acciones cotizadas | Participaciones en fondos de inversión | Participaciones en FMM |                                                 |                                                                   |                               |                    | Total                       | De IFM de la zona del euro | Total | Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones | Reservas para primas y reservas para siniestros |
|                                |                                               |                    |                                        |                        |                                                 |                                                                   |                               |                    |                             |                            |       |                                                                                                                  |                                                 |
|                                |                                               |                    |                                        |                        |                                                 |                                                                   |                               |                    |                             |                            |       |                                                                                                                  |                                                 |
| 12                             | 13                                            | 14                 | 15                                     | 16                     | 17                                              | 18                                                                | 19                            | 20                 | 21                          | 22                         | 23    |                                                                                                                  |                                                 |
| 1999 I                         | 20,9                                          | 5,4                | 15,5                                   | 5,5                    | 2,1                                             | 9,5                                                               | 9,0                           | -0,4               | 0,4                         | 62,7                       | 54,5  | 8,2                                                                                                              |                                                 |
| II                             | 23,2                                          | 12,6               | 10,6                                   | 3,0                    | 1,2                                             | 4,3                                                               | 4,3                           | 1,8                | 0,3                         | 50,8                       | 45,7  | 5,2                                                                                                              |                                                 |
| III                            | 14,9                                          | 11,8               | 3,1                                    | -2,8                   | 1,3                                             | 1,7                                                               | 1,5                           | 0,4                | 0,2                         | 53,8                       | 48,6  | 5,2                                                                                                              |                                                 |
| IV                             | 51,2                                          | 11,6               | 39,6                                   | -0,3                   | 3,0                                             | -12,6                                                             | -12,4                         | 0,6                | -0,4                        | 73,4                       | 66,8  | 6,7                                                                                                              |                                                 |
| 2000 I                         | 46,1                                          | 8,9                | 37,3                                   | 4,4                    | 2,4                                             | 8,2                                                               | 7,5                           | 0,5                | 0,7                         | 78,7                       | 69,0  | 9,7                                                                                                              |                                                 |
| II                             | 32,5                                          | 7,7                | 24,8                                   | 3,4                    | 0,9                                             | 1,9                                                               | 1,7                           | 0,0                | 1,9                         | 54,2                       | 49,7  | 4,5                                                                                                              |                                                 |
| III                            | 35,7                                          | 18,2               | 17,5                                   | -3,2                   | 1,1                                             | -5,2                                                              | -5,7                          | 2,7                | 0,2                         | 54,5                       | 49,8  | 4,7                                                                                                              |                                                 |
| IV                             | 14,4                                          | 0,0                | 14,4                                   | -0,5                   | -1,6                                            | -1,7                                                              | -1,6                          | 1,0                | 0,1                         | 57,7                       | 57,8  | -0,1                                                                                                             |                                                 |
| Ampliación de la zona del euro |                                               |                    |                                        |                        |                                                 |                                                                   |                               |                    |                             |                            |       |                                                                                                                  |                                                 |
| 2001 I                         | 47,9                                          | 30,3               | 17,6                                   | 8,2                    | 2,4                                             | 3,9                                                               | 4,9                           | 0,0                | -0,9                        | 59,7                       | 51,0  | 8,7                                                                                                              |                                                 |
| II                             | 16,7                                          | 13,3               | 3,4                                    | 1,3                    | 0,9                                             | 0,0                                                               | -0,2                          | 0,6                | -1,0                        | 54,2                       | 51,3  | 2,9                                                                                                              |                                                 |
| III                            | 24,6                                          | 20,7               | 3,9                                    | -0,7                   | 1,9                                             | 1,2                                                               | 1,5                           | 0,1                | 4,0                         | 51,2                       | 45,1  | 6,0                                                                                                              |                                                 |
| IV                             | 36,3                                          | 9,7                | 26,6                                   | 0,0                    | 8,6                                             | -3,8                                                              | -2,5                          | 0,5                | 0,6                         | 70,2                       | 55,6  | 14,6                                                                                                             |                                                 |
| 2002 I                         | 31,3                                          | 16,0               | 15,3                                   | 1,5                    | 4,3                                             | 6,0                                                               | 3,9                           | 0,1                | 0,2                         | 71,2                       | 56,6  | 14,6                                                                                                             |                                                 |
| II                             | 21,3                                          | 8,8                | 12,5                                   | 2,6                    | 1,0                                             | 4,4                                                               | 3,3                           | 0,2                | 0,2                         | 48,0                       | 43,5  | 4,5                                                                                                              |                                                 |
| III                            | 7,9                                           | 8,2                | -0,3                                   | -1,4                   | 1,3                                             | 1,9                                                               | -2,5                          | -0,1               | 0,0                         | 49,0                       | 43,6  | 5,4                                                                                                              |                                                 |
| IV                             | 14,2                                          | -4,7               | 18,9                                   | 4,1                    | 0,2                                             | -15,2                                                             | -9,2                          | 0,1                | 0,5                         | 53,8                       | 52,8  | 1,0                                                                                                              |                                                 |
| 2003 I                         |                                               |                    |                                        |                        |                                                 |                                                                   | 10,9                          |                    |                             |                            |       |                                                                                                                  |                                                 |

Fuente: BCE.

1) Incluye la mayor parte de las categorías de activos financieros y de pasivos que figuran en el SEC 95. No incluye los derivados financieros, los préstamos concedidos por las Administraciones Públicas y las sociedades no financieras, las acciones no cotizadas y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro y pago.

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

## Cuadro 6.3

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

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

|                                | Adquisiciones netas de activos no financieros |                                       |                                   |                                              |                          | Adquisiciones netas de activos financieros |                           |                              |                                                   |           |                                    |                                   |                                               |
|--------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------------|---------------------------|------------------------------|---------------------------------------------------|-----------|------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------|
|                                | Total                                         | Formación<br>bruta de<br>capital fijo | Consumo<br>de capital<br>fijo (-) | Variación<br>de<br>existencias <sup>3)</sup> | Activos no<br>producidos | Total                                      | Oro<br>monetario<br>y DEG | Efectivo<br>y depósi-<br>tos | Valores<br>distintos de<br>acciones <sup>4)</sup> | Préstamos | Acciones<br>y participa-<br>ciones | Reservas<br>técnicas de<br>seguro | Otras<br>inversiones<br>(netas) <sup>5)</sup> |
|                                | 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                      | 1.600,8                                    | 0,7                       | 500,7                        | 223,0                                             | 422,0     | 164,5                              | 202,6                             | 87,4                                          |
| 1996                           | 340,9                                         | 1.122,7                               | -783,9                            | 1,7                                          | 0,4                      | 1.730,1                                    | -3,0                      | 396,2                        | 398,1                                             | 383,0     | 315,0                              | 195,5                             | 45,4                                          |
| 1997                           | 353,2                                         | 1.139,5                               | -797,1                            | 10,8                                         | 0,1                      | 1.917,6                                    | -0,2                      | 394,4                        | 332,3                                             | 449,9     | 485,6                              | 223,7                             | 32,0                                          |
| 1998                           | 412,5                                         | 1.203,6                               | -823,6                            | 32,3                                         | 0,2                      | 2.369,3                                    | 11,0                      | 430,7                        | 360,9                                             | 523,1     | 816,1                              | 216,0                             | 11,5                                          |
| 1999                           | 448,0                                         | 1.291,8                               | -863,7                            | 19,7                                         | 0,1                      | 3.034,4                                    | 1,3                       | 557,7                        | 435,9                                             | 880,8     | 905,0                              | 255,1                             | -1,2                                          |
| 2000                           | 487,1                                         | 1.389,0                               | -913,1                            | 27,8                                         | -16,6                    | 2.764,0                                    | 1,3                       | 350,0                        | 241,4                                             | 796,0     | 1.120,9                            | 257,7                             | -3,3                                          |
| Ampliación de la zona del euro |                                               |                                       |                                   |                                              |                          |                                            |                           |                              |                                                   |           |                                    |                                   |                                               |
| 2001                           | 456,1                                         | 1.437,3                               | -973,6                            | -8,3                                         | 0,7                      | 2.544,0                                    | -0,5                      | 587,6                        | 405,3                                             | 705,3     | 597,2                              | 238,3                             | 10,7                                          |

|                                | Variaciones del patrimonio neto <sup>6)</sup> |                 |                                   |                                                     | Pasivos netos contraídos |                         |                                                   |           |                                    |                                   |
|--------------------------------|-----------------------------------------------|-----------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------|-------------------------|---------------------------------------------------|-----------|------------------------------------|-----------------------------------|
|                                | Total                                         | Ahorro<br>bruto | Consumo<br>de capital<br>fijo (-) | Transferen-<br>cias netas<br>de capital a<br>cobrar | Total                    | Efectivo y<br>depósitos | Valores<br>distintos de<br>acciones <sup>4)</sup> | Préstamos | Acciones y<br>participacio-<br>nes | Reservas<br>técnicas de<br>seguro |
|                                | 14                                            | 15              | 16                                | 17                                                  | 18                       | 19                      | 20                                                | 21        | 22                                 | 23                                |
| 1995                           | 413,0                                         | 1.159,8         | -751,7                            | 5,0                                                 | 1.556,1                  | 495,4                   | 277,7                                             | 437,2     | 139,8                              | 206,0                             |
| 1996                           | 410,7                                         | 1.190,0         | -783,9                            | 4,6                                                 | 1.660,3                  | 472,3                   | 378,2                                             | 335,3     | 278,2                              | 196,3                             |
| 1997                           | 456,1                                         | 1.241,8         | -797,1                            | 11,4                                                | 1.814,7                  | 511,6                   | 319,0                                             | 378,6     | 375,6                              | 229,9                             |
| 1998                           | 486,5                                         | 1.299,1         | -823,6                            | 11,1                                                | 2.295,4                  | 648,4                   | 324,2                                             | 465,5     | 635,7                              | 221,5                             |
| 1999                           | 498,3                                         | 1.352,0         | -863,7                            | 10,0                                                | 2.984,1                  | 929,3                   | 496,2                                             | 736,2     | 557,7                              | 264,7                             |
| 2000                           | 514,3                                         | 1.419,4         | -913,1                            | 8,0                                                 | 2.736,8                  | 531,4                   | 414,0                                             | 808,8     | 725,6                              | 257,1                             |
| Ampliación de la zona del euro |                                               |                 |                                   |                                                     |                          |                         |                                                   |           |                                    |                                   |
| 2001                           | 483,6                                         | 1.449,4         | -973,6                            | 7,7                                                 | 2.516,5                  | 676,1                   | 476,7                                             | 579,8     | 533,4                              | 250,5                             |

#### 2. Sociedades no financieras

|                                | Adquisiciones netas de activos no financieros |                                            |                                   | Adquisiciones netas de activos financieros |                         |                                                   |           |                                    | Variaciones del patrimonio neto <sup>6)</sup> | Pasivos netos contraídos |                                                   |           |                                    |
|--------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------------|-------------------------|---------------------------------------------------|-----------|------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------|---------------------------------------------------|-----------|------------------------------------|
|                                | Total                                         | Forma-<br>ción bruta<br>de capital<br>fijo | Consumo<br>de capital<br>fijo (-) | Total                                      | Efectivo<br>y depósitos | Valores<br>distintos de<br>acciones <sup>4)</sup> | Préstamos | Acciones<br>y participa-<br>ciones | Total                                         | Ahorro<br>bruto          | Valores<br>distintos de<br>acciones <sup>4)</sup> | Préstamos | Acciones<br>y participa-<br>ciones |
|                                | 1                                             | 2                                          | 3                                 | 4                                          | 5                       | 6                                                 | 7         | 8                                  | 9                                             | 10                       | 11                                                | 12        | 13                                 |
| 1995                           | 155,0                                         | 569,8                                      | -438,7                            | 255,4                                      | 34,7                    | 10,1                                              | 40,0      | 64,7                               | 270,4                                         | 531,1                    | 140,0                                             | -87,3     | 126,0                              |
| 1996                           | 136,3                                         | 589,4                                      | -454,8                            | 267,3                                      | 54,2                    | -12,9                                             | 55,1      | 87,5                               | 126,2                                         | 538,1                    | 277,3                                             | 7,0       | 143,8                              |
| 1997                           | 157,5                                         | 615,2                                      | -469,3                            | 245,3                                      | 25,3                    | -13,6                                             | 46,3      | 95,9                               | 113,6                                         | 546,1                    | 289,2                                             | 12,1      | 154,5                              |
| 1998                           | 202,4                                         | 660,3                                      | -487,9                            | 433,5                                      | 54,9                    | -6,9                                              | 96,6      | 200,9                              | 150,6                                         | 590,3                    | 485,3                                             | 23,8      | 252,7                              |
| 1999                           | 221,6                                         | 708,2                                      | -508,8                            | 613,5                                      | 28,4                    | 87,0                                              | 169,8     | 308,3                              | 111,8                                         | 571,6                    | 723,3                                             | 48,9      | 422,1                              |
| 2000                           | 319,2                                         | 774,4                                      | -543,2                            | 817,4                                      | 70,3                    | 93,8                                              | 167,9     | 425,7                              | 94,0                                          | 591,0                    | 1.042,6                                           | 58,9      | 546,8                              |
| Ampliación de la zona del euro |                                               |                                            |                                   |                                            |                         |                                                   |           |                                    |                                               |                          |                                                   |           |                                    |
| 2001                           | 216,9                                         | 798,9                                      | -577,3                            | 594,9                                      | 83,0                    | 73,5                                              | 137,8     | 225,9                              | 69,4                                          | 594,2                    | 742,4                                             | 96,9      | 324,3                              |

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

|                                | Adquisiciones netas de activos no financieros |                                            |                                   | Adquisiciones netas de activos financieros |                         |                                                   |                                    |                                   | Variaciones del patrimonio neto <sup>6)</sup> | Pasivos netos contraídos |           | Pro memoria:        |                                          |
|--------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------------|-------------------------|---------------------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------|-----------|---------------------|------------------------------------------|
|                                | Total                                         | Forma-<br>ción bruta<br>de capital<br>fijo | Consumo<br>de capital<br>fijo (-) | Total                                      | Efectivo<br>y depósitos | Valores<br>distintos de<br>acciones <sup>4)</sup> | Acciones<br>y participa-<br>ciones | Reservas<br>técnicas<br>de seguro | Total                                         | Ahorro<br>bruto          | Préstamos | Renta<br>disponible | Tasa<br>bruta de<br>ahorro <sup>8)</sup> |
|                                | 1                                             | 2                                          | 3                                 | 4                                          | 5                       | 6                                                 | 7                                  | 8                                 | 9                                             | 10                       | 11        | 12                  | 13                                       |
| 1995                           | 167,8                                         | 351,6                                      | -186,4                            | 394,5                                      | 190,1                   | 82,5                                              | 0,8                                | 180,1                             | 425,5                                         | 606,7                    | 136,9     | 135,8               | 3.604,5                                  |
| 1996                           | 164,4                                         | 361,8                                      | -198,9                            | 433,4                                      | 146,6                   | 22,7                                              | 94,4                               | 190,9                             | 436,4                                         | 620,1                    | 161,3     | 160,1               | 3.762,9                                  |
| 1997                           | 160,2                                         | 353,7                                      | -194,7                            | 422,1                                      | 70,4                    | -18,3                                             | 195,0                              | 217,4                             | 413,8                                         | 589,1                    | 168,5     | 167,1               | 3.789,7                                  |
| 1998                           | 168,9                                         | 363,7                                      | -198,1                            | 427,5                                      | 95,7                    | -117,6                                            | 289,6                              | 210,9                             | 401,1                                         | 568,0                    | 195,4     | 194,0               | 3.898,9                                  |
| 1999                           | 177,5                                         | 392,5                                      | -212,5                            | 456,2                                      | 118,2                   | -15,8                                             | 196,7                              | 241,6                             | 386,8                                         | 555,6                    | 246,9     | 245,4               | 4.062,6                                  |
| 2000                           | 185,8                                         | 413,0                                      | -219,9                            | 403,1                                      | 53,1                    | 35,1                                              | 134,2                              | 251,7                             | 383,5                                         | 561,5                    | 205,5     | 203,8               | 4.236,1                                  |
| Ampliación de la zona del euro |                                               |                                            |                                   |                                            |                         |                                                   |                                    |                                   |                                               |                          |           |                     |                                          |
| 2001                           | 181,2                                         | 422,6                                      | -239,6                            | 404,5                                      | 179,5                   | 50,0                                              | 59,0                               | 226,2                             | 415,9                                         | 612,1                    | 169,8     | 167,9               | 4.531,2                                  |

Fuente: BCE.

1) Datos no consolidados.

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

3) Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.

4) Excluidos los derivados financieros.

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

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

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

8) Ahorro bruto en porcentaje de la renta disponible.

# 7 Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona

**Cuadro 7.1**

## Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos

|                                | Total | Recursos corrientes | Impuestos directos | Hogares | Empresas | Impuestos indirectos | Recibidos por inst. de la UE | Cotizaciones sociales | Empleadores | Asalariados | Ventas | Recursos de capital | Impuestos sobre el capital | Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup> |
|--------------------------------|-------|---------------------|--------------------|---------|----------|----------------------|------------------------------|-----------------------|-------------|-------------|--------|---------------------|----------------------------|-----------------------------------------|
|                                | 1     | 2                   | 3                  | 4       | 5        | 6                    | 7                            | 8                     | 9           | 10          | 11     | 12                  | 13                         | 14                                      |
| 1993                           | 48,0  | 47,5                | 12,1               | 9,8     | 2,0      | 13,2                 | 0,8                          | 17,5                  | 8,7         | 5,6         | 2,5    | 0,5                 | 0,3                        | 43,1                                    |
| 1994                           | 47,6  | 47,1                | 11,6               | 9,3     | 1,9      | 13,4                 | 0,8                          | 17,5                  | 8,5         | 5,7         | 2,5    | 0,4                 | 0,2                        | 42,8                                    |
| 1995                           | 47,2  | 46,6                | 11,6               | 9,2     | 2,0      | 13,3                 | 0,9                          | 17,3                  | 8,4         | 5,6         | 2,5    | 0,5                 | 0,3                        | 42,6                                    |
| 1996                           | 48,0  | 47,5                | 12,0               | 9,4     | 2,3      | 13,4                 | 0,8                          | 17,6                  | 8,7         | 5,6         | 2,5    | 0,5                 | 0,3                        | 43,3                                    |
| 1997                           | 48,3  | 47,6                | 12,2               | 9,3     | 2,5      | 13,5                 | 0,7                          | 17,6                  | 8,8         | 5,6         | 2,5    | 0,7                 | 0,4                        | 43,7                                    |
| 1998                           | 47,7  | 47,2                | 12,4               | 9,6     | 2,5      | 14,1                 | 0,7                          | 16,5                  | 8,5         | 5,0         | 2,5    | 0,5                 | 0,3                        | 43,3                                    |
| 1999                           | 48,2  | 47,7                | 12,8               | 9,8     | 2,6      | 14,3                 | 0,6                          | 16,4                  | 8,5         | 5,0         | 2,5    | 0,5                 | 0,3                        | 43,8                                    |
| 2000                           | 47,8  | 47,3                | 13,0               | 10,0    | 2,7      | 14,2                 | 0,6                          | 16,2                  | 8,4         | 4,9         | 2,4    | 0,5                 | 0,3                        | 43,6                                    |
| Ampliación de la zona del euro |       |                     |                    |         |          |                      |                              |                       |             |             |        |                     |                            |                                         |
| 2001                           | 47,1  | 46,6                | 12,6               | 9,8     | 2,5      | 13,9                 | 0,6                          | 16,0                  | 8,4         | 4,8         | 2,3    | 0,5                 | 0,3                        | 42,8                                    |
| 2002                           | 46,6  | 46,0                | 12,1               | 9,5     | 2,4      | 13,8                 | 0,5                          | 16,0                  | 8,4         | 4,7         | 2,3    | 0,6                 | 0,3                        | 42,3                                    |

### 2. Zona del euro - empleos

| 2. Zona del euro               |       |                    |                             |                    |           |                           |                              |           |                    |                           |                                    |                            |                                              |      |
|--------------------------------|-------|--------------------|-----------------------------|--------------------|-----------|---------------------------|------------------------------|-----------|--------------------|---------------------------|------------------------------------|----------------------------|----------------------------------------------|------|
|                                | Total | Empleos corrientes |                             |                    |           |                           |                              |           | Empleos de capital |                           |                                    |                            | Pro memoria: empleos primarios <sup>4)</sup> |      |
|                                |       | Total              | Remuneración de asalariados | Consumo intermedio | Intereses | Transferencias corrientes | Pagos sociales <sup>3)</sup> | Subsidios | Inversión          | Transferencias de capital | Pagadas por instituciones de la UE |                            |                                              |      |
|                                |       |                    |                             |                    |           |                           |                              |           |                    |                           |                                    | Pagados por inst. 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 <sup>5)</sup> |                                             |                            |                                                                         |                               |                   |                                 |                                  |
|--------------------------------|-----------------------------|--------|---------------------------------|------------------------------|---------------------|--------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|-------------------|---------------------------------|----------------------------------|
|                                | Total                       | Estado | Adminis-<br>tración<br>regional | Adminis-<br>tración<br>local | Seguridad<br>Social |                                      | Total                         | Remu-<br>neración<br>de<br>asalaria-<br>dos | Consumo<br>inter-<br>medio | Transf.<br>sociales en<br>especie vía<br>produc-<br>tores de<br>mercado | Consumo<br>de capital<br>fijo | Ventas<br>(menos) | Consumo<br>público<br>colectivo | Consumo<br>público<br>individual |
|                                |                             |        |                                 |                              |                     |                                      |                               |                                             |                            |                                                                         |                               |                   |                                 |                                  |
|                                | 1                           | 2      | 3                               | 4                            | 5                   | 6                                    | 7                             | 8                                           | 9                          | 10                                                                      | 11                            | 12                | 13                              | 14                               |
| 1993                           | -5,7                        | -5,0   | -0,4                            | -0,2                         | -0,1                | 0,2                                  | 21,2                          | 11,6                                        | 5,1                        | 5,0                                                                     | 2,0                           | -2,5              | 9,0                             | 12,2                             |
| 1994                           | -5,1                        | -4,4   | -0,5                            | -0,2                         | 0,0                 | 0,4                                  | 20,8                          | 11,3                                        | 5,0                        | 5,1                                                                     | 1,9                           | -2,5              | 8,7                             | 12,1                             |
| 1995                           | -5,1                        | -4,2   | -0,5                            | -0,1                         | -0,3                | 0,6                                  | 20,5                          | 11,2                                        | 4,8                        | 5,1                                                                     | 1,9                           | -2,5              | 8,6                             | 11,9                             |
| 1996                           | -4,3                        | -3,6   | -0,4                            | 0,0                          | -0,2                | 1,4                                  | 20,6                          | 11,2                                        | 4,8                        | 5,2                                                                     | 1,9                           | -2,5              | 8,6                             | 12,0                             |
| 1997                           | -2,6                        | -2,3   | -0,4                            | 0,1                          | 0,0                 | 2,5                                  | 20,4                          | 11,0                                        | 4,7                        | 5,1                                                                     | 1,9                           | -2,5              | 8,4                             | 11,9                             |
| 1998                           | -2,3                        | -2,2   | -0,3                            | 0,1                          | 0,0                 | 2,4                                  | 20,0                          | 10,7                                        | 4,6                        | 5,1                                                                     | 1,8                           | -2,5              | 8,2                             | 11,8                             |
| 1999                           | -1,3                        | -1,6   | -0,1                            | 0,1                          | 0,4                 | 2,9                                  | 20,0                          | 10,7                                        | 4,7                        | 5,1                                                                     | 1,8                           | -2,5              | 8,2                             | 11,8                             |
| 2000                           | -1,0                        | -1,4   | -0,1                            | 0,1                          | 0,4                 | 3,1                                  | 20,0                          | 10,5                                        | 4,7                        | 5,2                                                                     | 1,8                           | -2,4              | 8,1                             | 11,9                             |
| Ampliación de la zona del euro |                             |        |                                 |                              |                     |                                      |                               |                                             |                            |                                                                         |                               |                   |                                 |                                  |
| 2001                           | -1,6                        | -1,6   | -0,4                            | 0,0                          | 0,3                 | 2,3                                  | 20,0                          | 10,5                                        | 4,7                        | 5,2                                                                     | 1,8                           | -2,3              | 8,1                             | 11,9                             |
| 2002                           | -2,3                        | -1,9   | -0,5                            | -0,1                         | 0,2                 | 1,5                                  | 20,3                          | 10,6                                        | 4,8                        | 5,3                                                                     | 1,8                           | -2,3              | 8,1                             | 12,2                             |

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

|      | BE   | DE   | GR   | ES   | FR   | IE   | IT   | LU  | NL   | AT   | PT   | FI  |
|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|------|------|-----|
|      | 1    | 2    | 3    | 4    | 5    | 6    | 7    | 8   | 9    | 10   | 11   | 12  |
| 1999 | -0,5 | -1,5 | -1,8 | -1,2 | -1,8 | 2,3  | -1,7 | 3,5 | 0,7  | -2,3 | -2,8 | 2,0 |
| 2000 | 0,1  | 1,1  | -1,9 | -0,8 | -1,4 | 4,3  | -0,6 | 6,1 | 2,2  | -1,5 | -2,8 | 6,9 |
| 2001 | 0,4  | -2,8 | -1,4 | -0,1 | -1,5 | 1,1  | -2,6 | 6,4 | 0,1  | 0,3  | -4,2 | 5,1 |
| 2002 | 0,0  | -3,6 | -1,2 | -0,1 | -3,1 | -0,1 | -2,3 | 2,6 | -1,1 | -0,6 | -2,7 | 4,7 |

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

1) Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por venta de licencias UMTS (Sistema Universal de Telefonía Móvil) en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen dichos ingresos es igual a 0,1). Las transacciones entre países e instituciones de la UE están incluidas y consolidadas. Las transacciones entre distintas administraciones no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye beneficios sociales, transferencias sociales en especie vía productores de mercado y transferencias a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

5) Se corresponde con el gasto en consumo final (P. 3) de las Administraciones Públicas en el SEC 95.

6) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

## Cuadro 7.2

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

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - deuda de las AAPP por instrumento financiero y sector tenedor

|                                | Total | Instrumento financiero |           |                       |                       | Tenedor                             |      |                              |                   |                                |
|--------------------------------|-------|------------------------|-----------|-----------------------|-----------------------|-------------------------------------|------|------------------------------|-------------------|--------------------------------|
|                                |       | Efectivo y depósitos   | Préstamos | Valores a corto plazo | Valores a largo plazo | Acreedores residentes <sup>2)</sup> |      |                              |                   | Otros acreedores <sup>3)</sup> |
|                                |       |                        |           |                       |                       | Total                               | IFM  | Otras sociedades financieras | Resto de sectores |                                |
|                                | 1     | 2                      | 3         | 4                     | 5                     | 6                                   | 7    | 8                            | 9                 | 10                             |
| 1993                           | 67,3  | 2,7                    | 17,0      | 10,0                  | 37,6                  | 52,5                                | 27,6 | 8,8                          | 16,2              | 14,8                           |
| 1994                           | 70,0  | 2,9                    | 16,1      | 10,3                  | 40,6                  | 55,8                                | 29,8 | 10,0                         | 16,0              | 14,2                           |
| 1995                           | 74,2  | 2,9                    | 17,7      | 9,9                   | 43,8                  | 58,3                                | 30,5 | 11,0                         | 16,8              | 15,9                           |
| 1996                           | 75,4  | 2,9                    | 17,2      | 9,9                   | 45,5                  | 58,9                                | 30,3 | 13,2                         | 15,4              | 16,5                           |
| 1997                           | 74,9  | 2,8                    | 16,3      | 8,9                   | 46,8                  | 56,9                                | 29,0 | 14,5                         | 13,4              | 17,9                           |
| 1998                           | 73,2  | 2,8                    | 15,1      | 7,9                   | 47,3                  | 53,4                                | 27,0 | 16,3                         | 10,2              | 19,8                           |
| 1999                           | 72,1  | 2,9                    | 14,2      | 6,9                   | 48,1                  | 49,8                                | 25,2 | 14,9                         | 9,7               | 22,3                           |
| 2000                           | 69,6  | 2,7                    | 13,0      | 6,2                   | 47,6                  | 45,9                                | 22,8 | 13,3                         | 9,8               | 23,6                           |
| 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                           | 69,1  | 2,5                    | 11,8      | 6,7                   | 48,0                  | 43,4                                | 21,7 | 12,1                         | 9,5               | 25,7                           |

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

|                                | Total | Emitido por <sup>1)</sup> |                 |              |                  | 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 participantes <sup>5)</sup> | Moneda no nacional | Otras monedas |
|                                |       |                           |                 |              |                  |                    |               |                          |                      |                  |               |                                             |                    |               |
|                                | 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                           | 69,1  | 57,5                      | 6,4             | 4,8          | 0,3              | 6,2                | 62,8          | 3,2                      | 15,7                 | 24,8             | 28,5          | 67,5                                        | -                  | 1,6           |

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

|      | BE    | DE   | GR    | ES   | FR   | IE   | IT    | LU  | NL   | AT   | PT   | FI   |
|------|-------|------|-------|------|------|------|-------|-----|------|------|------|------|
|      | 1     | 2    | 3     | 4    | 5    | 6    | 7     | 8   | 9    | 10   | 11   | 12   |
| 1999 | 114,9 | 61,2 | 105,1 | 63,1 | 58,5 | 49,3 | 114,9 | 6,0 | 63,1 | 67,5 | 54,3 | 47,0 |
| 2000 | 109,6 | 60,2 | 106,2 | 60,5 | 57,2 | 39,3 | 110,6 | 5,6 | 55,8 | 66,8 | 53,3 | 44,5 |
| 2001 | 108,5 | 59,5 | 107,0 | 56,9 | 56,8 | 36,8 | 109,5 | 5,6 | 52,8 | 67,3 | 55,6 | 43,8 |
| 2002 | 105,4 | 60,8 | 104,9 | 54,0 | 59,1 | 34,0 | 106,7 | 5,7 | 52,6 | 67,9 | 58,0 | 42,7 |

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda por países.

1) Los datos son, en parte, estimaciones. Deuda bruta consolidada de las AAPP en valor nominal a final de año. No están consolidadas las tenencias por otras administraciones.

2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.

3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.

4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.

5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

### Cuadro 7.3

#### Variaciones de la deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - variaciones en la deuda de las AAPP por su origen, instrumento financiero y sector tenedor

|                                | Total | Origen de la variación                                 |                                          |                                                     |                                       | Instrumento financiero  |           |                             |                          | Tenedor                                     |      |                                    |                                   |
|--------------------------------|-------|--------------------------------------------------------|------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------|-----------|-----------------------------|--------------------------|---------------------------------------------|------|------------------------------------|-----------------------------------|
|                                |       | Nece-<br>sidades de<br>financia-<br>ción <sup>2)</sup> | Efecto de<br>valoración<br><sup>3)</sup> | Otras<br>variaciones<br>en<br>volumen <sup>4)</sup> | Efecto<br>agregación<br><sup>5)</sup> | Efectivo y<br>depósitos | Préstamos | Valores a<br>corto<br>plazo | Valores a<br>largo plazo | Acree-<br>dores<br>residentes <sup>6)</sup> | IFM  | Otras<br>sociedades<br>financieras | Otros<br>acreedores <sup>7)</sup> |
|                                | 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                               | 3,2                               |
| 2000                           | 0,9   | 0,8                                                    | 0,1                                      | -0,1                                                | 0,0                                   | 0,0                     | -0,5      | -0,3                        | 1,7                      | -1,5                                        | -1,3 | -0,9                               | 2,4                               |
| 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

|                                | Variacio-<br>nes en la<br>deuda | Déficit(-) /<br>superávit<br>(+) <sup>8)</sup> | Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup> |                                                                                 |                         |                                                         |                |                                             |                      |                                 |      |                             |      | Otras<br>variaciones<br>en<br>volumen | Otros <sup>11)</sup> |
|--------------------------------|---------------------------------|------------------------------------------------|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|---------------------------------------------------------|----------------|---------------------------------------------|----------------------|---------------------------------|------|-----------------------------|------|---------------------------------------|----------------------|
|                                |                                 |                                                | Total                                      | Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP |                         |                                                         |                |                                             |                      | Efecto de<br>valoración         |      | Efecto<br>tipo de<br>cambio |      |                                       |                      |
|                                |                                 |                                                |                                            | Total                                                                           | Efectivo y<br>depósitos | Valores<br>distintos<br>de accio-<br>nes <sup>10)</sup> | Prés-<br>tamos | Acciones<br>y otras<br>participa-<br>ciones | Privatiza-<br>ciones | Aporta-<br>ciones de<br>capital |      |                             |      |                                       |                      |
|                                | 1                               | 2                                              | 3                                          | 4                                                                               | 5                       | 6                                                       | 7              | 8                                           | 9                    | 10                              | 11   | 12                          | 13   | 14                                    |                      |
| 1993                           | 8,0                             | -5,7                                           | 2,3                                        | 1,5                                                                             | 1,3                     | 0,2                                                     | 0,3            | -0,2                                        | -0,3                 | 0,1                             | 0,3  | 0,3                         | 0,1  | 0,3                                   |                      |
| 1994                           | 6,0                             | -5,1                                           | 0,9                                        | 0,0                                                                             | -0,2                    | 0,1                                                     | 0,3            | -0,1                                        | -0,4                 | 0,2                             | 0,2  | 0,0                         | 0,7  | 0,1                                   |                      |
| 1995                           | 7,8                             | -5,1                                           | 2,7                                        | 0,6                                                                             | 0,1                     | -0,1                                                    | 0,5            | 0,1                                         | -0,4                 | 0,2                             | 0,2  | 0,0                         | 2,2  | -0,3                                  |                      |
| 1996                           | 3,8                             | -4,3                                           | -0,5                                       | -0,2                                                                            | -0,1                    | 0,0                                                     | -0,1           | -0,1                                        | -0,3                 | 0,2                             | -0,2 | -0,1                        | 0,1  | -0,2                                  |                      |
| 1997                           | 2,3                             | -2,6                                           | -0,3                                       | -0,5                                                                            | 0,2                     | -0,1                                                    | 0,0            | -0,5                                        | -0,8                 | 0,3                             | 0,2  | 0,2                         | -0,2 | 0,2                                   |                      |
| 1998                           | 1,7                             | -2,3                                           | -0,6                                       | -0,5                                                                            | 0,1                     | 0,0                                                     | -0,1           | -0,6                                        | -0,8                 | 0,3                             | -0,2 | 0,0                         | 0,0  | 0,1                                   |                      |
| 1999                           | 1,7                             | -1,3                                           | 0,4                                        | -0,1                                                                            | 0,5                     | 0,1                                                     | 0,0            | -0,7                                        | -0,9                 | 0,2                             | 0,3  | 0,2                         | 0,1  | 0,1                                   |                      |
| 2000                           | 0,9                             | 0,1                                            | 1,0                                        | 0,9                                                                             | 0,7                     | 0,1                                                     | 0,2            | -0,2                                        | -0,4                 | 0,2                             | 0,1  | 0,0                         | -0,1 | 0,1                                   |                      |
| 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  | 0,5                                   |                      |
| 2002                           | 2,0                             | -2,3                                           | -0,2                                       | 0,2                                                                             | 0,3                     | 0,0                                                     | 0,1            | -0,2                                        | -0,4                 | 0,1                             | -0,1 | -0,1                        | -0,4 | 0,0                                   |                      |

Fuente: BCE.

1) Los datos son, en parte, estimaciones. Variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada expresada como porcentaje del PIB [deuda (t) – deuda (t-1)] ÷ PIB (t).

2) Las necesidades de financiación son, por definición, igual a las operaciones en deuda pública.

3) Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).

4) Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.

5) La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países debida a variaciones en los tipos de conversión antes de 1999.

6) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.

7) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

9) La diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresada como porcentaje del PIB.

10) Excluye derivados financieros.

11) Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (crédito comercial, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).

## 8 Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluidas las reservas)

**Cuadro 8.1**

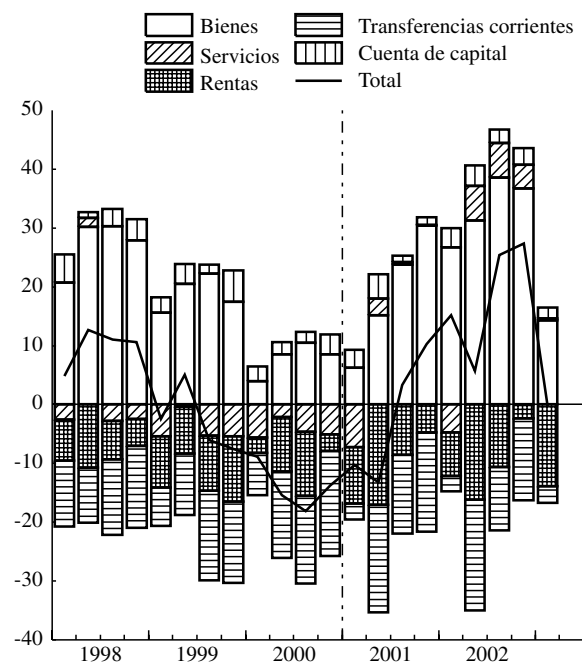
### Resumen de la balanza de pagos<sup>1)2)</sup>

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

|                                       | Cuenta corriente |        |           |       |                           | Cuenta de capital | Cuenta financiera |                   |                      |                       |                |                    | Errores y omisiones |
|---------------------------------------|------------------|--------|-----------|-------|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------------|-----------------------|----------------|--------------------|---------------------|
|                                       | Total            | Bienes | Servicios | Renta | Transferencias corrientes |                   | Total             | Inversión directa | Inversión de cartera | Derivados financieros | Otra inversión | Activos de reserva |                     |
|                                       | 1                | 2      | 3         | 4     | 5                         | 6                 | 7                 | 8                 | 9                    | 10                    | 11             | 12                 | 13                  |
| 1997                                  | 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                |
| 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                |
| 2003 I                                | -2,1             | 14,3   | 0,3       | -13,8 | -2,9                      | 1,9               | -26,3             | -6,1              | 14,4                 | 0,4                   | -47,0          | 12,0               | 26,6                |
| 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              | 8,9    | -0,1      | -2,6  | -3,0                      | -0,9              | -13,8             | 2,8               | -0,8                 | 1,0                   | -22,3          | 5,4                | 11,6                |
| Mar                                   | 1,2              | 4,6    | 0,8       | -1,2  | -3,1                      | 0,7               | 3,1               | -8,0              | 20,7                 | 0,4                   | -15,0          | 5,0                | -4,9                |

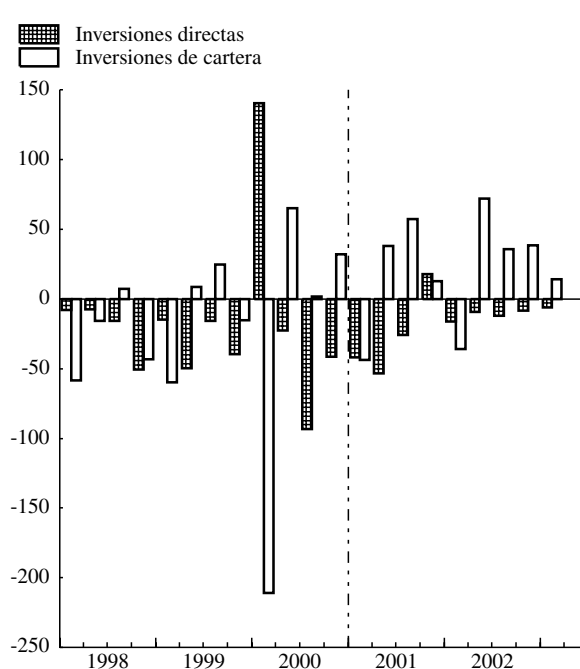
### Cuenta corriente y cuenta de capital

[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 capital<sup>1)</sup>

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

#### 1. Principales partidas

|                                       | Cuenta corriente |         |       |          |       |           |       |          |       |                           |       | Cuenta de capital |       |
|---------------------------------------|------------------|---------|-------|----------|-------|-----------|-------|----------|-------|---------------------------|-------|-------------------|-------|
|                                       | Total            |         |       | Bienes   |       | Servicios |       | Rentas   |       | Transferencias corrientes |       | Ingresos          | Pagos |
|                                       | Ingresos         | Pagos   | Neto  | Ingresos | Pagos | Ingresos  | Pagos | Ingresos | Pagos | Ingresos                  | Pagos |                   |       |
|                                       | 1                | 2       | 3     | 4        | 5     | 6         | 7     | 8        | 9     | 10                        | 11    | 12                | 13    |
| 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   |
| 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   |
| 2003 I                                | 410,6            | 412,7   | -2,1  | 252,0    | 237,7 | 74,2      | 73,9  | 52,7     | 66,5  | 31,6                      | 34,6  | 5,1               | 3,2   |
| 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                                   | 130,8            | 127,6   | 3,2   | 83,1     | 74,2  | 22,9      | 23,0  | 17,1     | 19,7  | 7,7                       | 10,7  | 1,5               | 2,4   |
| Mar                                   | 136,5            | 135,3   | 1,2   | 87,2     | 82,6  | 26,1      | 25,2  | 16,9     | 18,0  | 6,4                       | 9,5   | 1,0               | 0,3   |

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

|          | Cuenta corriente |            |           |               |            |               |            |               |            |                           |             |
|----------|------------------|------------|-----------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------------------|-------------|
|          | Total            |            |           | Bienes        |            | Servicios     |            | Rentas        |            | Transferencias corrientes |             |
|          | Ingresos<br>1    | Pagos<br>2 | Neto<br>3 | Ingresos<br>4 | Pagos<br>5 | Ingresos<br>6 | Pagos<br>7 | Ingresos<br>8 | Pagos<br>9 | Ingresos<br>10            | Pagos<br>11 |
| 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        |
| 2003 I   | 416,8            | 414,4      | 2,4       | 258,7         | 235,8      | 83,7          | 78,3       | 54,0          | 68,4       | 20,5                      | 31,9        |
| 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      | 140,1            | 138,2      | 1,9       | 87,7          | 77,9       | 27,2          | 25,8       | 18,5          | 23,4       | 6,7                       | 11,1        |
| Mar      | 133,2            | 134,9      | -1,7      | 82,4          | 79,3       | 28,2          | 26,4       | 16,0          | 19,5       | 6,6                       | 9,8         |

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<br>1 | Pagos<br>2 | Ingresos<br>3      | Pagos<br>4 | Ingresos<br>5          | Pagos<br>6 | Ingresos<br>7        | Pagos<br>8 | Ingresos<br>9          | Pagos<br>10 | Ingresos<br>11    | Pagos<br>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<br>13                     | Pagos<br>14 | Ingresos<br>15                | Pagos<br>16 | Ingresos<br>17                       | Pagos<br>18 | Ingresos<br>19                | Pagos<br>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 directas<sup>1)</sup>

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

|                                       | Por residentes en el exterior |                                                                 |                   |        |                                                                     |                   |        | Por no residentes en la zona del euro |                                                                 |                   |        |                                                                     |                   |        |
|---------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-------------------|--------|---------------------------------------------------------------------|-------------------|--------|---------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-------------------|--------|---------------------------------------------------------------------|-------------------|--------|
|                                       | Total                         | Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos |                   |        | Otro capital, principalmente, préstamos entre empresas relacionadas |                   |        | Total                                 | Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos |                   |        | Otro capital, principalmente, préstamos entre empresas relacionadas |                   |        |
|                                       | 1                             | Total                                                           | IFM <sup>2)</sup> | No IFM | Total                                                               | IFM <sup>2)</sup> | No IFM | 8                                     | Total                                                           | IFM <sup>2)</sup> | No IFM | Total                                                               | IFM <sup>2)</sup> | 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   |
| 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   |
| 2003 I                                | -31,7                         | -16,0                                                           | -1,9              | -14,1  | -15,7                                                               | -0,2              | -15,5  | 25,6                                  | 16,6                                                            | 1,1               | 15,5   | 9,0                                                                 | -0,3              | 9,3    |
| 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                                   | -5,4                          | -5,0                                                            | -0,6              | -4,4   | -0,4                                                                | 0,0               | -0,4   | 8,2                                   | 5,5                                                             | 1,1               | 4,5    | 2,7                                                                 | 0,0               | 2,7    |
| Mar                                   | -15,3                         | -4,3                                                            | -0,5              | -3,8   | -11,0                                                               | -0,1              | -10,9  | 7,3                                   | 2,7                                                             | -0,3              | 2,9    | 4,7                                                                 | -0,4              | 5,1    |

Fuente: BCE.

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

2) Excluido el Eurosistema.

## Cuadro 8.5

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

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

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

|                                       | Total   |         | Acciones y participaciones |         | Valores distintos de acciones |                      |                                    |         |                      |                                    |
|---------------------------------------|---------|---------|----------------------------|---------|-------------------------------|----------------------|------------------------------------|---------|----------------------|------------------------------------|
|                                       | Activos | Pasivos | Activos                    | Pasivos | Activos                       |                      |                                    | Pasivos |                      |                                    |
|                                       |         |         |                            |         | Total                         | Bonos y obligaciones | Instrumentos del mercado monetario | Total   | Bonos y obligaciones | Instrumentos del mercado monetario |
|                                       |         |         |                            |         |                               |                      |                                    |         |                      |                                    |
|                                       | 1       | 2       | 3                          | 4       | 5                             | 6                    | 7                                  | 8       | 9                    | 10                                 |
| 1998                                  | -363,3  | 253,3   | -116,2                     | 104,0   | -247,1                        | -238,9               | -8,2                               | 149,4   | 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                               |
| 2002 Q1                               | -75,0   | 39,2    | -32,1                      | 34,5    | -42,9                         | -21,9                | -21,0                              | 4,8     | 7,1                  | -2,3                               |
| Q2                                    | -54,2   | 126,5   | -13,9                      | 36,0    | -40,3                         | -25,3                | -15,0                              | 90,5    | 61,4                 | 29,1                               |
| Q3                                    | -19,8   | 55,5    | 12,7                       | 6,0     | -32,5                         | -17,3                | -15,2                              | 49,5    | 26,3                 | 23,2                               |
| Q4                                    | -23,7   | 62,1    | -7,5                       | 12,8    | -16,2                         | -13,5                | -2,7                               | 49,4    | 33,7                 | 15,6                               |
| 2003 Q1                               | -50,5   | 64,8    | 8,6                        | 8,1     | -59,1                         | -55,2                | -3,9                               | 56,7    | 49,6                 | 7,2                                |
| 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                                   | -20,5   | 19,7    | -0,1                       | 2,8     | -20,4                         | -22,4                | 2,0                                | 16,9    | 9,0                  | 7,9                                |
| Mar                                   | -7,3    | 28,0    | 6,7                        | -8,8    | -14,0                         | -15,9                | 1,8                                | 36,8    | 36,2                 | 0,6                                |

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

|                                       | Acciones y participaciones |                   |        |      |                   | Valores distintos de acciones |                   |        |      |                   |                                    |                   |        |      |                   |
|---------------------------------------|----------------------------|-------------------|--------|------|-------------------|-------------------------------|-------------------|--------|------|-------------------|------------------------------------|-------------------|--------|------|-------------------|
|                                       |                            |                   |        |      |                   | Bonos y obligaciones          |                   |        |      |                   | Instrumentos del mercado monetario |                   |        |      |                   |
|                                       |                            |                   |        |      |                   |                               |                   |        |      |                   |                                    |                   |        |      |                   |
|                                       |                            |                   |        |      |                   |                               |                   |        |      |                   |                                    |                   |        |      |                   |
|                                       | Eurosiste-<br>ma           | IFM <sup>3)</sup> | No IFM |      |                   | Eurosiste-<br>ma              | IFM <sup>3)</sup> | No IFM |      |                   | Eurosiste-<br>ma                   | IFM <sup>3)</sup> | No IFM |      |                   |
|                                       | 1                          | 2                 | Total  | AAPP | Otros<br>sectores | 6                             | 7                 | Total  | AAPP | Otros<br>sectores | 11                                 | 12                | Total  | AAPP | Otros<br>sectores |
| 1999                                  | 0,1                        | -1,5              | -155,1 | -2,1 | -153,0            | 0,1                           | -15,4             | -139,6 | -1,7 | -137,9            | 0,9                                | -8,1              | 7,3    | -0,1 | 7,5               |
| 2000                                  | -0,1                       | -4,3              | -281,6 | -2,6 | -278,9            | -1,9                          | -46,3             | -66,1  | -1,5 | -64,6             | 2,2                                | -15,5             | 4,6    | -1,0 | 5,5               |
| <i>Ampliación de la zona del euro</i> |                            |                   |        |      |                   |                               |                   |        |      |                   |                                    |                   |        |      |                   |
| 2001                                  | -0,4                       | 3,8               | -111,8 | -2,1 | -109,8            | 1,9                           | -71,1             | -90,9  | -1,2 | -89,6             | -2,3                               | -34,5             | 14,3   | -0,2 | 14,5              |
| 2002                                  | -0,3                       | -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 | -20,1             |
| 2002 Q1                               | 0,0                        | -4,8              | -27,3  | -1,4 | -25,8             | 0,4                           | -4,7              | -17,5  | -0,5 | -17,0             | 0,8                                | -13,0             | -8,8   | -1,1 | -7,7              |
| Q2                                    | -0,1                       | -3,7              | -10,1  | -2,0 | -8,1              | 2,4                           | -2,3              | -25,4  | 0,2  | -25,6             | 0,0                                | -1,9              | -13,1  | -0,1 | -13,0             |
| Q3                                    | -0,1                       | 2,8               | 10,0   | -0,6 | 10,6              | -1,1                          | -2,9              | -13,3  | -0,3 | -13,0             | 0,9                                | -13,3             | -2,7   | 0,2  | -3,0              |
| Q4                                    | -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  | 3,5               |
| 2003 Q1                               | -0,1                       | -2,7              | 11,5   | .    | .                 | 0,2                           | -23,5             | -32,0  | .    | .                 | -1,5                               | -2,5              | 0,1    | .    | .                 |
| 2002 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             | -13,3  | .    | .                 | -0,9                               | -0,3              | 3,2    | .    | .                 |
| Mar                                   | 0,0                        | -3,3              | 10,0   | .    | .                 | -0,7                          | -0,7              | -14,5  | .    | .                 | -0,2                               | 8,6               | -6,6   | .    | .                 |

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<sup>1) 2)</sup>

|                                       | Total        |              | Eurosistema  |              | AAPP         |              | IFM (excluido el Eurosistema) |              |               |               |               |               | Otros sectores |               |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
|                                       | Activos<br>1 | Pasivos<br>2 | Activos<br>3 | Pasivos<br>4 | Activos<br>5 | Pasivos<br>6 | Total                         |              | A largo plazo |               | A corto plazo |               | Activos<br>13  | Pasivos<br>14 |
|                                       |              |              |              |              |              |              | Activos<br>7                  | Pasivos<br>8 | Activos<br>9  | Pasivos<br>10 | Activos<br>11 | Pasivos<br>12 |                |               |
| 1998                                  | -81,5        | 205,6        | -0,7         | 3,5          | -1,0         | -6,1         | -22,6                         | 192,4        | -37,6         | 40,4          | 15,0          | 152,0         | -57,1          | 15,9          |
| 1999                                  | -31,8        | 192,7        | -1,9         | 6,6          | 3,3          | -13,0        | 16,3                          | 161,2        | -47,2         | 53,8          | 63,5          | 107,4         | -49,4          | 37,9          |
| 2000                                  | -179,0       | 359,8        | -1,1         | 0,9          | -2,2         | 0,7          | -130,4                        | 288,8        | -50,0         | 52,5          | -80,4         | 236,3         | -45,4          | 69,5          |
| <i>Ampliación de la zona del euro</i> |              |              |              |              |              |              |                               |              |               |               |               |               |                |               |
| 2001                                  | -250,2       | 249,0        | 0,6          | 4,4          | 2,9          | -0,5         | -227,6                        | 233,5        | -45,3         | 22,4          | -182,3        | 211,1         | -26,1          | 11,6          |
| 2002                                  | -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          |
| 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          |
| 2003 I                                | -111,0       | 64,0         | -0,6         | -4,4         | -1,7         | -9,2         | -57,5                         | 58,7         | -8,7          | 17,5          | -48,7         | 41,2          | -51,3          | 18,9          |
| 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                                   | -82,8        | 60,4         | -0,5         | -2,0         | -3,8         | -2,9         | -55,2                         | 54,6         | -4,3          | 6,1           | -50,9         | 48,4          | -23,3          | 10,8          |
| Mar                                   | -18,7        | 3,7          | -0,5         | 0,0          | 4,5          | -0,1         | -8,8                          | 0,7          | -2,4          | 2,1           | -6,4          | -1,4          | -13,9          | 3,1           |

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

##### 2.1. Eurosistema

|                                       | Préstamos/efectivo y depósitos |              |            | Otros activos/pasivos |              |            |
|---------------------------------------|--------------------------------|--------------|------------|-----------------------|--------------|------------|
|                                       | Activos<br>1                   | Pasivos<br>2 | Saldo<br>3 | Activos<br>4          | Pasivos<br>5 | Saldo<br>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.

## Cuadro 8.6 (cont.)

### Balanza de pagos: cuenta de otras inversiones y activos de reserva

(mm de euros; flujos netos)

#### 2.2. Administraciones Públicas

|                                       | Créditos comerciales |         |       | Préstamos/efectivo y depósitos |         |       | Otros activos/pasivos |         |       |
|---------------------------------------|----------------------|---------|-------|--------------------------------|---------|-------|-----------------------|---------|-------|
|                                       | Activos              | 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 reserva<sup>1)</sup>

|                                | 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

## Presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro<sup>1)</sup>

(mm de euros)

|                                | Cuenta corriente y cuenta de capital | Inversiones directas                              |                                                           | Inversiones de cartera |                                          |                                             | Otras inversiones |                | Derivados Financieros | Errores y omisiones | Total <sup>5)</sup> | Pro memoria: operaciones en la contrapartida exterior de M3 <sup>6)</sup> |
|--------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------|------------------------------------------|---------------------------------------------|-------------------|----------------|-----------------------|---------------------|---------------------|---------------------------------------------------------------------------|
|                                |                                      | Por unidades residentes en el extranjero (no IFM) | Por unidades residentes en la zona del euro <sup>2)</sup> | Activos No IFM         | Pasivos                                  |                                             | Activos No IFM    | Pasivos No IFM |                       |                     |                     |                                                                           |
|                                |                                      |                                                   |                                                           |                        | Acciones y participaciones <sup>3)</sup> | Valores distintos de acciones <sup>4)</sup> |                   |                |                       |                     |                     |                                                                           |
|                                | 1                                    | 2                                                 | 3                                                         | 4                      | 5                                        | 6                                           | 7                 | 8              | 9                     | 10                  | 11                  | 12                                                                        |
| 2000                           | -56,2                                | -408,0                                            | 426,7                                                     | -343,1                 | 37,2                                     | 209,8                                       | -47,6             | 70,2           | -3,4                  | -10,7               | -125,1              | 142,0                                                                     |
| 2000 I                         | -8,9                                 | -68,4                                             | 217,6                                                     | -129,2                 | -103,3                                   | 38,2                                        | -40,3             | 10,6           | 1,3                   | -35,8               | -118,1              | 118,1                                                                     |
| II                             | -15,4                                | -88,8                                             | 71,6                                                      | -66,7                  | 66,9                                     | 70,8                                        | -5,5              | 4,1            | 4,4                   | 3,7                 | 45,2                | -35,6                                                                     |
| III                            | -18,1                                | -121,4                                            | 40,3                                                      | -75,1                  | 28,9                                     | 55,6                                        | -12,3             | 38,3           | 0,1                   | 23,2                | -40,4               | 52,0                                                                      |
| IV                             | -13,8                                | -129,4                                            | 97,1                                                      | -72,1                  | 44,7                                     | 45,2                                        | 10,5              | 17,1           | -9,3                  | -1,9                | -11,8               | 7,4                                                                       |
| Ampliación de la zona del euro |                                      |                                                   |                                                           |                        |                                          |                                             |                   |                |                       |                     |                     |                                                                           |
| 2001                           | -9,8                                 | -244,7                                            | 155,7                                                     | -188,4                 | 173,0                                    | 83,7                                        | -23,2             | 11,1           | -3,5                  | 34,7                | -11,4               | 4,7                                                                       |
| 2002                           | 73,5                                 | -155,5                                            | 128,3                                                     | -126,6                 | 52,4                                     | 183,8                                       | -55,9             | 8,1            | -13,9                 | 64,3                | 158,4               | -168,8                                                                    |
| 2001 I                         | -10,3                                | -72,9                                             | 35,4                                                      | -46,0                  | 1,7                                      | 22,4                                        | 2,8               | -12,1          | 1,4                   | -32,5               | -110,1              | 105,9                                                                     |
| II                             | -13,2                                | -91,2                                             | 43,2                                                      | -70,1                  | 89,6                                     | 5,1                                         | 0,8               | 9,5            | 12,0                  | -2,0                | -16,3               | 18,2                                                                      |
| III                            | 3,4                                  | -56,1                                             | 31,3                                                      | -22,9                  | 42,0                                     | 27,9                                        | -3,5              | 11,9           | -10,3                 | 47,4                | 71,0                | -75,9                                                                     |
| IV                             | 10,3                                 | -24,6                                             | 45,8                                                      | -49,4                  | 39,7                                     | 28,3                                        | -23,2             | 1,8            | -6,6                  | 21,8                | 43,9                | -43,4                                                                     |
| 2002 I                         | 15,2                                 | -53,0                                             | 39,5                                                      | -53,6                  | 15,2                                     | 3,9                                         | 1,6               | -2,7           | 2,5                   | -6,9                | -38,4               | 30,9                                                                      |
| II                             | 5,7                                  | -40,7                                             | 37,7                                                      | -48,6                  | 38,5                                     | 83,7                                        | -14,3             | 6,2            | -2,8                  | 14,1                | 79,4                | -77,9                                                                     |
| III                            | 25,3                                 | -27,2                                             | 19,9                                                      | -6,0                   | -4,7                                     | 56,6                                        | -27,4             | -7,1           | -9,6                  | 24,9                | 44,7                | -34,9                                                                     |
| IV                             | 27,3                                 | -34,7                                             | 31,2                                                      | -18,4                  | 3,4                                      | 39,6                                        | -15,8             | 11,7           | -3,9                  | 32,2                | 72,6                | -86,9                                                                     |
| 2003 I                         | -0,3                                 | -29,6                                             | 25,9                                                      | -20,4                  | 11,1                                     | 52,0                                        | -52,9             | 9,7            | 0,4                   | 26,6                | 22,5                | -33,0                                                                     |

Fuente: BCE.

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

2) Incluidas todas las operaciones del sector no IFM, así como las operaciones del sector IFM en acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos.

3) Excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario.

4) Excluidos los valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por las IFM de la zona del euro.

5) Suma de las columnas 1 a 10; los errores y omisiones (columna 10) son los que figuran en el cuadro 8.1 (columna 13) del Boletín Mensual; el resto de las diferencias (en valores absolutos) con la columna 12 se explican en una nota metodológica que puede consultarse en la sección de estadísticas del sitio web del BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

6) Fuente: Boletín Mensual, cuadro 2.4.6, columna 9.

## Cuadro 8.8

### Posición de inversión internacional<sup>1)</sup> y activos de reserva

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

#### 1. Posición de inversión internacional: Resumen

|                                                                 | Total   |                            | Inversiones directas | Inversiones de cartera | Derivados financieros | Otras inversiones | Activos de reserva |
|-----------------------------------------------------------------|---------|----------------------------|----------------------|------------------------|-----------------------|-------------------|--------------------|
|                                                                 | 1       | En porcentaje del PIB<br>2 | 3                    | 4                      | 5                     | 6                 | 7                  |
| <b>Posición de inversión internacional neta<sup>2) 3)</sup></b> |         |                            |                      |                        |                       |                   |                    |
| 1997                                                            | 16,3    | 0,3                        | 181,5                | -750,5                 | -5,9                  | 223,8             | 367,3              |
| 1998                                                            | -170,1  | -2,8                       | 152,0                | -748,5                 | 2,3                   | 86,5              | 337,6              |
| 1999                                                            | -297,3  | -4,7                       | 369,6                | -881,2                 | 16,0                  | -183,9            | 382,2              |
| 2000                                                            | -414,7  | -6,3                       | 428,4                | -804,9                 | 8,5                   | -437,2            | 390,4              |
| 2001                                                            | -152,2  | -2,2                       | 530,7                | -682,7                 | -5,9                  | -387,0            | 392,7              |
| <b>Activos</b>                                                  |         |                            |                      |                        |                       |                   |                    |
| 1999                                                            | 5.796,7 | 92,5                       | 1.174,5              | 2.058,1                | 111,1                 | 2.070,8           | 382,2              |
| 2000                                                            | 6.740,0 | 102,5                      | 1.609,7              | 2.344,1                | 117,9                 | 2.277,9           | 390,4              |
| 2001                                                            | 7.459,4 | 109,3                      | 1.859,9              | 2.499,8                | 123,7                 | 2.583,4           | 392,7              |
| <b>Pasivos</b>                                                  |         |                            |                      |                        |                       |                   |                    |
| 1999                                                            | 6.094,0 | 97,2                       | 804,9                | 2.939,3                | 95,1                  | 2.254,7           | -                  |
| 2000                                                            | 7.154,7 | 108,9                      | 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 <sup>4)</sup> | No IFM  | Total                                                                | IFM <sup>4)</sup> | No IFM | Total                                                           | IFM <sup>4)</sup> | No IFM | Total                                                                | IFM <sup>4)</sup> | No IFM |
|      | 1                                                               | 2                 | 3       | 4                                                                    | 5                 | 6      | 7                                                               | 8                 | 9      | 10                                                                   | 11                | 12     |
| 1999 | 938,7                                                           | 85,7              | 853,0   | 235,8                                                                | 1,8               | 234,0  | 606,3                                                           | 24,3              | 582,0  | 198,6                                                                | 1,7               | 196,9  |
| 2000 | 1.256,0                                                         | 115,9             | 1.140,1 | 353,7                                                                | 2,3               | 351,3  | 880,6                                                           | 31,8              | 848,8  | 300,7                                                                | 1,8               | 298,9  |
| 2001 | 1.478,4                                                         | 132,0             | 1.346,4 | 381,5                                                                | 2,6               | 378,9  | 985,6                                                           | 42,4              | 943,2  | 343,6                                                                | 2,6               | 341,0  |

#### 3.1. Inversiones de cartera, por 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 |                    |                      |      |                |                                    |                    |        |      |                |
|------|----------------------------|--------------------|---------|------|----------------|-------------------------------|--------------------|----------------------|------|----------------|------------------------------------|--------------------|--------|------|----------------|
|      | Eurosis-tema               | IFM <sup>(4)</sup> | No IFM  |      |                | Eurosis-tema                  | IFM <sup>(4)</sup> | Bonos y obligaciones |      |                | Instrumentos del mercado monetario |                    |        |      |                |
|      |                            |                    |         |      |                |                               |                    | No IFM               |      |                | Eurosis-tema                       | IFM <sup>(4)</sup> | 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 Europeo<sup>1)</sup>

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

|                                     | Activos de reserva |               |         |                             |                                |                      |                      |      |                                        |           |       |                            |               | Pro memoria:<br>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 |               |                                                                                              |                       |
|                                     |                    | 1             | 2       |                             |                                |                      | 3                    | 4    |                                        |           |       |                            |               |                                                                                              |                       |
| Eurosistema <sup>3)</sup>           |                    |               |         |                             |                                |                      |                      |      |                                        |           |       |                            |               |                                                                                              |                       |
| 1998 Dic <sup>4)</sup>              | 329,4              | 99,6          | 404,131 | 5,2                         | 23,4                           | 201,2                | 12,6                 | 19,6 | 169,0                                  | 0,0       | 116,6 | 52,4                       | 0,0           | 0,0                                                                                          | 7,6                   |
| 1999 Dic                            | 372,1              | 116,4         | 402,758 | 4,5                         | 24,3                           | 226,9                | 13,5                 | 23,0 | 190,7                                  | 0,0       | 133,9 | 56,8                       | -0,2          | 0,0                                                                                          | 14,6                  |
| 2000 Dic                            | 377,2              | 117,1         | 399,537 | 4,3                         | 20,8                           | 235,0                | 9,7                  | 20,1 | 204,4                                  | 0,0       | 154,0 | 50,4                       | 0,7           | 0,0                                                                                          | 15,8                  |
| 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                                 | 339,1              | 122,3         | 397,765 | 4,7                         | 24,4                           | 187,7                | 7,9                  | 36,4 | 142,8                                  | -         | -     | -                          | 0,6           | 0,0                                                                                          | 18,9                  |
| Abr                                 | 332,4              | 119,9         | 396,324 | 4,5                         | 25,0                           | 183,1                | 7,6                  | 33,6 | 141,0                                  | -         | -     | -                          | 0,9           | 0,0                                                                                          | 18,4                  |
| Banco Central Europeo <sup>5)</sup> |                    |               |         |                             |                                |                      |                      |      |                                        |           |       |                            |               |                                                                                              |                       |
| 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                   |
| Abr                                 | 40,7               | 7,5           | 24,656  | 0,2                         | 0,0                            | 33,1                 | 0,9                  | 6,8  | 25,4                                   | -         | -     | -                          | 0,0           | 0,0                                                                                          | 2,5                   |

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<sup>1) 2)</sup>

(sin desestacionalizar, salvo indicación en contrario)

|                                                                                          | Exportaciones de bienes (f.o.b.) |                  |                   |       |                               | Importaciones de bienes (c.i.f.) |                  |                   |       |               |          | Total (d)<br>(2000=100) |                |
|------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|------------------|-------------------|-------|-------------------------------|----------------------------------|------------------|-------------------|-------|---------------|----------|-------------------------|----------------|
|                                                                                          | Total                            |                  |                   |       | Pro memoria:<br>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                                                                                     | 1.077,0                          | 493,3            | 226,8             | 302,5 | 938,5                         | 974,6                            | 547,4            | 160,2             | 228,4 | 707,5         | 102,6    | 107,9                   | 95,3           |
| 2002 I                                                                                   | 258,9                            | 119,3            | 53,6              | 72,9  | 226,2                         | 239,8                            | 135,2            | 39,3              | 55,9  | 176,0         | 22,7     | 107,6                   | 94,3           |
| II                                                                                       | 273,3                            | 127,8            | 57,5              | 74,6  | 238,6                         | 248,9                            | 142,0            | 40,5              | 57,2  | 181,0         | 25,8     | 108,1                   | 96,1           |
| III                                                                                      | 266,9                            | 121,3            | 55,2              | 76,1  | 232,5                         | 234,3                            | 131,2            | 37,7              | 56,5  | 170,7         | 26,0     | 108,3                   | 95,0           |
| IV                                                                                       | 277,9                            | 124,8            | 60,5              | 78,8  | 241,2                         | 251,5                            | 139,0            | 42,8              | 58,8  | 179,8         | 28,1     | 107,5                   | 96,0           |
| 2003 I                                                                                   | 253,4                            | 116,1            | 51,4              | 71,2  | 220,0                         | 247,8                            | 139,2            | 39,3              | 56,8  | 177,6         | 28,7     | 104,8                   | 96,8           |
| 2002 Oct                                                                                 | 99,7                             | 45,0             | 20,7              | 29,4  | 86,8                          | 90,1                             | 50,9             | 14,6              | 21,3  | 64,8          | 10,2     | 107,6                   | 96,6           |
| Nov                                                                                      | 93,4                             | 41,9             | 20,2              | 26,8  | 81,2                          | 83,8                             | 46,0             | 14,9              | 19,5  | 60,5          | 8,5      | 109,1                   | 96,9           |
| Dic                                                                                      | 84,9                             | 37,9             | 19,6              | 22,7  | 73,2                          | 77,6                             | 42,2             | 13,3              | 18,1  | 54,5          | 9,4      | 105,8                   | 94,4           |
| 2003 Ene                                                                                 | 82,2                             | 38,1             | 16,0              | 23,3  | 71,1                          | 83,3                             | 46,6             | 13,5              | 19,2  | 59,1          | 10,1     | 107,2                   | 97,1           |
| Feb                                                                                      | 84,0                             | 38,3             | 16,8              | 24,0  | 73,1                          | 78,9                             | 44,9             | 11,4              | 18,2  | 55,6          | 9,5      | 107,2                   | 96,4           |
| Mar                                                                                      | 87,2                             | 39,7             | 18,7              | 23,9  | 75,8                          | 85,6                             | 47,7             | 14,4              | 19,4  | 62,8          | 9,2      | 100,1                   | 96,9           |
| En términos reales (tasas de variación interanuales; 2000=100 para las columnas 12 y 13) |                                  |                  |                   |       |                               |                                  |                  |                   |       |               |          |                         |                |
| 1999                                                                                     | 2,2                              | 2,8              | -0,8              | 3,3   | 1,4                           | 6,1                              | 3,5              | 12,9              | 7,7   | 7,1           | 6,0      | 89,3                    | 95,2           |
| 2000                                                                                     | 12,4                             | 12,5             | 12,7              | 12,7  | 13,6                          | 5,9                              | 6,8              | 11,7              | 4,5   | 8,9           | 4,7      | 100,0                   | 100,0          |
| 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                   | 98,8           |
| 2002                                                                                     | 1,8                              | 1,0              | -3,5              | 4,3   | 1,2                           | -1,5                             | -2,5             | -8,2              | 1,6   | -2,7          | -1,5     | 107,3                   | 97,2           |
| 2002 I                                                                                   | -2,3                             | -3,8             | -7,1              | 1,9   | -3,0                          | -6,1                             | -6,1             | -17,9             | -1,0  | -8,8          | -1,3     | 106,3                   | 96,6           |
| 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                   | 97,6           |
| 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                   | 97,2           |
| IV                                                                                       | 2,3                              | 1,8              | -4,0              | 4,2   | 1,6                           | 0,4                              | -1,9             | -4,2              | 3,0   | 0,0           | -0,9     | 107,2                   | 97,4           |
| 2003 I                                                                                   | .                                | .                | .                 | .     | .                             | .                                | .                | .                 | .     | .             | .        | .                       | .              |
| 2002 Oct                                                                                 | 1,6                              | 1,9              | -6,0              | 5,8   | 0,6                           | 0,9                              | 0,5              | -3,8              | 3,9   | 0,6           | 2,0      | 106,8                   | 97,9           |
| Nov                                                                                      | 2,4                              | 1,4              | -0,2              | 5,4   | 2,4                           | -2,2                             | -4,7             | -1,8              | -0,3  | -3,1          | -1,0     | 108,3                   | 98,4           |
| Dic                                                                                      | 5,0                              | 6,1              | -1,2              | 5,6   | 3,7                           | 4,5                              | 1,2              | 0,5               | 9,1   | 4,2           | 2,6      | 106,4                   | 95,9           |
| 2003 Ene                                                                                 | 3,6                              | 2,4              | -0,1              | 5,1   | 2,8                           | 2,2                              | -2,7             | 13,8              | 4,6   | 4,0           | -4,6     | 108,8                   | 98,5           |
| Feb                                                                                      | 1,9                              | 0,6              | 0,1               | 1,8   | 1,5                           | 1,7                              | 0,1              | -4,1              | 3,4   | 2,3           | -1,5     | 109,4                   | 99,5           |
| Mar                                                                                      | .                                | .                | .                 | .     | .                             | .                                | .                | .                 | .     | .             | .        | .                       | .              |
| 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                                                           |                                  |                  |                   |       |                               |                                  |                  |                   |       |               |          |                         |                |
| 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             | -0,2              | -1,0  | -1,6          | -3,7     | 100,3                   | 97,8           |
| 2002 I                                                                                   | 0,9                              | -0,5             | 1,5               | 2,9   | 0,9                           | -3,4                             | -5,7             | -0,6              | 1,1   | -0,6          | -16,8    | 101,1                   | 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           |
| 2003 I                                                                                   | .                                | .                | .                 | .     | .                             | .                                | .                | .                 | .     | .             | .        | .                       | .              |
| 2002 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                             | -2,1             | -2,8              | -2,5  | -2,7                          | 1,4                              | 4,6              | -6,0              | -1,7  | -2,6          | 32,4     | 98,6                    | 98,3           |
| Feb                                                                                      | -2,4                             | -1,5             | -2,5              | -3,5  | -2,6                          | 0,2                              | 4,1              | -6,4              | -4,3  | -3,9          | 33,8     | 98,8                    | 97,5           |
| Mar                                                                                      | .                                | .                | .                 | .     | .                             | .                                | .                | .                 | .     | .             | .        | .                       | .              |

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 geográficas<sup>1)</sup>

(mm de euros; sin desestacionalizar, salvo indicación en contrario)

|                                | Total   | Total<br>(d) | Reino<br>Unido | Suecia | Dinamarca | Países<br>candidatos | Suiza | Estados<br>Unidos | Japón | Asia excl<br>Japón | África | América<br>Latina | Otros<br>países |
|--------------------------------|---------|--------------|----------------|--------|-----------|----------------------|-------|-------------------|-------|--------------------|--------|-------------------|-----------------|
|                                | 1       | 2            | 3              | 4      | 5         | 6                    | 7     | 8                 | 9     | 10                 | 11     | 12                | 13              |
| Exportaciones (f.o.b.)         |         |              |                |        |           |                      |       |                   |       |                    |        |                   |                 |
| 1999                           | 832,8   | -            | 161,4          | 33,1   | 21,1      | 77,3                 | 56,1  | 135,1             | 26,8  | 119,2              | 48,4   | 39,1              | 113,6           |
| 2000                           | 1.013,7 | -            | 189,7          | 38,8   | 23,2      | 94,6                 | 63,4  | 171,4             | 34,2  | 151,6              | 56,1   | 46,7              | 141,6           |
| Ampliación de la zona del euro |         |              |                |        |           |                      |       |                   |       |                    |        |                   |                 |
| 2001                           | 1.060,8 | -            | 201,9          | 36,9   | 24,3      | 105,9                | 66,3  | 180,0             | 34,5  | 165,3              | 60,3   | 49,8              | 135,6           |
| 2002                           | 1.077,0 | -            | 203,9          | 36,8   | 24,7      | 112,0                | 63,9  | 181,6             | 32,6  | 170,3              | 59,8   | 43,1              | 148,4           |
| 2002 I                         | 258,9   | 269,3        | 51,9           | 9,1    | 6,0       | 26,3                 | 15,9  | 44,7              | 7,9   | 39,4               | 14,1   | 10,2              | 33,2            |
| II                             | 273,3   | 270,7        | 51,5           | 9,3    | 6,2       | 28,7                 | 16,2  | 45,9              | 7,8   | 42,9               | 15,6   | 11,3              | 37,8            |
| III                            | 266,9   | 271,0        | 50,2           | 8,4    | 6,0       | 27,8                 | 15,7  | 44,3              | 8,3   | 43,0               | 14,9   | 10,6              | 37,8            |
| IV                             | 277,9   | 269,1        | 50,2           | 9,9    | 6,5       | 29,2                 | 16,1  | 46,6              | 8,6   | 45,1               | 15,2   | 11,0              | 39,6            |
| 2003 I                         | 253,4   | 262,4        | .              | .      | .         | .                    | .     | .                 | .     | .                  | .      | .                 | .               |
| 2002 Oct                       | 99,7    | 89,8         | 18,0           | 3,7    | 2,3       | 10,8                 | 5,8   | 17,1              | 3,1   | 15,7               | 5,3    | 4,2               | 13,8            |
| Nov                            | 93,4    | 91,0         | 17,3           | 3,5    | 2,3       | 10,0                 | 5,5   | 15,7              | 2,9   | 14,5               | 4,8    | 3,4               | 13,5            |
| Dic                            | 84,9    | 88,3         | 14,9           | 2,8    | 1,9       | 8,4                  | 4,7   | 13,8              | 2,6   | 14,9               | 5,0    | 3,4               | 12,4            |
| 2003 Ene                       | 82,2    | 89,4         | 15,4           | 3,0    | 1,9       | 8,9                  | 5,3   | 14,2              | 2,5   | 12,2               | 4,5    | 3,1               | .               |
| Feb                            | 84,0    | 89,4         | 15,8           | 3,1    | 2,0       | 9,1                  | 5,5   | 13,6              | 2,7   | 13,3               | 4,3    | 3,0               | .               |
| Mar                            | 87,2    | 83,5         | .              | .      | .         | .                    | .     | .                 | .     | .                  | .      | .                 | .               |
| % variación sobre año anterior |         |              |                |        |           |                      |       |                   |       |                    |        |                   |                 |
| 2003 Mar                       | -6,3    | -            | .              | .      | .         | .                    | .     | .                 | .     | .                  | .      | .                 | .               |
| 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              | 95,4            |
| 2000                           | 1.008,4 | -            | 156,6          | 38,0   | 21,8      | 76,8                 | 49,8  | 140,7             | 65,5  | 211,6              | 72,2   | 39,7              | 134,0           |
| Ampliación de la zona del euro |         |              |                |        |           |                      |       |                   |       |                    |        |                   |                 |
| 2001                           | 1.011,1 | -            | 154,0          | 34,3   | 21,3      | 88,8                 | 52,9  | 138,1             | 58,6  | 207,9              | 74,0   | 40,9              | 140,3           |
| 2002                           | 974,6   | -            | 144,8          | 34,0   | 21,6      | 93,5                 | 51,9  | 125,1             | 52,5  | 203,8              | 68,4   | 39,1              | 139,9           |
| 2002 I                         | 239,8   | 241,5        | 36,3           | 8,2    | 5,1       | 22,2                 | 12,7  | 33,0              | 12,8  | 49,2               | 17,8   | 9,3               | 33,2            |
| II                             | 248,9   | 246,0        | 37,7           | 8,8    | 5,2       | 23,9                 | 13,6  | 32,9              | 13,5  | 48,8               | 17,1   | 10,7              | 36,6            |
| III                            | 234,3   | 243,2        | 33,8           | 7,9    | 5,2       | 22,6                 | 12,3  | 28,7              | 12,6  | 51,2               | 16,2   | 9,9               | 33,9            |
| IV                             | 251,5   | 245,6        | 37,0           | 9,1    | 6,1       | 24,7                 | 13,3  | 30,5              | 13,5  | 54,6               | 17,2   | 9,3               | 36,2            |
| 2003 I                         | 247,8   | 247,8        | .              | .      | .         | .                    | .     | .                 | .     | .                  | .      | .                 | .               |
| 2002 Oct                       | 90,1    | 82,4         | 12,6           | 3,2    | 2,0       | 9,0                  | 4,9   | 10,9              | 4,9   | 19,6               | 6,4    | 3,7               | 12,8            |
| Nov                            | 83,8    | 82,7         | 12,4           | 3,0    | 2,1       | 8,4                  | 4,4   | 10,6              | 4,6   | 18,2               | 5,4    | 2,9               | 11,8            |
| Dic                            | 77,6    | 80,5         | 12,0           | 2,8    | 2,0       | 7,4                  | 4,0   | 9,0               | 4,0   | 16,7               | 5,4    | 2,6               | 11,6            |
| 2003 Ene                       | 83,3    | 82,9         | 10,9           | 2,7    | 1,9       | 8,0                  | 4,1   | 9,8               | 4,6   | 18,7               | 6,2    | 3,0               | .               |
| Feb                            | 78,9    | 82,3         | 11,2           | 2,9    | 1,9       | 7,9                  | 4,2   | 8,8               | 4,1   | 17,0               | 6,0    | 2,7               | .               |
| Mar                            | 85,6    | 82,7         | .              | .      | .         | .                    | .     | .                 | .     | .                  | .      | .                 | .               |
| % variación sobre año anterior |         |              |                |        |           |                      |       |                   |       |                    |        |                   |                 |
| 2003 Mar                       | 4,3     | -            | .              | .      | .         | .                    | .     | .                 | .     | .                  | .      | .                 | .               |
| Saldo                          |         |              |                |        |           |                      |       |                   |       |                    |        |                   |                 |
| 1999                           | 51,6    | -            | 30,4           | -0,1   | 2,6       | 17,4                 | 12,9  | 21,9              | -27,1 | -32,6              | -0,6   | 8,7               | 18,2            |
| 2000                           | 5,3     | -            | 33,1           | 0,8    | 1,4       | 18,5                 | 13,6  | 30,7              | -31,3 | -60,0              | -16,1  | 7,0               | 7,6             |
| Ampliación de la zona del euro |         |              |                |        |           |                      |       |                   |       |                    |        |                   |                 |
| 2001                           | 49,7    | -            | 47,8           | 2,7    | 3,0       | 17,1                 | 13,4  | 42,0              | -24,1 | -42,5              | -13,7  | 8,9               | -4,7            |
| 2002                           | 102,4   | -            | 59,1           | 2,7    | 3,1       | 18,5                 | 11,9  | 56,5              | -19,9 | -33,5              | -8,7   | 4,0               | 8,4             |
| 2002 I                         | 19,1    | 27,8         | 15,6           | 0,9    | 0,9       | 4,1                  | 3,2   | 11,8              | -4,9  | -9,8               | -3,8   | 1,0               | 0,1             |
| II                             | 24,4    | 24,7         | 13,8           | 0,4    | 1,0       | 4,8                  | 2,7   | 13,0              | -5,7  | -6,0               | -1,5   | 0,6               | 1,0             |
| III                            | 32,5    | 27,8         | 16,4           | 0,5    | 0,8       | 5,2                  | 3,3   | 15,6              | -4,3  | -8,2               | -1,3   | 0,7               | 3,9             |
| IV                             | 26,5    | 23,5         | 13,3           | 0,8    | 0,4       | 4,5                  | 2,8   | 16,1              | -4,9  | -9,5               | -2,0   | 1,7               | 3,4             |
| 2003 I                         | 5,7     | 14,6         | .              | .      | .         | .                    | .     | .                 | .     | .                  | .      | .                 | .               |
| 2002 Oct                       | 9,6     | 7,4          | 5,4            | 0,4    | 0,3       | 1,8                  | 0,9   | 6,2               | -1,8  | -3,9               | -1,1   | 0,5               | 1,0             |
| Nov                            | 9,6     | 8,4          | 4,9            | 0,5    | 0,2       | 1,7                  | 1,1   | 5,1               | -1,7  | -3,8               | -0,6   | 0,4               | 1,7             |
| Dic                            | 7,3     | 7,7          | 3,0            | 0,0    | -0,1      | 0,9                  | 0,8   | 4,9               | -1,4  | -1,9               | -0,4   | 0,8               | 0,7             |
| 2003 Ene                       | -1,1    | 6,6          | 4,4            | 0,3    | 0,0       | 0,9                  | 1,2   | 4,5               | -2,1  | -6,4               | -1,7   | 0,1               | .               |
| Feb                            | 5,2     | 7,2          | 4,6            | 0,3    | 0,1       | 1,2                  | 1,2   | 4,8               | -1,4  | -3,7               | -1,7   | 0,3               | .               |
| Mar                            | 1,6     | 0,8          | .              | .      | .         | .                    | .     | .                 | .     | .                  | .      | .                 | .               |

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

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadros 8.1 y 8.2).

# 10 Tipos de cambio

**Cuadro 10**

## Tipos de cambio

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

|                                          | Tipo de cambio efectivo del euro <sup>1)</sup> |                       |                        |                        |              |                       | Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>2)</sup> |                |                 |                    |
|------------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|--------------|-----------------------|----------------------------------------------------------|----------------|-----------------|--------------------|
|                                          | Grupo reducido                                 |                       |                        |                        | Grupo amplio |                       | Dólar<br>estado-<br>unidense                             | Yen<br>japonés | Franco<br>suizo | Libra<br>esterlina |
|                                          | Nominal                                        | Deflactado<br>por IPC | Deflactado<br>por IPRI | Deflactado<br>por CLUM | Nominal      | Deflactado<br>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         | 87,7                  | 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         | 86,4                  | 0,873                                                    | 106,9          | 1,528           | 0,614              |
| III                                      | 87,0                                           | 88,3                  | 89,0                   | 86,8                   | 91,2         | 87,7                  | 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                  | 95,5                   | 92,9                   | 99,4         | 94,9                  | 0,999                                                    | 122,4          | 1,467           | 0,636              |
| 2003 I                                   | 96,9                                           | 100,1                 | 99,8                   | -                      | 104,1        | 99,3                  | 1,073                                                    | 127,6          | 1,466           | 0,670              |
| 2001 Ene                                 | 89,2                                           | 89,9                  | 91,0                   | -                      | 91,7         | 88,6                  | 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         | 88,4                  | 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         | 86,2                  | 0,874                                                    | 106,5          | 1,533           | 0,613              |
| Jun                                      | 84,7                                           | 86,0                  | 86,5                   | -                      | 88,1         | 85,0                  | 0,853                                                    | 104,3          | 1,522           | 0,609              |
| Jul                                      | 85,4                                           | 86,8                  | 87,2                   | -                      | 89,1         | 85,9                  | 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         | 89,1                  | 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         | 87,4                  | 0,870                                                    | 116,2          | 1,477           | 0,612              |
| Mar                                      | 86,8                                           | 89,3                  | 89,7                   | -                      | 91,2         | 87,8                  | 0,876                                                    | 114,7          | 1,468           | 0,616              |
| Abr                                      | 87,2                                           | 89,7                  | 90,1                   | -                      | 91,7         | 88,1                  | 0,886                                                    | 115,8          | 1,466           | 0,614              |
| May                                      | 88,6                                           | 91,1                  | 91,4                   | -                      | 93,7         | 89,9                  | 0,917                                                    | 115,9          | 1,457           | 0,628              |
| Jun                                      | 90,6                                           | 93,2                  | 93,4                   | -                      | 96,4         | 92,4                  | 0,955                                                    | 117,8          | 1,472           | 0,644              |
| Jul                                      | 91,7                                           | 94,4                  | 94,7                   | -                      | 98,2         | 94,1                  | 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         | 93,6                  | 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         | 94,6                  | 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                 | 100,1                  | -                      | 104,4        | 99,4                  | 1,077                                                    | 128,6          | 1,467           | 0,670              |
| Mar                                      | 97,9                                           | 101,2                 | 100,2                  | -                      | 105,1        | 100,2                 | 1,081                                                    | 128,2          | 1,469           | 0,683              |
| Abr                                      | 98,6                                           | 102,1                 | 101,7                  | -                      | 105,2        | 100,3                 | 1,085                                                    | 130,1          | 1,496           | 0,689              |
| May                                      | 102,5                                          | 106,0                 | 105,8                  | -                      | 109,1        | 103,7                 | 1,158                                                    | 135,8          | 1,516           | 0,713              |
| % var. sobre<br>mes anterior<br>2003 May | 3,9                                            | 3,9                   | 4,1                    | -                      | 3,6          | 3,5                   | 6,8                                                      | 4,4            | 1,3             | 3,5                |
| % var. sobre<br>año anterior<br>2003 May | 15,6                                           | 16,4                  | 15,8                   | -                      | 16,4         | 15,4                  | 26,3                                                     | 17,2           | 4,0             | 13,5               |

Fuente: BCE.

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

2) Hasta diciembre de 1998, tipos de cambio del ECU (fuente BPI); a partir de enero de 1999, tipos de cambio del euro.

3) Hasta septiembre del 2000 se muestran tipos indicativos para estas monedas, dado que hasta entonces el BCE no ofrecía tipos de referencia oficiales para ellas.

| Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>2)</sup> |               |                |                  |                   |                                  |                           |                                 |                                                        |
|----------------------------------------------------------|---------------|----------------|------------------|-------------------|----------------------------------|---------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------------------|
| Corona sueca                                             | Corona danesa | Corona noruega | Dólar canadiense | Dólar australiano | Dólar de Hong Kong <sup>3)</sup> | Won coreano <sup>3)</sup> | Dólar de Singapur <sup>3)</sup> |                                                        |
| 11                                                       | 12            | 13             | 14               | 15                | 16                               | 17                        | 18                              |                                                        |
| 8,65                                                     | 7,48          | 8,02           | 1,569            | 1,528             | 8,75                             | 1.069,8                   | 1,678                           | 1997                                                   |
| 8,92                                                     | 7,50          | 8,47           | 1,665            | 1,787             | 8,69                             | 1.568,9                   | 1,876                           | 1998                                                   |
| 8,81                                                     | 7,44          | 8,31           | 1,584            | 1,652             | 8,27                             | 1.267,3                   | 1,806                           | 1999                                                   |
| 8,45                                                     | 7,45          | 8,11           | 1,371            | 1,589             | 7,20                             | 1.043,5                   | 1,592                           | 2000                                                   |
| <i>Ampliación de la zona del euro</i>                    |               |                |                  |                   |                                  |                           |                                 |                                                        |
| 9,26                                                     | 7,45          | 8,05           | 1,386            | 1,732             | 6,99                             | 1.154,8                   | 1,604                           | 2001                                                   |
| 9,16                                                     | 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                                                    |
| 9,16                                                     | 7,42          | 7,87           | 1,602            | 1,787             | 9,03                             | 1.390,0                   | 2,007                           | May                                                    |
| 0,0                                                      | 0,0           | 0,5            | 1,0              | 0,3               | 6,8                              | 3,9                       | 4,1                             | % var. sobre <sup>4)</sup><br>mes anterior<br>2003 May |
| -0,7                                                     | -0,1          | 4,7            | 12,7             | 7,2               | 26,3                             | 20,9                      | 21,6                            | % var. sobre <sup>4)</sup><br>año anterior<br>2003 May |

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 (-) /<br>superávit<br>(+) de<br>AAPP en<br>% del PIB | Deuda<br>bruta de<br>AAPP en<br>% del PIB | Rdto. <sup>1)</sup> de<br>la deuda<br>pública a<br>largo plazo<br>en % | Tipo de<br>cambio <sup>2)</sup> en<br>moneda<br>nacional<br>por ECU<br>o euro | Cuentas<br>corriente y<br>de capital<br>(nueva),<br>% del PIB | Costes<br>laborales<br>unitarios <sup>3)</sup> | PIB a<br>precios<br>constantes | Índice de<br>producción<br>industrial <sup>4)</sup> | Tasa de<br>desempleo<br>normaliza-<br>da en %<br>sobre la<br>población<br>activa (d) | Agregado<br>monetario<br>amplio <sup>5)</sup> | Tipo de<br>interés <sup>1)</sup> a<br>3 meses<br>en % |
|--------------------|------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
|                    | 1    | 2                                                            | 3                                         | 4                                                                      | 5                                                                             | 6                                                             | 7                                              | 8                              | 9                                                   | 10                                                                                   | 11                                            | 12                                                    |
| <b>Dinamarca</b>   |      |                                                              |                                           |                                                                        |                                                                               |                                                               |                                                |                                |                                                     |                                                                                      |                                               |                                                       |
| 1999               | 2,1  | 3,3                                                          | 53,0                                      | 4,91                                                                   | 7,44                                                                          | 1,8                                                           | 2,4                                            | 2,6                            | 0,1                                                 | 4,8                                                                                  | -0,2                                          | 3,44                                                  |
| 2000               | 2,7  | 2,6                                                          | 47,4                                      | 5,64                                                                   | 7,45                                                                          | 1,5                                                           | 1,4                                            | 2,9                            | 5,7                                                 | 4,4                                                                                  | 1,1                                           | 5,00                                                  |
| 2001               | 2,3  | 3,1                                                          | 45,4                                      | 5,08                                                                   | 7,45                                                                          | 3,1                                                           | 3,7                                            | 1,4                            | 1,3                                                 | 4,3                                                                                  | 5,7                                           | 4,70                                                  |
| 2002               | 2,4  | 1,9                                                          | 45,2                                      | 5,06                                                                   | 7,43                                                                          | 3,0                                                           | 1,4                                            | 1,6                            | 1,5                                                 | 4,5                                                                                  | 3,5                                           | 3,54                                                  |
| 2001 IV            | 2,0  | -                                                            | -                                         | 4,83                                                                   | 7,44                                                                          | 0,7                                                           | 3,7                                            | 1,0                            | -0,5                                                | 4,3                                                                                  | 9,6                                           | 3,77                                                  |
| 2002 I             | 2,5  | -                                                            | -                                         | 5,21                                                                   | 7,43                                                                          | 2,8                                                           | 3,0                                            | 1,2                            | -0,5                                                | 4,3                                                                                  | 2,3                                           | 3,63                                                  |
| II                 | 2,1  | -                                                            | -                                         | 5,36                                                                   | 7,43                                                                          | 3,2                                                           | 0,6                                            | 3,1                            | 4,5                                                 | 4,4                                                                                  | 2,8                                           | 3,71                                                  |
| III                | 2,4  | -                                                            | -                                         | 4,92                                                                   | 7,43                                                                          | 3,8                                                           | 1,0                                            | 1,1                            | 0,9                                                 | 4,6                                                                                  | 2,6                                           | 3,57                                                  |
| IV                 | 2,7  | -                                                            | -                                         | 4,74                                                                   | 7,43                                                                          | 2,0                                                           | 1,0                                            | 1,0                            | 1,1                                                 | 4,7                                                                                  | 6,1                                           | 3,27                                                  |
| 2003 I             | 2,8  | -                                                            | -                                         | 4,30                                                                   | 7,43                                                                          | 3,2                                                           | .                                              | 1,2                            | 1,6                                                 | 5,0                                                                                  | 19,1                                          | 2,83                                                  |
| 2002 Dic           | 2,6  | -                                                            | -                                         | 4,61                                                                   | 7,43                                                                          | -                                                             | -                                              | -                              | -1,7                                                | 4,8                                                                                  | 10,8                                          | 3,07                                                  |
| 2003 Ene           | 2,6  | -                                                            | -                                         | 4,43                                                                   | 7,43                                                                          | -                                                             | -                                              | -                              | -0,5                                                | 4,9                                                                                  | 17,7                                          | 2,97                                                  |
| Feb                | 2,9  | -                                                            | -                                         | 4,21                                                                   | 7,43                                                                          | -                                                             | -                                              | -                              | 3,3                                                 | 5,0                                                                                  | 21,1                                          | 2,83                                                  |
| Mar                | 2,8  | -                                                            | -                                         | 4,26                                                                   | 7,43                                                                          | -                                                             | -                                              | -                              | 2,1                                                 | 5,1                                                                                  | 18,5                                          | 2,67                                                  |
| Abr                | 2,5  | -                                                            | -                                         | 4,41                                                                   | 7,43                                                                          | -                                                             | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | 20,8                                          | 2,67                                                  |
| May                | .    | -                                                            | -                                         | 4,09                                                                   | 7,42                                                                          | -                                                             | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 2,54                                                  |
| <b>Suecia</b>      |      |                                                              |                                           |                                                                        |                                                                               |                                                               |                                                |                                |                                                     |                                                                                      |                                               |                                                       |
| 1999               | 0,6  | 1,5                                                          | 62,7                                      | 4,98                                                                   | 8,81                                                                          | 2,6                                                           | -1,2                                           | 4,6                            | 2,2                                                 | 6,7                                                                                  | 6,8                                           | 3,32                                                  |
| 2000               | 1,3  | 3,4                                                          | 52,8                                      | 5,37                                                                   | 8,45                                                                          | 3,8                                                           | 5,0                                            | 4,4                            | 6,3                                                 | 5,6                                                                                  | 6,2                                           | 4,07                                                  |
| 2001               | 2,7  | 4,5                                                          | 54,4                                      | 5,11                                                                   | 9,26                                                                          | 3,8                                                           | 5,8                                            | 1,1                            | -0,3                                                | 4,9                                                                                  | 3,4                                           | 4,11                                                  |
| 2002               | 2,0  | 1,2                                                          | 52,4                                      | 5,31                                                                   | 9,16                                                                          | 4,1                                                           | 2,1                                            | 1,9                            | -1,2                                                | 4,9                                                                                  | 5,3                                           | 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                                                 | 4,8                                                                                  | 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                            | -2,6                                                | 5,1                                                                                  | 3,1                                           | 4,09                                                  |
| 2003 I             | 2,9  | -                                                            | -                                         | 4,59                                                                   | 9,18                                                                          | .                                                             | .                                              | .                              | -2,0                                                | 5,3                                                                                  | 5,6                                           | 3,72                                                  |
| 2002 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                                                                          | -                                                             | -                                              | -                              | -2,4                                                | 5,2                                                                                  | 5,7                                           | 3,75                                                  |
| Mar                | 2,9  | -                                                            | -                                         | 4,57                                                                   | 9,23                                                                          | -                                                             | -                                              | -                              | -4,7                                                | 5,3                                                                                  | 5,9                                           | 3,56                                                  |
| Abr                | 2,3  | -                                                            | -                                         | 4,73                                                                   | 9,15                                                                          | -                                                             | -                                              | -                              | .                                                   | 5,4                                                                                  | 4,5                                           | 3,56                                                  |
| May                | .    | -                                                            | -                                         | 4,37                                                                   | 9,16                                                                          | -                                                             | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 3,35                                                  |
| <b>Reino Unido</b> |      |                                                              |                                           |                                                                        |                                                                               |                                                               |                                                |                                |                                                     |                                                                                      |                                               |                                                       |
| 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                            | -4,4                                                | 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  | -1,1                                                         | 37,6                                      | 4,34                                                                   | 0,670                                                                         | .                                                             | .                                              | 2,3                            | -1,1                                                | .                                                                                    | 6,9                                           | 3,80                                                  |
| 2002 Dic           | 1,7  | -4,5                                                         | 38,3                                      | 4,49                                                                   | 0,642                                                                         | -                                                             | -                                              | -                              | -0,8                                                | 4,9                                                                                  | 7,2                                           | 4,02                                                  |
| 2003 Ene           | 1,4  | 3,4                                                          | 37,6                                      | 4,31                                                                   | 0,657                                                                         | -                                                             | -                                              | -                              | -0,7                                                | 5,0                                                                                  | 6,7                                           | 3,98                                                  |
| Feb                | 1,6  | -1,3                                                         | 37,3                                      | 4,29                                                                   | 0,670                                                                         | -                                                             | -                                              | -                              | -0,4                                                | 5,1                                                                                  | 6,8                                           | 3,75                                                  |
| Mar                | 1,6  | -5,4                                                         | 37,6                                      | 4,41                                                                   | 0,683                                                                         | -                                                             | -                                              | -                              | -2,0                                                | .                                                                                    | 7,2                                           | 3,66                                                  |
| Abr                | 1,5  | -0,1                                                         | 37,5                                      | 4,56                                                                   | 0,689                                                                         | -                                                             | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | 8,0                                           | 3,65                                                  |
| May                | .    | .                                                            | .                                         | 4,31                                                                   | 0,713                                                                         | -                                                             | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 3,63                                                  |

Fuentes: Eurostat (columnas 1, 8, 9 y 10); Comisión Europea (DG de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat) [columnas 2 (anual) y 3 (anual)]; Reuters (columna 12); datos nacionales [columnas 2 (trimestral y mensual), 3 (trimestral y mensual), 4, 5, 7 (excepto Suecia), y 11]; cálculos del BCE [columnas 6 y 7 (Suecia)].

1) Medias de los períodos.

2) Para más información, véase cuadro 10.

3) Total de la economía; los datos del Reino Unido excluyen las cotizaciones a la Seguridad Social a cargo de los empleadores.

4) Total, excepto construcción; ajustado por días 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**

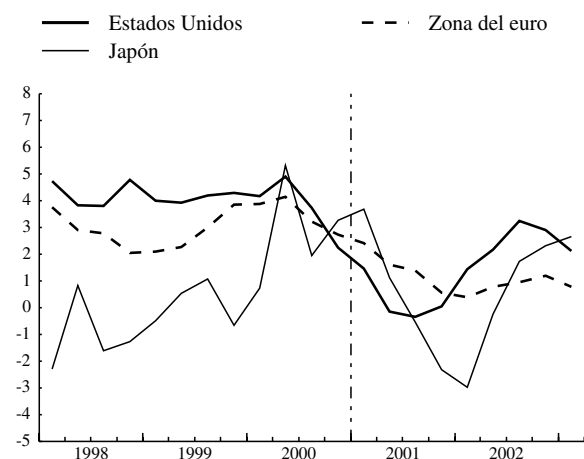
## Evolución económica y financiera

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

|                       | Índice de precios de consumo | Costes laborales unitarios <sup>1)</sup> | PIB a precios constantes | Índice de producción industrial <sup>1)</sup> | Tasa de desempleo en % sobre la población activa (d) | M2 <sup>2)</sup> | Tipos <sup>3)</sup> de depósitos interbancarios a 3 meses en % | Rendimiento <sup>3)</sup> de la deuda pública a 10 años en % | Tipo de cambio <sup>4)</sup> en moneda nacional por ECU o euro | Déficit (-) / superávit (+) fiscal <sup>5)</sup> en % del PIB | Deuda pública bruta <sup>6)</sup> en % del PIB |
|-----------------------|------------------------------|------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------|------------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
|                       | 1                            | 2                                        | 3                        | 4                                             | 5                                                    | 6                | 7                                                              | 8                                                            | 9                                                              | 10                                                            | 11                                             |
| <b>Estados Unidos</b> |                              |                                          |                          |                                               |                                                      |                  |                                                                |                                                              |                                                                |                                                               |                                                |
| 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                                                          | -4,0                                                          | .                                              |
| 2002 Dic              | 2,4                          | -                                        | -                        | 0,9                                           | 6,0                                                  | 6,6              | 1,41                                                           | 4,03                                                         | 1,018                                                          | -                                                             | -                                              |
| 2003 Ene              | 2,6                          | -                                        | -                        | 0,8                                           | 5,7                                                  | 6,7              | 1,37                                                           | 4,02                                                         | 1,062                                                          | -                                                             | -                                              |
| Feb                   | 3,0                          | -                                        | -                        | 0,5                                           | 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                   | 2,2                          | -                                        | -                        | -0,9                                          | 6,0                                                  | 7,8              | 1,30                                                           | 3,94                                                         | 1,085                                                          | -                                                             | -                                              |
| May                   | .                            | -                                        | -                        | .                                             | .                                                    | .                | 1,28                                                           | 3,56                                                         | 1,158                                                          | -                                                             | -                                              |
| <b>Japón</b>          |                              |                                          |                          |                                               |                                                      |                  |                                                                |                                                              |                                                                |                                                               |                                                |
| 1999                  | -0,3                         | -1,9                                     | 0,1                      | 0,2                                           | 4,7                                                  | 3,7              | 0,22                                                           | 1,75                                                         | 121,3                                                          | -7,2                                                          | 118,2                                          |
| 2000                  | -0,7                         | -6,2                                     | 2,8                      | 5,7                                           | 4,7                                                  | 2,1              | 0,28                                                           | 1,76                                                         | 99,5                                                           | -7,4                                                          | 126,1                                          |
| 2001                  | -0,7                         | 4,8                                      | 0,4                      | -6,8                                          | 5,0                                                  | 2,8              | 0,15                                                           | 1,34                                                         | 108,7                                                          | -6,1                                                          | 134,6                                          |
| 2002                  | -0,9                         | -3,0                                     | 0,2                      | -1,4                                          | 5,4                                                  | 3,3              | 0,08                                                           | 1,27                                                         | 118,1                                                          | .                                                             | .                                              |
| 2001 IV               | -1,0                         | 10,1                                     | -2,3                     | -12,6                                         | 5,4                                                  | 3,2              | 0,08                                                           | 1,35                                                         | 110,5                                                          | .                                                             | .                                              |
| 2002 I                | -1,4                         | 5,5                                      | -3,0                     | -9,9                                          | 5,3                                                  | 3,6              | 0,10                                                           | 1,46                                                         | 116,1                                                          | .                                                             | .                                              |
| II                    | -0,9                         | -1,5                                     | -0,3                     | -3,8                                          | 5,4                                                  | 3,5              | 0,08                                                           | 1,37                                                         | 116,5                                                          | .                                                             | .                                              |
| III                   | -0,8                         | -7,0                                     | 1,7                      | 3,2                                           | 5,4                                                  | 3,3              | 0,07                                                           | 1,24                                                         | 117,2                                                          | .                                                             | .                                              |
| IV                    | -0,5                         | -8,6                                     | 2,3                      | 5,9                                           | 5,4                                                  | 2,9              | 0,07                                                           | 1,01                                                         | 122,4                                                          | .                                                             | .                                              |
| 2003 I                | -0,2                         | .                                        | 2,7                      | 5,6                                           | 5,4                                                  | 1,9              | 0,06                                                           | 0,80                                                         | 127,6                                                          | .                                                             | .                                              |
| 2002 Dic              | -0,3                         | -8,8                                     | -                        | 7,0                                           | 5,4                                                  | 2,1              | 0,06                                                           | 0,97                                                         | 124,2                                                          | -                                                             | -                                              |
| 2003 Ene              | -0,4                         | -9,5                                     | -                        | 8,2                                           | 5,5                                                  | 1,9              | 0,06                                                           | 0,84                                                         | 126,1                                                          | -                                                             | -                                              |
| Feb                   | -0,2                         | -6,7                                     | -                        | 4,8                                           | 5,2                                                  | 1,9              | 0,06                                                           | 0,83                                                         | 128,6                                                          | -                                                             | -                                              |
| Mar                   | -0,1                         | .                                        | -                        | 4,1                                           | 5,4                                                  | 1,7              | 0,06                                                           | 0,74                                                         | 128,2                                                          | -                                                             | -                                              |
| Abr                   | -0,1                         | .                                        | -                        | 3,6                                           | .                                                    | 1,4              | 0,06                                                           | 0,66                                                         | 130,1                                                          | -                                                             | -                                              |
| May                   | .                            | .                                        | -                        | .                                             | .                                                    | .                | 0,06                                                           | 0,57                                                         | 135,8                                                          | -                                                             | -                                              |

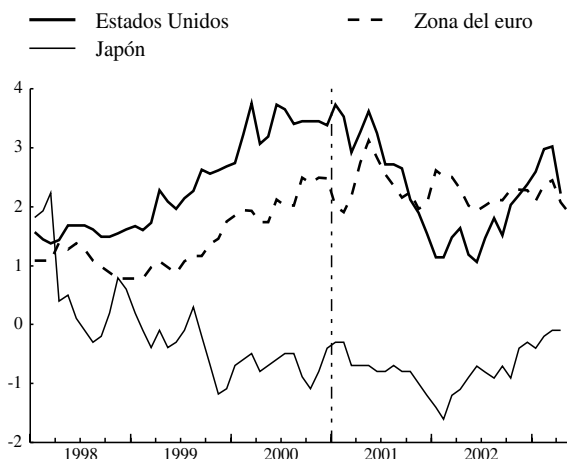
### Producto interior bruto a precios constantes

(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 periodo; 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 periodo).

## Cuadro 12.2

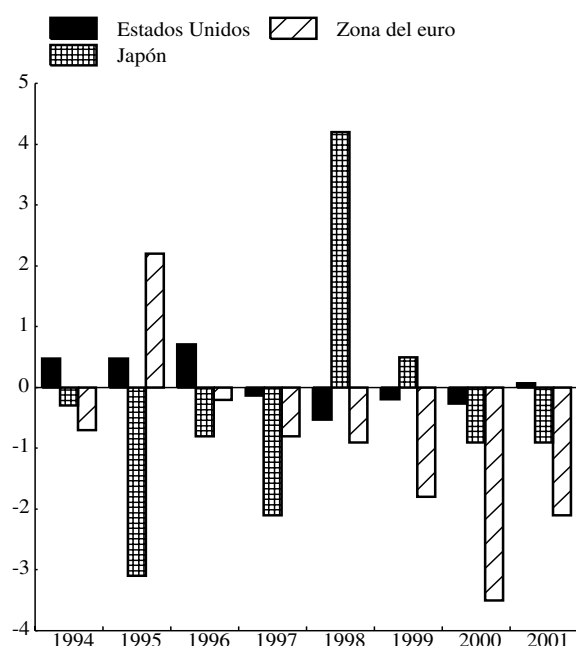
### Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

|                | Ahorro e inversión nacionales |                                    |                                        | Inversión y financiación de las empresas no financieras |                                            |                                                          |                 |                                |                                   | Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup> |                                                          |                 |                                |
|----------------|-------------------------------|------------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------|
|                | Ahorro<br>bruto               | Forma-<br>ción bruta<br>de capital | Capaci-<br>dad de<br>financia-<br>ción | Forma-<br>ción bruta<br>de capital                      | Forma-<br>ción bruta<br>de capital<br>fijo | Adquisi-<br>ciones<br>netas de<br>activos<br>financieros | Ahorro<br>bruto | Pasivos<br>netos<br>contraídos | Valores,<br>incluidas<br>acciones | Gasto de<br>capital                                   | Adquisi-<br>ciones<br>netas de<br>activos<br>financieros | Ahorro<br>bruto | Pasivos<br>netos<br>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                           |

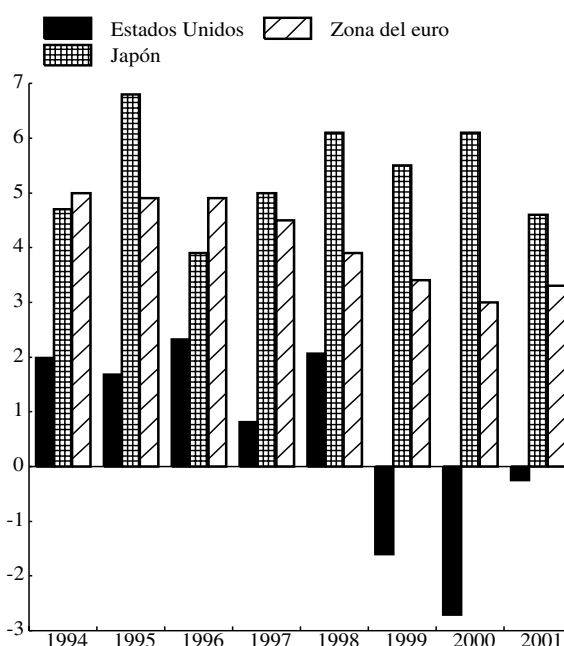
### Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(en porcentaje del PIB)



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

(en porcentaje del PIB)



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

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

# Notas técnicas

## Relativas 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](http://www.ecb.int)), en la página *Euro area statistics - download* (fichero con formato CSV), pudiendo calcularse exactamente a partir del mismo la tasa de variación que figura en el cuadro 2.4.

## Desestacionalización de los agregados monetarios y de los préstamos de la zona del euro<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización de los agregados monetarios incluye un ajuste por días de la semana para algunos componentes de M2. La desestacionalización de M3 se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

<sup>1</sup> Para más detalles, véase «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», BCE (agosto 2000).

<sup>2</sup> Para más detalles, véase Findley, D., Monsell, B., Bell, W., Otto, M. y Chen, B. C. (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», *Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.* A efectos internos, se utilizan también modelos multiplicativos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase Gómez, V. y Maravall, A. (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se 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](http://www.ecb.int)), en la página *Euro area statistics - download* (fichero en formato CSV), pudiendo calcularse exactamente a partir del mismo la tasa de variación que 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:

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

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento en el campo de las estadísticas de emisiones de valores es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener los «flujos» utilizados en los agregados monetarios y las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores, para las que el BCE recopiló la información, por separado, sobre las emisiones brutas y las amortizaciones.

#### Relativas al cuadro 4.1

##### Desestacionalización del IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página 85\*). La desestacionalización del IAPC total de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin

ajuste, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### Relativa al cuadro 8.2

##### Desestacionalización de la balanza por cuenta corriente de la balanza de pagos

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página 85\*). En la balanza de bienes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de «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 2000<sup>1</sup>.

Estas estadísticas comprenden la zona del euro en su conjunto. Los nuevos datos aparecerán en el *Boletín Mensual del BCE* cuando vayan estando disponibles. En la sección «Statistics» que figura en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) están disponibles series de datos más largas y detalladas. Los servicios disponibles en *Statistics on-line* permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated value*).

Dado que la composición del ECU no coincide con las monedas de los 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 4 de junio 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](http://www.ecb.int)).

El grupo de «Estados adherentes» está compuesto por la República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

## Panorámica general

La evolución de las variables más relevantes de la zona del euro se resume en un cuadro general.

<sup>1</sup> Las estadísticas monetarias, bancarias y de los mercados financieros son responsabilidad del BCE en lo que se refiere a Europa; la responsabilidad de las estadísticas de balanza de pagos, de la posición de inversión internacional y de las cuentas financieras es compartida por el BCE y la Comisión Europea (Eurostat); las estadísticas de precios y costes y otras estadísticas económicas son responsabilidad de la Comisión Europea (Eurostat).

## **Estadísticas de política monetaria**

En los cuadros 1.1 a 1.5 se recogen el estado financiero consolidado del Eurosistema, los datos de las operaciones del Eurosistema, las estadísticas relativas a las reservas mínimas y la posición de liquidez del sistema bancario. Los cuadros 1.2 y 1.3 reflejan el cambio a subastas a tipo variable ocurrido en junio del 2000.

## **Evolución monetaria y fondos de inversión**

En los cuadros 2.1 a 2.3 se presentan los datos monetarios relativos a las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), incluido el Eurosistema. El cuadro 2.3 es consolidado; no se recogen los saldos entre IFM dentro de la zona del euro, pero todas las diferencias entre la suma de activos y pasivos, tal como se registran, se recogen en la columna 13. En el cuadro 2.4 figuran los agregados monetarios obtenidos de los balances consolidados de las IFM; incluye también algunos pasivos (monetarios) 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.

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)<sup>2</sup>. En el caso de los no residentes, el término «bancos (incluidos los bancos centrales)» se emplea para designar a las entidades similares a las IFM (incluido el Eurosistema) residentes fuera de la zona del euro. El término «organismos internacionales» incluye el Banco Europeo de Inversiones. El BCE forma parte del Eurosistema.

Los totales (columnas 1, 7 y 14) del cuadro 3.6 son idénticos a los saldos en circulación (columnas 8, 16 y 20), a las emisiones brutas (columnas 5, 13 y 17) y a las emisiones netas (columnas 7, 15 y 19) de los valores denominados en euros recogidos en el cuadro 3.5. Los saldos en circulación de valores emitidos por IFM (columna 2) del cuadro 3.6 son bastante comparables con los saldos de valores distintos de acciones y participaciones e instrumentos del mercado monetario que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM en el cuadro 2.8.3 (columnas 2 y 10), aunque, por el momento,

la cobertura de las estadísticas de emisiones de valores es algo menor.

En el cuadro 3.7 se presentan las tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor, basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional compra o vende activos financieros o contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento interanuales excluyen las reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En el cuadro 3.8 figuran los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro, detallados por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en el cuadro 6.1 (Principales pasivos, columna 20).

## IAPC y otros precios

Salvo algunas excepciones, los datos que se presentan en esta sección y en la de Indicadores de la economía real 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 comparables. Sin embargo, la disponibilidad de datos comparables es, por regla general, mayor para los períodos más recientes.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 4.1) está

<sup>2</sup> Los códigos del SEC 95 correspondientes a los sectores que figuran en los cuadros del Boletín Mensual del BCE son los siguientes: IFM (incluido el Eurosistema), que comprende el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona del euro (S.121) y otras instituciones financieras monetarias (S.122); instituciones financieras no monetarias, que incluye otros intermediarios financieros (S.123), auxiliares financieros (S.124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125); sociedades no financieras (S.11); Administración Central (S.1311); y otras AAPP, que comprende la Administración Regional (S.1312), la Administración Local (S.1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S.1314).

disponible a partir de 1995. El índice se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El 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 8.8.1 a 8.8.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de mayo del 2003, sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2003/7), y a la documentación de Eurostat.

La balanza de pagos de la zona del euro la elabora el BCE. Hasta diciembre de 1998 inclusive, los datos se expresan en ECU. Los datos mensuales más recientes relativos a las estadísticas de balanza de pagos deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

Algunos de los datos anteriores se han estimado en parte y pueden no ser totalmente comparables con las observaciones más recientes. El cuadro 8.5.2 ofrece un desglose por sectores de los compradores pertenecientes a la zona del euro de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un desglose por sectores de los emisores pertenecientes a la zona del euro de los valores adquiridos por no residentes.

En la sección 8 se ha incluido un nuevo cuadro sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro (cuadro 8.7). En la sección estadística de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) puede consultarse una nota metodológica específica. Véase también el recuadro 1 del presente Boletín.

La PII de la zona del euro (cuadros 8.8.1 a 8.8.4) se elabora en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes (es decir, considerando la zona del euro como una economía única) a partir de finales de 1999, lo que da lugar a que los activos y los pasivos de la zona del euro se muestren por separado (véase también el recuadro 9 del *Boletín Mensual* de diciembre del 2002). La PII se elabora en términos «netos», es decir, agregando los datos nacionales relativos a las posiciones a finales de 1997 y finales de 1998. Cuando se utilizan las metodologías para elaborar la PII en términos «netos» y en términos de «fuera de la zona del euro», puede que no se obtengan resultados plenamente comparables. La PII se valora a precios 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 8.8.5 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros

activos relacionados con los anteriores. Se presentan, además, las reservas correspondientes y otros activos mantenidos por el BCE. Los datos del cuadro 8.8.5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Los datos anteriores se revisan continuamente. Los datos de activos de reserva anteriores al final de 1999 no son plenamente comparables con las observaciones posteriores. En la dirección del BCE en Internet está disponible una publicación sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema (*Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves*, octubre 2000).

### Comercio exterior de bienes

El cuadro 9 recoge datos del comercio exterior de bienes de la zona del euro. La principal fuente de estos datos es Eurostat. El BCE calcula los índices reales a partir de los índices nominales y de valor unitario facilitados por Eurostat. El BCE desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por el número de días laborales 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 Eurosistema<sup>1</sup>

## 2 de enero de 2001

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

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

## 4 de enero de 2001

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

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

pales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

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

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

## 10 de mayo de 2001

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

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

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

## 30 de agosto de 2001

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 y 2000 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE 1999 y en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE 2000, respectivamente.

de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 5 de septiembre de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 31 de agosto de 2001.

### **13 de septiembre de 2001**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

### **17 de septiembre de 2001**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 19 de septiembre de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 18 de septiembre de 2001.

### **27 de septiembre, 11 de octubre y 25 de octubre de 2001**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

### **8 de noviembre de 2001**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de noviembre

de 2001. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos en ambos casos a partir del 9 de noviembre de 2001.

### **6 de diciembre de 2001**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

Decide, además, que el valor de referencia para la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se mantenga en el 4,5%.

### **3 de enero de 2002**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

Decide, también, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2002. Al establecer este importe se tienen en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el 2002 y el deseo del 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 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 perspecti-

vas de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de indicadores.

El Consejo de Gobierno confirma la definición de estabilidad de precios formulada en octubre de 1998, es decir: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Simultáneamente, el Consejo de Gobierno acuerda que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirigirá sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación cercana al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno confirma que sus decisiones de política monetaria seguirán fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno desea aclarar en su comunicación las funciones respectivas del análisis económico y del análisis monetario con vistas a la adopción de una posición global unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

A fin de poner de relieve la naturaleza a plazo más largo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, el Consejo de Gobierno ha decidido, asimismo, que la revisión del valor de referencia dejará de tener carácter anual, si bien se seguirá realizando una valoración de las condiciones y supuestos subyacentes.

### **5 de junio de 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,50 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de junio de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,50 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

# El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)

## Los flujos de pagos de TARGET

La media diaria de órdenes de pago procesadas en el primer trimestre por TARGET en su conjunto, es decir, el total de pagos nacionales y transfronterizos, ascendió a 252.899 pagos, por un importe de 1.696 mm de euros, lo que supone una reducción del 2%, en cuanto al número de pagos, y una elevación del 3%, en su importe, en comparación con el trimestre anterior. Este crecimiento en términos de importe se produce tanto en los pagos nacionales como en los transfronterizos. En la menor cifra de operaciones se conjugan un descenso en el número de pagos nacionales con un crecimiento en los transfronterizos. La cuota de mercado general de TARGET creció en términos de importe (desde el 86,2% en el trimestre precedente hasta el 86,6%), mientras que, en número de órdenes procesadas, cayó ligeramente (desde el 58,6% en el cuarto trimestre del 2002 hasta el 57,8%).

## Pagos nacionales

En comparación con el trimestre anterior, el número de pagos nacionales procesados disminuyó un 4% (una media de 195.334 pagos diarios) y su importe se elevó un 2% (un importe medio de 1.147 mm de euros diarios). En relación con el primer trimestre del 2002, el importe de los pagos creció un 8% y su número se redujo ligeramente, en un 0,5%.

Los pagos nacionales representaron el 67,6% del total de operaciones de TARGET, en cuanto al importe de los pagos, y el 77,2%, en cuanto a su número. El importe medio de un pago nacional experimentó un aumento de 0,4 millones de euros con respecto al trimestre precedente, situándose en 5,9 millones de euros.

El día de máxima actividad nacional de TARGET, en términos de importe, fue el 21 de febrero de 2003, fecha en la que se alcanzaron

## Cuadro I

### Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos: número de operaciones

(número de pagos)

|                                                         | 2001<br>I  | 2002<br>II | 2002<br>III | 2002<br>IV | 2003<br>I  |
|---------------------------------------------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| <b>TARGET</b>                                           |            |            |             |            |            |
| Pagos totales de TARGET                                 |            |            |             |            |            |
| Total                                                   | 15.364.299 | 15.834.392 | 16.361.900  | 16.581.446 | 15.932.658 |
| Media diaria                                            | 247.811    | 251.340    | 247.908     | 259.085    | 252.899    |
| Pagos transfronterizos de TARGET                        |            |            |             |            |            |
| Total                                                   | 3.188.285  | 3.419.144  | 3.577.801   | 3.548.455  | 3.626.612  |
| Media diaria                                            | 51.424     | 54.272     | 54.209      | 55.445     | 57.565     |
| Pagos nacionales de TARGET                              |            |            |             |            |            |
| Total                                                   | 12.176.014 | 12.415.248 | 12.784.099  | 13.032.991 | 12.306.046 |
| Media diaria                                            | 196.387    | 197.067    | 193.698     | 203.640    | 195.334    |
| <b>Otros sistemas</b>                                   |            |            |             |            |            |
| Euro 1 (EBA)                                            |            |            |             |            |            |
| Total                                                   | 7.790.799  | 8.549.759  | 8.866.903   | 9.193.222  | 9.175.565  |
| Media diaria                                            | 125.658    | 135.710    | 134.347     | 143.644    | 145.664    |
| Paris Net Settlement (PNS)                              |            |            |             |            |            |
| Total                                                   | 1.900.298  | 1.901.820  | 1.860.283   | 1.907.487  | 1.848.463  |
| Media diaria                                            | 30.650     | 30.188     | 28.186      | 29.804     | 29.341     |
| Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)          |            |            |             |            |            |
| Total                                                   | 409.483    | 455.080    | 449.333     | 462.054    | 475.698    |
| Media diaria                                            | 6.605      | 7.223      | 6.808       | 7.220      | 7.551      |
| Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä (POPS) |            |            |             |            |            |
| Total                                                   | 152.445    | 212.064    | 157.864     | 138.552    | 134.248    |
| Media diaria                                            | 2.459      | 3.366      | 2.392       | 2.165      | 2.131      |

los 1.404 mm de euros. En número de operaciones, el máximo se registró el 31 de marzo de 2003, último día del trimestre, con un total de 255.860 pagos. Por tramos de importes, se observa que un 61% de los pagos nacionales se realizó por importes inferiores o iguales a 50.000 euros, mientras que el 14% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos nacionales superiores a mil millones se situó en torno a 150 operaciones.

### Pagos transfronterizos

En el ámbito transfronterizo, TARGET procesó una media diaria de 57.565 pagos, por un importe de 550 mm de euros. En comparación con el cuarto trimestre del 2002, el número de pagos transfronterizos procesados creció un 4% y su importe un 7%, mientras que, en relación con el primer trimestre del 2002, se registró un incremento del 12%, en el número de pagos, y del 15%, en su importe.

En comparación con el trimestre precedente, el importe de los pagos interbancarios aumentó un 7% y su número un 6%. Por su parte, el importe de los pagos de clientes se elevó un 4% y su número un 2%.

En número de operaciones, los pagos interbancarios representaron el 52,4% de los pagos transfronterizos procesados por TARGET (frente al 51,3% en el trimestre anterior) y el 95,7%, en cuanto al importe de los pagos (frente al 95,5% en el trimestre precedente). En comparación con el cuarto trimestre del 2002, el importe medio de un pago interbancario se incrementó ligeramente, de 17,3 millones de euros a 17,4 millones de euros, y el de un pago de clientes ascendió de 851.000 euros a 867.000 euros.

En términos de importe, el día de máxima actividad transfronteriza de TARGET durante el primer trimestre fue el 28 de febrero de 2003, último día del mes, en el que se alcanzaron los

## Cuadro 2

### Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)

|                                                         | 2001<br>I | 2002<br>II | 2002<br>III | 2002<br>IV | 2003<br>I |
|---------------------------------------------------------|-----------|------------|-------------|------------|-----------|
| <b>TARGET</b>                                           |           |            |             |            |           |
| Pagos totales de TARGET                                 |           |            |             |            |           |
| Total                                                   | 95.440    | 97.682     | 97.404      | 105.008    | 106.869   |
| Media diaria                                            | 1.539     | 1.551      | 1.476       | 1.641      | 1.696     |
| Pagos transfronterizos de TARGET                        |           |            |             |            |           |
| Total                                                   | 29.720    | 30.794     | 30.309      | 32.899     | 34.636    |
| Media diaria                                            | 479       | 489        | 459         | 514        | 550       |
| Pagos nacionales de TARGET                              |           |            |             |            |           |
| Total                                                   | 65.720    | 66.888     | 67.095      | 72.110     | 72.233    |
| Media diaria                                            | 1.060     | 1.062      | 1.017       | 1.127      | 1.147     |
| <b>Otros sistemas</b>                                   |           |            |             |            |           |
| Euro 1 (EBA)                                            |           |            |             |            |           |
| Total                                                   | 11.961    | 12.045     | 12.279      | 11.711     | 11.431    |
| Media diaria                                            | 193       | 191        | 186         | 183        | 181       |
| Paris Net Settlement (PNS)                              |           |            |             |            |           |
| Total                                                   | 5.061     | 5.079      | 4.832       | 4.995      | 4.896     |
| Media diaria                                            | 86        | 81         | 73          | 78         | 78        |
| Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)          |           |            |             |            |           |
| Total                                                   | 74        | 80         | 78          | 72         | 79        |
| Media diaria                                            | 1         | 1          | 1           | 1          | 1         |
| Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä (POPS) |           |            |             |            |           |
| Total                                                   | 92        | 100        | 98          | 102        | 115       |
| Media diaria                                            | 1         | 1          | 1           | 2          | 2         |

653 mm de euros. En número de operaciones, el día de máxima actividad, en el que se procesaron 76.045 pagos transfronterizos, fue el 18 de febrero de 2003, tras un día festivo en Estados Unidos.

Por tramos de importes, el 54% de los pagos transfronterizos se realizó por importes inferiores o iguales a 50.000 euros, mientras que el 18% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos transfronterizos superiores a mil millones se situó en torno a 40 operaciones.

### **TARGET Information System (TIS)**

Para que el mercado pueda hacer frente a los problemas derivados de la falta de disponibilidad temporal de algún componente de TARGET, el 23 de octubre de 2000 se puso en marcha el sistema de información denominado TARGET Information System (TIS).

El TIS es un mecanismo común para facilitar información estandarizada, que complementa los canales de comunicación nacionales, mediante el que se indica a los usuarios de TARGET si el sistema está totalmente operativo, señalando, en caso contrario, el componente que falla. La información se difunde si-

multáneamente por las tres agencias de prensa, Reuters (página ECB46), Telerate/Bridge (páginas 47556/47557) y Bloomberg (página ECB17).

El TIS ha sido revisado a fondo, con objeto de adaptarlo a las demandas de los usuarios de TARGET y, para ello, se ha tenido en cuenta la experiencia adquirida durante sus primeros años de funcionamiento. Esta revisión ha dado lugar a una versión mejorada del TIS, diseñada para responder mejor a la necesidad del mercado de disponer rápidamente de información fiable sobre el estado operativo del sistema TARGET. La nueva versión empezó a funcionar el 26 de mayo de 2003.

### **Versión actualizada de TARGET 2003**

Han comenzado los preparativos para la próxima versión de TARGET, que entrará en funcionamiento en noviembre del 2003. En esta versión se suprimirá el submensaje tipo 100, como consecuencia de la eliminación del mensaje MT100 en la red SWIFT. A partir de noviembre del 2003, para los pagos de clientes sólo se utilizará el mensaje MT103, que está disponible desde noviembre del 2000. No están previstas otras modificaciones del sistema TARGET.

# Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

## Informe Anual

- «Informe Anual 1998», abril 1999.
  - «Informe Anual 1999», abril 2000.
  - «Informe Anual 2000», mayo 2001.
  - «Informe Anual 2001», abril 2002.
  - «Informe Anual 2002», mayo 2003.
- 

## Informe de Convergencia

- «Informe de Convergencia 2000», mayo 2000.
  - «Informe de Convergencia 2002», mayo 2002.
- 

## Boletín Mensual

Artículos publicados a partir de enero de 1999:

- «El área del euro al inicio de la Tercera Etapa», enero 1999.
- «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», enero 1999.
- «Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema», febrero 1999.
- «El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro», abril 1999.
- «El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias», abril 1999.
- «El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación», mayo 1999.
- «La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», mayo 1999.
- «Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro», julio 1999.
- «El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales», julio 1999.
- «El papel internacional del euro», agosto 1999.
- «Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999», agosto 1999.
- «Diferenciales de inflación en una unión monetaria», octubre 1999.
- «Los preparativos del SEBC para el año 2000», octubre 1999.
- «Políticas orientadas a la estabilidad y evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en los años noventa», noviembre 1999.
- «El sistema TARGET y los pagos en euros», noviembre 1999.
- «Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo», noviembre 1999.
- «La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera», enero 2000.
- «Las reservas exteriores y las operaciones del Eurosistema», enero 2000.
- «El Eurosistema y el proceso de ampliación de la UE», febrero 2000.
- «El proceso de consolidación en el sector de la liquidación de valores», febrero 2000.
- «Tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro», abril 2000.

«La UEM y la supervisión bancaria», abril 2000.

«El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria», mayo 2000.

«Evolución y características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro», mayo 2000.

«Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación», julio 2000.

«La transmisión de la política monetaria en la zona del euro», julio 2000.

«El envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro», julio 2000.

«Indicadores de precios y costes de la zona del euro: panorámica general», agosto 2000.

«El comercio exterior de la economía de la zona del euro: principales características y tendencias recientes», agosto 2000.

«Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», octubre 2000.

«Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea», octubre 2000.

«Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE», noviembre 2000.

«Cuestiones suscitadas por la aparición del dinero electrónico», noviembre 2000.

«La zona del euro tras la integración de Grecia», enero 2001.

«Formulación de la política monetaria en un entorno de incertidumbre», enero 2001.

«Relaciones del BCE con los organismos y foros internacionales», enero 2001.

«Características de la financiación empresarial en la zona del euro», febrero 2001.

«Hacia un nivel de servicio uniforme para los pagos al por menor en la zona del euro», febrero 2001.

«La política de comunicación del Banco Central Europeo», febrero 2001.

«Evaluación de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2001.

«El sistema de activos de garantía del Eurosistema», abril 2001.

«La introducción de los billetes y monedas en euros», abril 2001.

«Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario», mayo 2001.

«El nuevo marco para la adecuación de los recursos propios: el enfoque del BCE», mayo 2001.

«Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro», mayo 2001.

«Nuevas tecnologías y productividad en la zona del euro», julio 2001.

«Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro», julio 2001.

«Política fiscal y crecimiento económico», agosto 2001.

«Reformas de los mercados de productos en la zona del euro», agosto 2001.

«La consolidación de las entidades de contrapartida central en la zona del euro», agosto 2001.

«Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria», octubre 2001.

«Características de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las operaciones regulares de mercado abierto del Eurosistema», octubre 2001.

«El canje del efectivo en euros en los mercados fuera de la zona del euro», octubre 2001.

«El contenido informativo de los indicadores sintéticos del ciclo económico de la zona del euro», noviembre 2001.

«El marco de política económica de la UEM», noviembre 2001.

«Los fundamentos económicos y el tipo de cambio del euro», enero 2002.

«Preparativos de los billetes en euros: desde la puesta en circulación hasta el período posterior a su emisión», enero 2002.

«El mercado de valores y la política monetaria», febrero 2002.

«Evolución reciente de la cooperación internacional», febrero 2002.

«Funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro», abril 2002.

«El papel del Eurosistema en los sistemas de pago y de compensación», abril 2002.

«Cambios en las estadísticas de los balances y de los tipos de interés de las IFM», abril 2002.

«La gestión de la liquidez del BCE», mayo 2002.

«Cooperación internacional en materia de supervisión», mayo 2002.

«Incidencia del cambio de moneda sobre la evolución de los billetes y monedas en circulación», mayo 2002.

«Características del ciclo económico de la zona del euro en los años noventa», julio 2002.

«El diálogo del Eurosistema con los países candidatos a la adhesión a la UE», julio 2002.  
 «Evolución de los flujos de inversión directa y de cartera de la zona del euro», julio 2002.  
 «Convergencia de los niveles de precios y competencia en la zona del euro», agosto 2002.  
 «Evolución reciente y riesgos del sector bancario de la zona del euro», agosto 2002.  
 «Ahorro, financiación e inversión en la zona del euro», agosto 2002.  
 «Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro», octubre 2002.  
 «Principales características del mercado de repos de la zona del euro», octubre 2002.  
 «La rendición de cuentas del BCE», noviembre 2002.  
 «La transparencia en la política monetaria del BCE», noviembre 2002.  
 «La composición del crecimiento del empleo en la zona del euro en los últimos años», noviembre 2002.  
 «La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro», enero 2003.  
 «CLS - Finalidad, concepto e implicaciones», enero 2003.  
 «La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», febrero 2003.  
 «Regímenes de tipo de cambio para las economías emergentes», febrero 2003.  
 «La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población», abril 2003.  
 «Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2003.  
 «Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», abril 2003.  
 «Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», mayo 2003.  
 «Electronificación de los pagos en Europa», mayo 2003.  
 «La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno », mayo 2003.  
 «Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», junio 2003.

---

### **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 Altinari, 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. Languenus, 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. Vijselaar y B. Schnatz, abril 2003.
  - 226 «The central banker as a risk manager. Quantifying and forecasting inflation risks», por L. Kilian y S. Manganelli, abril 2003.
  - 227 «Monetary policy in a low pass-through environment», por T. Monacelli, abril 2003.
  - 228 «Monetary policy shocks – a non-fundamental look at the data», por M. Klaeffering, mayo 2003.
  - 229 «How does the ECB target inflation?», por P. Surico, mayo 2003.
  - 230 «The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives», por P. Hartmann, A. Maddaloni y S. Manganelli, mayo 2003.
  - 231 «Price stability and monetary policy effectiveness when nominal interest rates are bounded at zero», por G. Coenen, A. Orphanides y V. Wieland, mayo 2003.
  - 232 «Describing the Fed's conduct with Taylor rules: is interest rate smoothing important?», por E. Castelnuovo, mayo 2003.
  - 233 «The natural real rate of interest in the euro area», por N. Giammarioli y N. Valla, mayo 2003.
  - 234 «Unemployment, hysteresis and transition», por M. León-Ledesma y P. McAdam, mayo 2003.
  - 235 «Volatility of interest rates in the euro area: evidence from high frequency data», por N. Cassola y C. Morana, junio 2003.
  - 236 «Swiss monetary targeting 1974-96: the role of internal policy analysis», por G. Rich, junio 2003.
- 

## Otras publicaciones

- «The TARGET service level», julio 1998.
- «Report on electronic money», agosto 1998.
- «Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations», septiembre 1998.
- «Money and banking statistics compilation guide», septiembre 1998.
- «La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC», septiembre 1998.
- «Third progress report on the TARGET project», noviembre 1998.
- «Correspondent central banking model (CCBM)», diciembre 1998.
- «Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures», enero 1999.
- «Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term», febrero 1999.
- «Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise», julio 1999.
- «The effects of technology on the EU banking systems», julio 1999.
- «Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union», agosto 1999.
- «Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem's view», septiembre 1999.
- «Compendium: Recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998-mayo de 1999», octubre 1999.
- «European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 1999.
- «Estadísticas monetarias y bancarias: Guía de elaboración, Addendum I: Instrumentos del mercado monetario», noviembre 1999.
- «Money and Banking Statistics Sector Manual», segunda edición, noviembre 1999.
- «Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States», noviembre 1999.
- «Correspondent central banking model (CCBM)», noviembre 1999.
- «Cross-border payments in TARGET: A users' survey», noviembre 1999.
- «Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series», noviembre 1999.
- «Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics», diciembre 1999.

«Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures», febrero 2000.

«Interlinking: Data dictionary», versión 2.02, marzo 2000.

«Asset prices and banking stability», abril 2000.

«EU banks' income structure», abril 2000.

«Estadísticas recopiladas y elaboradas por el SEBC», mayo 2000.

«Correspondent central banking model (CCBM)», julio 2000.

«Requisitos de información en el ámbito de las estadísticas económicas generales», agosto 2000.

«Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», agosto 2000.

«Improving cross-border retail payment services», septiembre 2000.

«Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves», octubre 2000.

«European Union balance of payments / international investment position statistical methods», noviembre 2000.

«Information guide for credit institutions using TARGET», noviembre 2000.

«La política monetaria única en la tercera fase: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», noviembre 2000.

«EU banks' margins and credit standards», diciembre 2000.

«Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications», diciembre 2000.

«Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank», enero 2001.

«Cross-border use of collateral: A user's survey», febrero 2001.

«Price effects of regulatory reform in selected network industries», marzo 2001.

«El papel de los bancos centrales en la supervisión prudencial», marzo 2001.

«Money and banking statistics in the accession countries: Methodological Manual», abril 2001.

«TARGET: Annual report», mayo 2001.

«A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises», junio 2001.

«Payment and securities settlement systems in the European Union», junio 2001.

«Why price stability?», junio 2001.

«The euro bond market», julio 2001.

«The euro money market», julio 2001.

«The euro equity markets», agosto 2001.

«La política monetaria del BCE», agosto 2001.

«Monetary analysis: tools and applications», agosto 2001.

«Review of the international role of the euro», septiembre 2001.

«The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing», septiembre 2001.

«Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)», octubre 2001.

«TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001», noviembre 2001.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2001.

«Fair value accounting in the banking sector», noviembre 2001.

«Towards and integrated infrastructure for credit transfers in euro», noviembre 2001.

«Accession countries: balance of payments / international investment position statistical methods», febrero 2002.

«List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2002.

«Labour market mismatches in euro area countries», marzo 2002.

«Compendium: Recopilación de instrumentos jurídicos, junio de 1998 - diciembre de 2001», marzo 2002.

«Evaluation of the 2002 cash changeover», abril 2002.

«TARGET Annual Report 2001», abril 2002.

«La política monetaria única en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», abril 2002.

«Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, covering the period from January 2001 to January 2002», mayo 2002.

«Developments in banks' liquidity profile and management», mayo 2002.

«Criterios de referencia del Eurosistema para la utilización de máquinas recicladoras de efectivo por parte de entidades de crédito y otras entidades establecidas en la zona del euro que participan a título

profesional en la selección y distribución y entrega de billetes al público», mayo 2002.

«Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries», junio 2002.

«TARGET minimum common performance features of RTGS systems within TARGET as at November 2001», junio 2002.

«TARGET Interlinking data dictionary as at November 2001», junio 2002.

«TARGET Interlinking specification as at November 2001», junio 2002.

«TARGET Interlinking user requirement as at November 2001», junio 2002.

«Task force on portfolio investment collection systems, Final Report», junio 2002.

«Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP», julio 2002.

«Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures», julio 2002.

«Financial sectors in EU accession countries», agosto 2002.

«Payment and securities settlement systems in accession countries», agosto 2002.

«TARGET Interlinking specification», noviembre 2002.

«TARGET Interlinking data dictionary», noviembre 2002.

«Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on the MFI balance sheet statistics», noviembre 2002.

«Structural analysis of the EU banking sector», noviembre 2002.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2002.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2002.

«Euro money market study 2001 (MOC)», diciembre 2002.

«EU banking sector stability», febrero 2003.

«Review of the foreign exchange market structure», marzo 2003.

«List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2003.

«Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.

«List of Monetary Financial Institutions in the accession countries», marzo 2003.

«Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions», marzo 2003.

«Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).

Annex I: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics», marzo 2003.

«TARGET Annual Report 2002», abril 2003.

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

«Money, banking and financial market statistics in the accession countries.

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

«Money, banking and financial market statistics in the accession countries.

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

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

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

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

### **Folleto 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.

