



BANCO CENTRAL EUROPEO

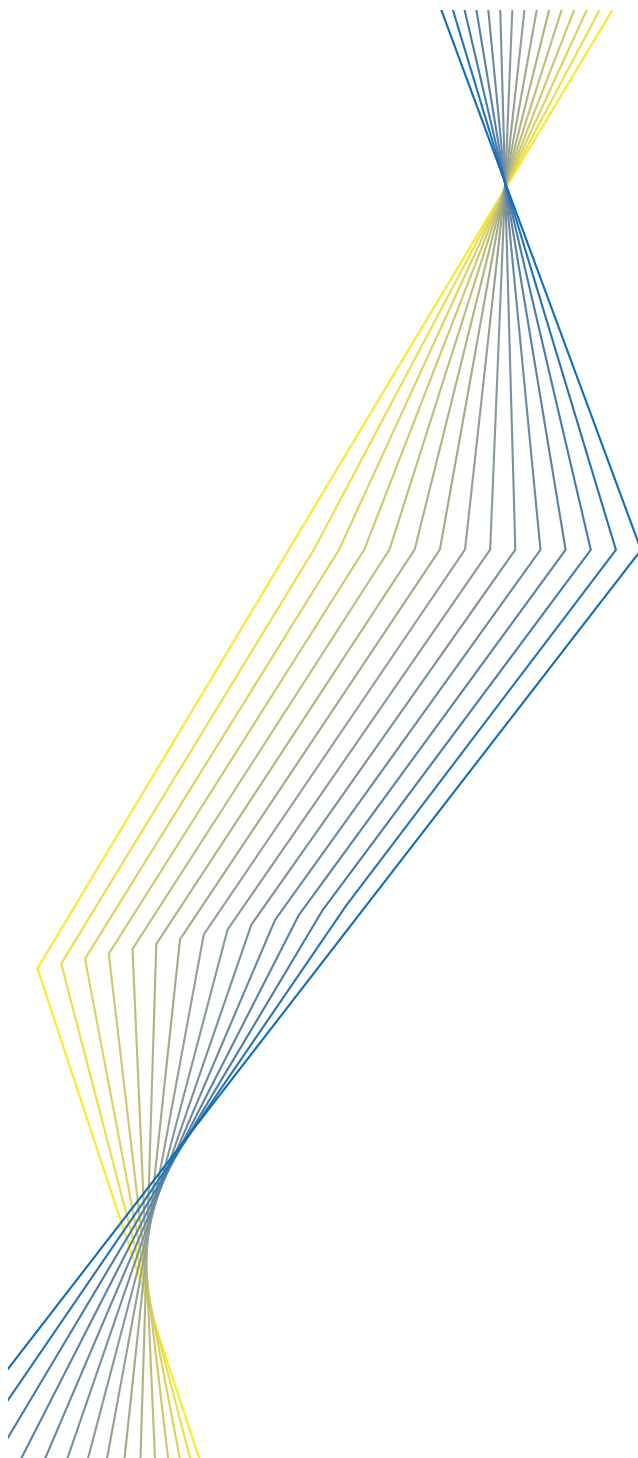
ECB EZB EKT BCE EKP

B O L E T Í N
M E N S U A L

Julio 2000



BANCO CENTRAL EUROPEO



**B O L E T Í N
M E N S U A L**

J u l i o 2 0 0 0

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, 2000

Dirección	Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Alemania
Dirección de correo	Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main Alemania
Teléfono	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 5 de julio de 2000.

ISSN 1561-0268

Índice

Editorial	5
Evolución económica de la zona del euro	7
Evolución monetaria y financiera	7
Evolución de los precios	19
Producto, demanda y mercado de trabajo	22
Tipos de cambio y balanza de pagos	32
Recuadros:	
1 Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de junio de 2000	13
2 El sector de la construcción de la zona del euro	23
3 Orientaciones Generales de Política Económica para el año 2000	29
Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación	37
La transmisión de la política monetaria en la zona del euro	43
Envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro	61
Estadísticas de la zona del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	67*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	71*

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 de América

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>)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme del comercio internacional (revisión 3)
ECU	Unidad Europea de Cuenta
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
MBP4	Cuarta edición del Manual de Balanza de Pagos
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
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 sus reuniones de 21 de junio y 6 de julio de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación los principales tipos de interés del BCE. En consecuencia, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvo en el 4,25%, mientras que los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron invariantes, respectivamente, en el 5,25% y el 3,25%.

Los nuevos datos disponibles tras la subida de tipos de interés del BCE, efectuada el 8 de junio de 2000, no alteran, en principio, las perspectivas de mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Por lo que se refiere al primer pilar de la estrategia, se observa que la media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3, para el período comprendido entre marzo y mayo de 2000, se situó en el 6,3%, nivel idéntico al registrado en el período que transcurrió de febrero a abril del 2000. La persistencia de una significativa desviación del crecimiento de M3 respecto del valor de referencia fijado en el 4,5%, unida a la fuerte expansión de M1 y del crédito al sector privado, indica que la liquidez siguió siendo abundante en la zona del euro durante todo el mes de mayo.

En cuanto al segundo pilar de la estrategia, los últimos datos sobre la evolución de la coyuntura señalan que la economía de la zona del euro ha seguido creciendo a un ritmo vigoroso a comienzos del 2000. La primera estimación realizada por Eurostat sobre el crecimiento del PIB real durante el primer trimestre del año fue del 0,7%. Aunque esta estimación preliminar de la tasa de crecimiento intertrimestral resulte ligeramente inferior a la media observada en el segundo semestre de 1999, otros indicadores apuntan a una expansión sostenida de la economía de la zona. La tasa de crecimiento de la producción industrial no solo aumentó en abril, sino que también se revisó al alza para el primer trimestre. El índice de confianza empresarial alcanzó en junio su cota más alta desde que se iniciaron estas series en 1985, mientras que la confianza de los consumidores se mantuvo en niveles próximos a los máximos históricos. Los datos nacionales indican un fuerte crecimiento del empleo durante el primer trimestre del 2000.

Al mismo tiempo, la evolución del entorno exterior sigue contribuyendo a la expansión económica de la zona del euro. Como consecuencia de estas favorables condiciones, internas y externas, las perspectivas de crecimiento de la zona continúan siendo positivas.

No se han registrado cambios de relieve en el rendimiento de los bonos de la zona del euro ni en el tipo de cambio del euro durante junio y comienzos de julio. A lo largo de este período, disminuyó notablemente el diferencial entre el rendimiento de los bonos de la zona del euro y los bonos estadounidenses. El comportamiento de los mercados de renta fija refleja actualmente las expectativas de que prosiga la expansión económica de la zona del euro y se afiancen sus perspectivas de crecimiento relativo con respecto a Estados Unidos. Al mismo tiempo, la depreciación acumulada del tipo de cambio del euro en términos efectivos desde comienzos del 1999 sigue constituyendo un motivo de preocupación y ha de tomarse en consideración a la hora de evaluar los riesgos para la estabilidad de precios, ya que podría generar nuevas presiones al alza sobre los precios de consumo para el próximo período.

En los últimos meses, la trayectoria de los precios del petróleo ha sido el principal factor determinante de la evolución de los precios en la zona del euro. Por lo que se refiere a los precios de consumo, la inflación, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se mantuvo en el 1,9% en mayo del 2000. El hecho de que la tasa de crecimiento del índice general no haya variado obedece a que el descenso de la tasa de variación interanual de un componente volátil de los precios de los servicios compensó el aumento de la tasa de variación de los precios de la energía. Por su parte, los últimos incrementos del índice general de precios industriales (IPI) son imputables, en su mayoría, a la evolución de los precios de las importaciones de bienes energéticos. La tasa de variación interanual del componente de bienes de consumo del IPI también aumentó recientemente, lo que señala que las últimas subidas de los precios de las importaciones se están trasladando de forma gradual a los bienes de consumo. Los datos de Eurostat sobre los costes la-

borales del conjunto de la zona del euro indican que su incremento en el primer trimestre del 2000 fue muy superior al registrado en 1999. Sin embargo, este hecho puede atribuirse, en parte, a factores de carácter transitorio.

Durante los meses de verano, es probable que la tasa de variación de los precios de consumo de la zona del euro siga acusando los efectos del traslado gradual de las subidas de los precios de las importaciones, que fundamentalmente se deben al aumento del coste de la energía y a la depreciación del tipo de cambio del euro registrada con anterioridad.

Dado el retraso con que se transmiten los efectos de la política monetaria, su influencia sobre la evolución de los precios en una perspectiva a más corto plazo es muy limitada. Por este motivo, la política monetaria debe ser de carácter prospectivo y centrarse en los riesgos que amenazan la estabilidad de precios a medio plazo. En este sentido, en la coyuntura actual, hay que prestar especial atención a una serie de factores. En primer lugar, el fuerte crecimiento de los agregados monetarios y la situación de abundante liquidez requieren una evaluación constante. Además, la evolución de los precios de las importaciones, en la que influye el comportamiento del tipo de cambio del euro y de los precios de las materias primas, afectará a las perspectivas referentes a los precios de la zona del euro. En la fase actual, caracterizada por el afianzamiento del crecimiento económico y las presiones al alza derivadas del precio de las importaciones, es importante que los salarios sigan creciendo, en promedio, a un ritmo compatible con el objetivo de estabilidad de precios. La moderación salarial, unida a la reforma estructural de los mercados de trabajo, productos y

servicios, resulta esencial para sostener el proceso de crecimiento no inflacionista y reducir el desempleo en la zona del euro. Es necesario, a estos efectos, poner en práctica urgentemente las reformas propuestas en las Orientaciones generales de política económica para el año 2000, adoptadas por el Consejo ECOFIN en junio del 2000. Por último, si se considera la zona del euro en su conjunto, la relajación procíclica de la orientación de la política fiscal acentúa los riesgos al alza para la estabilidad de precios. A este respecto, dadas las favorables perspectivas económicas, los actuales planes presupuestarios de la mayoría de los países no son suficientemente ambiciosos.

La presente edición del *Boletín Mensual del BCE* contiene tres artículos. El primero de ellos, titulado «Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación», proporciona información de referencia sobre la introducción de las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación del Eurosistema a partir del período de mantenimiento de reservas que dio comienzo el 24 de junio de 2000. El artículo muestra que la transición al nuevo procedimiento de subasta se ha llevado a cabo con éxito. El segundo artículo analiza las características del mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro. El conocimiento de este mecanismo de transmisión resulta fundamental para un banco central a efectos de evaluar la incidencia de sus medidas en el mantenimiento de la estabilidad de precios. Por último, el artículo titulado «El envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro» examina las posibles repercusiones de los cambios demográficos ocurridos en la zona del euro sobre la política fiscal.

Evolución económica de la zona del euro

I Evolución monetaria y financiera

Decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE

En las reuniones celebradas el 21 de junio y el 6 de julio de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener en el 4,25% el tipo de interés mínimo de puja de las operaciones principales de financiación (ejecutadas mediante subastas a tipo de interés variable con adjudicación a tipo múltiple). Los tipos de interés correspondientes a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito también permanecieron en el 3,25% y en el 5,25%, respectivamente (véase gráfico 1).

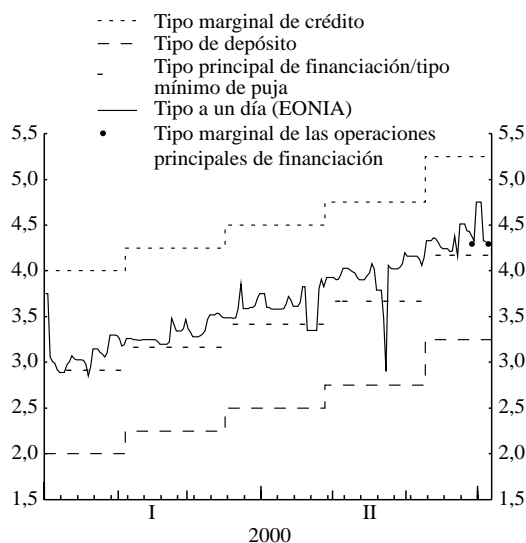
Continúa en mayo el fuerte crecimiento de M3

En mayo del 2000, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 descendió al 5,9%, desde el 6,5% observado en abril del 2000. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3, para el período comprendido entre marzo y mayo del 2000, se mantuvo sin cambios en el 6,3%. Por consiguiente,

Gráfico 1

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

(en porcentaje; datos diarios)

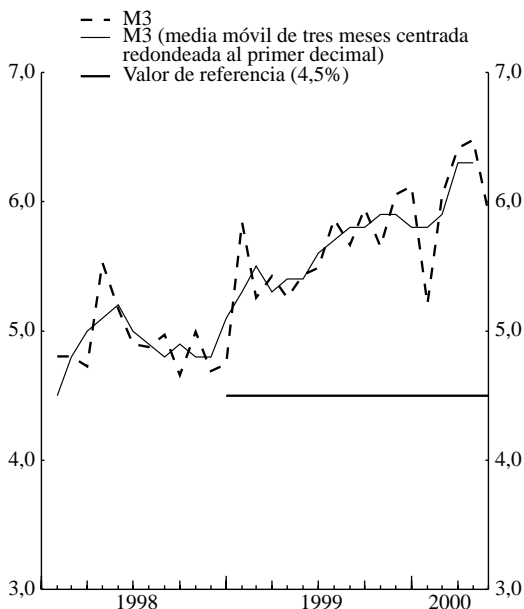


Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 2

Crecimiento de M3 y valor de referencia

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

te, el crecimiento de M3 volvió a situarse casi 2 puntos porcentuales por encima del valor de referencia del 4,5% (véase gráfico 2).

Las variaciones intermensuales desestacionalizadas de M3 correspondientes al período comprendido entre marzo y mayo del 2000 se cifraron, en promedio, en un 0,5% (véase cuadro 1). Esto confirma que, hasta el mes de mayo, el crecimiento a corto plazo de M3 siguió siendo bastante intenso. En dicho mes, la tasa de crecimiento semestral de M3, desestacionalizada y anualizada, fue del 6,5%, frente al 6,6% registrado en abril. Parece que el fuerte y sostenido avance de M3 a comienzos del año 2000 se debió, fundamentalmente, al mayor crecimiento del PIB real y nominal y al aplanamiento de la curva de rendimientos desde enero del 2000.

Por lo que se refiere a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se redujo hasta el 4,9% en mayo del 2000, desde el 5,5% registrado en el mes anterior (véase gráfico 3). Además, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista pasó

Cuadro I

M3: Principales componentes

(saldos a fin de mes y variaciones intermensuales desestacionalizadas)

	May 2000 Saldos	Mar 2000 Variaciones		Abr 2000 Variaciones		May 2000 Variaciones		Mar 2000 a May 2000 Variación media	
	mm de euros	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%
M3	4.931,4	36,8	0,8	14,6	0,3	23,0	0,5	24,8	0,5
Efectivo en circulación y depósitos a la vista (=M1)	1.994,0	16,7	0,8	13,5	0,7	0,1	0,0	10,1	0,5
Otros depósitos a corto plazo (=M2-M1)	2.156,3	3,9	0,2	1,6	0,1	13,1	0,6	6,2	0,3
Instrumentos negociables (=M3-M2)	781,0	16,2	2,3	-0,5	-0,1	9,8	1,3	8,5	1,2

Fuente: BCE.

Nota: Debido al redondeo, la suma de las variaciones de los componentes de M3 en miles de millones de euros puede no coincidir exactamente con la variación total de M3.

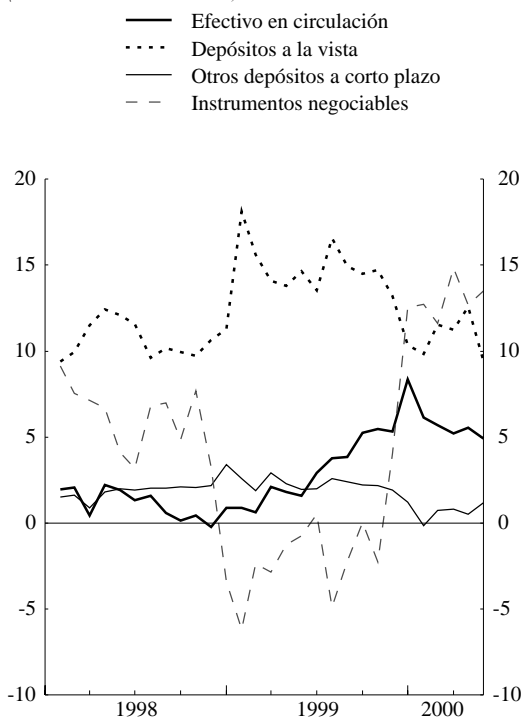
del 9,4% en mayo al 12,6% en abril. Con respecto a los depósitos a la vista, el aumento continuado de los tipos de interés a corto plazo desde el otoño de 1999 puede haber provocado desplazamientos hacia otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables incluidos en M3. Sin embargo, como consecuencia del dina-

mismo de la actividad económica, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió siendo vigorosa. En este sentido, el relativamente elevado grado de incertidumbre existente en los mercados bursátiles de la zona del euro durante los cinco primeros meses del 2000 puede haber estimulado la demanda de depósitos a la vista por motivos de precaución. Como consecuencia de la evolución del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista, la tasa de crecimiento de M1 descendió hasta el 8,6% en mayo del 2000, desde el 11,3% registrado en el mes anterior.

Gráfico 3

Componentes de M3

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el 1,2%, desde el 0,5% observado en abril, lo que refleja la evolución divergente experimentada por los componentes de esta partida. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo de hasta dos años se elevó significativamente en mayo, pasando del 1,3% en abril al 4,7% en mayo. Este incremento se debió, probablemente, al alza gradual de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro y al aplanamiento de la curva de rendimientos observado en los últimos meses. Al mismo tiempo, la tasa de descenso interanual de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses fue del 1,2%, frente al 0,1% de abril. Esto supuso la continuación de la tendencia a la baja experimentada por la demanda de estos instrumentos, que se inició en el verano de 1999 y que,

probablemente, haya tenido su origen en la subida de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro con respecto a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a estos depósitos., con lo que estos resultaron relativamente menos atractivos, en términos de rendimiento.

Como consecuencia del significativo descenso de la tasa de crecimiento interanual de M1, que contrarrestó con creces el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, la tasa de variación interanual del agregado monetario M2 se redujo hasta el 4,6% en mayo, desde el 5,5% observado en abril.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 se elevó hasta el 13,5% en mayo, desde el 12,7% alcanzado el mes anterior, debido a la evolución divergente seguida por los distintos instrumentos. Por una parte, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones de hasta dos años (que representa menos del 2% de M3) pasó del 37,3% en abril al 25,5% en mayo. Por otra parte, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales se incrementó del 2,8% alcanzado en abril al 4,7% en mayo y la de las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario se situó en el 13,6% en abril, frente al 15,6% observado en mayo. En resumen, es probable que el rápido ritmo de crecimiento de los instrumentos negociables haya seguido reflejando el aplanamiento de la curva de rendimientos, consecuencia, fundamentalmente, de la subida de los tipos de interés a corto plazo durante los últimos meses. No obstante, hay que recordar que, dentro del actual marco estadístico del Euro-sistema, no es posible calcular la cantidad de instrumentos negociables emitidos por las IFM en manos de no residentes, aunque, en principio, deben excluirse de M3.

El crecimiento del crédito al sector privado siguió siendo elevado

La tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido a los residentes en la zona del euro se redujo hasta el 7,6% en mayo, desde el 8,1% observado en abril. Esta reducción fue

consecuencia de un nuevo descenso registrado en la tasa de variación interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas, que pasó del -1,2% en abril al -2,6% en mayo. Por el contrario, la tasa de variación interanual del crédito al sector privado se mantuvo prácticamente sin cambios en un elevado 11,3%.

En cuanto al crédito al sector privado, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos permaneció en el 10,1% en el mes de mayo. La tasa de variación semestral, desestacionalizada y anualizada de los préstamos al sector privado fue también del 10,1% en mayo, frente al 10,8% correspondiente a abril. La fortaleza de la actividad económica actual y las favorables perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro han hecho que la expansión de los préstamos al sector privado continuara siendo elevada. Además, el gran número de fusiones y adquisiciones llevado a cabo en dicha zona y la interacción de los préstamos hipotecarios y las significativas subidas de los precios inmobiliarios en algunos países de la zona del euro constituyen factores adicionales en esta evolución. Por último, hay que destacar que, desde un punto de vista histórico, los tipos de interés de los préstamos y los créditos son todavía relativamente bajos. Por lo que respecta a los demás componentes del crédito al sector privado, las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones y de las acciones y participaciones en poder de las IFM apenas experimentaron cambios en mayo, situándose en el 17% y en el 24%, respectivamente.

El nuevo descenso de la tasa de variación interanual del crédito a las Administraciones Públicas obedeció, por una parte, a un menor aumento de los préstamos, con una tasa de crecimiento interanual del 0,3% en mayo, frente al 1% en abril, y a una mayor tasa de descenso interanual, 4,6% frente al 2,8% del mes anterior, de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas en poder de las IFM.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo del sector IFM ascendió ligeramente en mayo, hasta alcanzar el 7,1%, frente al 6,9% de abril. Entre estos pasivos, las tasas de crecimiento interanual de los

Cuadro 2

M3 y sus principales contrapartidas

(saldos a fin de mes y variaciones intermensuales; mm de euros)

	Saldos vivos	Flujos interanuales					
	2000 May	1999 Dic	2000 Ene	2000 Feb	2000 Mar	2000 Abr	2000 May
1. Crédito al sector privado	6.474,5	584,2	538,1	592,5	623,1	655,1	652,7
2. Créditos a las AAPP	2.008,5	34,7	29,0	17,8	-16,5	-25,5	-54,6
3. Activos exteriores netos	189,3	-171,3	-180,8	-120,2	-184,9	-194,5	-167,2
4. Pasivos financieros a más largo plazo	3.680,2	260,8	244,4	249,5	236,5	234,5	243,1
5. Otras contrapartidas (pasivos netos)	60,7	-86,6	-93,0	-31,5	-104,6	-94,5	-83,8
M3 (=1+2+3-4-5)	4.931,4	273,8	235,4	272,4	290,2	295,6	272,0

Fuente: BCE.

Nota: Debido al redondeo, la suma de las contrapartidas de M3 en miles de millones de euros pueden no coincidir exactamente con la variación total de M3.

depósitos a plazo a más de dos años y de los valores distintos de acciones con vencimiento superior a dos años aumentaron moderadamente, hasta situarse en el 4,4% y el 5,8%, respectivamente, desde el 4% y el 5,6% registrados en abril. La tasa de descenso interanual de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses se redujo hasta el 0,6%, desde el 4,6% observado el mes anterior. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas se situó en el 14,4%, frente al 14,8% correspondiente a abril.

En mayo, la posición acreedora neta frente al exterior del sector IFM de la zona del euro experimentó una disminución de 13 mm de euros, en cifras absolutas y sin desestacionalizar, tras el descenso de 23 mm de euros observado el mes anterior.

En resumen, el crédito al sector privado aumentó 653 mm de euros durante los doce meses transcurridos hasta mayo del 2000, mientras que el crédito a las Administraciones Públicas disminuyó 55 mm de euros (véase cuadro 2). Durante el mismo período, los activos exteriores netos del sector IFM descendieron 167 mm de euros. En el pasivo del balance consolidado del sector IFM, M3 y los pasivos financieros a más largo plazo registraron incrementos de 272 mm de euros y 243 mm de euros, respectivamente. Por último, las otras contrapartidas de M3 (pasivos netos) experimentaron un descenso de 84 mm de euros.

La emisión neta de valores distintos de acciones fue relativamente reducida en el mes de abril

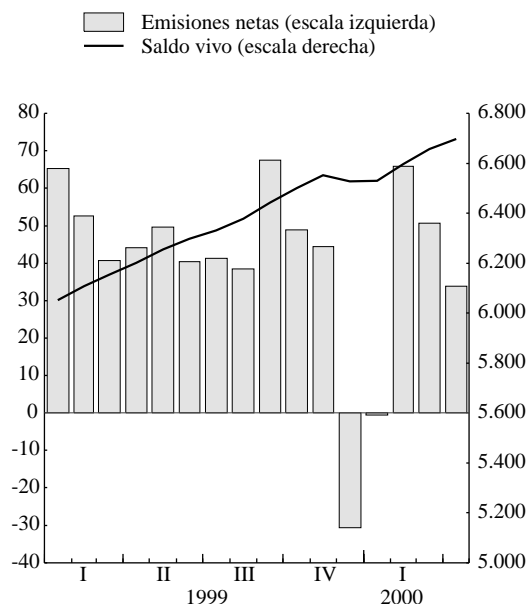
En abril del 2000 la emisión bruta de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro fue de 357,6 mm de euros, frente a los 343,3 mm de euros registrados en abril de 1999 y a una emisión bruta media mensual de 320,7 mm de euros en los doce meses anteriores. Las amortizaciones alcanzaron los 323,7 mm de euros en abril, de modo que, en dicho mes, se registró una emisión neta de 33,8 mm de euros (véase gráfico 4). Esta cifra fue inferior a la emisión neta de 44,1 mm de euros correspondiente a abril de 1999 y a la emisión neta media mensual de 38,3 mm de euros que se observó en los doce meses anteriores. Como consecuencia de ello, el saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro fue de 6.698,2 mm de euros a finales de abril del 2000. Esta cifra se sitúa un 8% por encima del saldo registrado un año antes y contrasta con la tasa de variación interanual del 8,2% correspondiente a marzo del 2000.

La relativamente reducida emisión neta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro en abril del 2000 se concentró, en gran medida, en el segmento a corto plazo del mercado. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por residentes en dicha zona pasó del 12,6% en marzo al 9,7% en abril.

Gráfico 4

Valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Las emisiones netas difieren de la variación del saldo vivo, debido a los cambios de valoración, las reclasificaciones y otros ajustes.

Por el contrario, en este mismo mes, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por residentes en la zona se mantuvo prácticamente sin cambios, en un nivel ligeramente por debajo del 8%.

El desglose por sectores pone de manifiesto que la disminución registrada en la emisión de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro en abril del 2000 obedeció, fundamentalmente, a la moderada actividad emisora de las IFM. Como consecuencia de ello, la tasa de variación interanual del saldo vivo de los valores denominados en euros emitidos por el sector IFM en abril del 2000 disminuyó hasta alcanzar el 10,3%, desde el 11,1% observado en marzo. Al mismo tiempo, el descenso en la actividad emisora de las instituciones financieras no monetarias también contribuyó a la ralentización del crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro. La tasa de variación interanual del saldo vivo de los valores distintos

de acciones en este sector se redujo desde el 42,2% observado en marzo del 2000 hasta el 39,3% en abril. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por sociedades no financieras aumentó desde el 8,2% observado en marzo hasta el 9,8% en abril. En cuanto a los valores distintos de acciones emitidos por el sector público, la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central fue del 3,7% en abril del 2000, cifra ligeramente superior a la tasa de crecimiento del 3,5% alcanzada en marzo del 2000. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por otras Administraciones Públicas se redujo ligeramente, situándose en el 3,3% en abril, frente al 3,4% correspondiente a marzo.

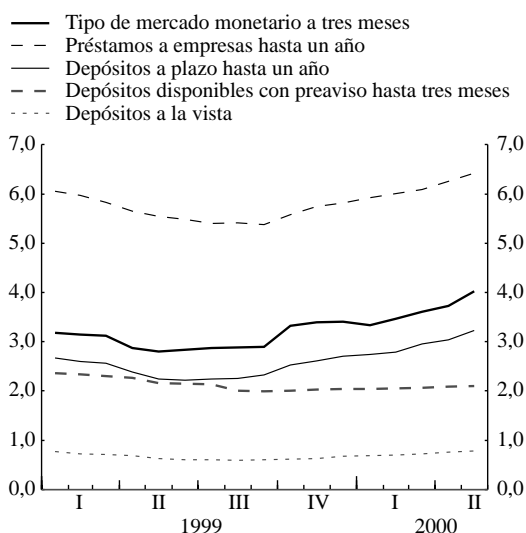
Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela siguieron aumentando en mayo

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro continuaron su ascenso en mayo del 2000 (véase gráfico 5), reflejando la subida de los tipos de interés del mercado monetario durante el mismo período, así como la elevación de los tipos de interés del BCE decidida el 27 de abril. Los tipos de interés medios de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses tendieron a subir ligeramente en el mes de mayo, hasta alcanzar el 0,8% y el 2,1%, respectivamente. Los tipos medios de los depósitos a plazo de hasta un año registraron un incremento de 19 puntos básicos, hasta situarse por encima del 3,2%, mientras que el tipo medio de los préstamos a empresas con vencimiento igual o inferior a un año aumentó 16 puntos básicos, hasta colocarse en el 6,4% en dicho mes. Desde septiembre de 1999, cuando los tipos de interés del mercado monetario comenzaron a subir de forma significativa, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela han aumentado mucho menos que otros tipos de interés de mercado comparables. No obstante, salvo el tipo de interés medio de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses, los tipos de

Gráfico 5

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

(en porcentaje; medias mensuales)



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

interés a corto plazo se situaron en mayo del 2000 muy por encima de los niveles vigentes el año anterior.

En los plazos más largos, los tipos de interés medios aplicados por las entidades de crédito a su clientela también subieron en mayo. El tipo de interés medio de los depósitos a plazo a más de dos años se elevó 16 puntos básicos, hasta situarse algo por encima del 4,4%. Del mismo modo, el tipo de interés medio de los préstamos a hogares para compra de vivienda se incrementó en 18 puntos básicos, hasta el 6,3%, y el tipo medio de los préstamos a empresas registró un aumento de 17 puntos básicos, hasta alcanzar el 6,2% en mayo. En resumen, desde mayo de 1999, cuando los tipos de interés de los mercados de capitales comenzaron a subir, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela han experimentado un avance sustancial. Por ejemplo, el tipo de interés medio de los préstamos a hogares destinados a la compra de vivienda se situó casi 150 puntos básicos por encima del nivel vigente un año antes (véase gráfico 6).

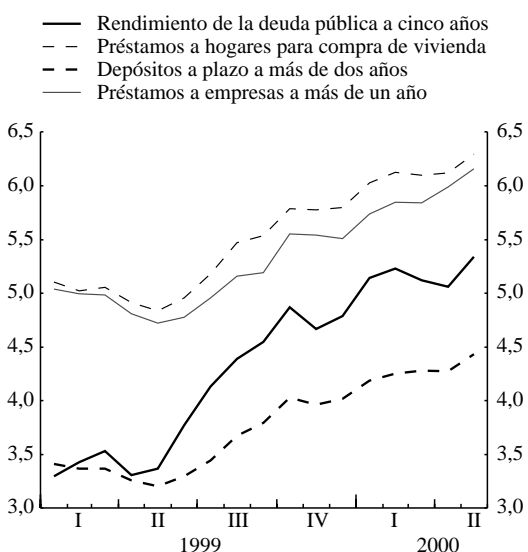
Los tipos de interés del mercado monetario se estabilizan tras la elevación de los tipos de interés del BCE decidida el 8 de junio

Tras haber subido a finales de mayo, al anticipar el mercado las medidas de política monetaria que habría de adoptar el Consejo de Gobierno del BCE, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA, registró un nuevo aumento de alrededor de 15 puntos básicos después de que, el 8 de junio, se anunciara la decisión de elevar 50 puntos básicos los tipos del BCE. Esto indica que el mercado no esperaba un aumento de la magnitud del realizado por el BCE. Tras ajustarse al nuevo nivel del tipo de las operaciones principales de financiación, fijado en el 4,25%, el EONIA fluctuó entre el 4,1% y el 4,5% en los últimos días del período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de junio de 2000. Esta variabilidad obedeció a una restricción imprevista de la liquidez, contrarrestada en parte por la ejecución de una operación de ajuste para inyectar liquidez llevada a cabo por el Eurosistema el 21 de junio de 2000 (véase recuadro 1).

Gráfico 6

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

(en porcentaje; medias mensuales)



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

Recuadro I

Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de junio de 2000

Adjudicaciones de las operaciones de política monetaria

Durante el período de mantenimiento de reservas comprendido entre el 24 de mayo y el 23 de junio de 2000, el Eurosistema ejecutó cuatro operaciones principales de financiación, una operación de ajuste y una operación de financiación a más largo plazo. Las dos primeras operaciones principales de financiación se llevaron a cabo a un tipo de interés fijo del 3,75%, mientras que las otras dos se realizaron a un tipo fijo del 4,25%. Los volúmenes adjudicados oscilaron entre 62 mm y 78,3 mm de euros. La cuantía de las solicitudes presentadas para las operaciones principales de financiación fluctuó entre 1.868 mm y 8.491 mm de euros, con una media de 5.258 mm de euros, frente a la media de 5.761 mm correspondiente al anterior período de mantenimiento de reservas. Los porcentajes de adjudicación de las operaciones principales de financiación variaron entre el 0,87% y el 3,96%, mientras que en el período de mantenimiento anterior oscilaron entre el 1% y el 1,62%. El nuevo máximo, en términos del total de solicitudes presentadas, y el nuevo mínimo, en cuanto al porcentaje de adjudicación, del 0,87% pueden explicarse por las expectativas de una subida de los tipos de interés del BCE en las dos primeras semanas del período considerado.

El 21 de junio de 2000, el BCE llevó a cabo una operación de ajuste para inyectar liquidez, concretada en una operación temporal con vencimiento a un día y ejecutada mediante una subasta a tipo de interés variable. La cuantía solicitada ascendió a 18,8 mm de euros, mientras que la cantidad adjudicada fue de 7 mm de euros. En esta operación participaron 38 entidades de contrapartida. El tipo marginal se situó en el 4,26% y el tipo medio ponderado, en el 4,28%. Un 83% de las solicitudes se adjudicaron al tipo de interés marginal. La operación tuvo por objeto restablecer las condiciones de liquidez adecuadas, tras una fuerte e inesperada utilización de la facilidad de depósito, por importe de 11,2 mm de euros, el 20 de junio.

Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de mayo y el 23 de junio de 2000

	<i>Inyección de liquidez</i>	<i>Drenaje de liquidez</i>	<i>Contribuciones netas</i>
(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema	201,3	0,8	+ 200,5
Operaciones principales de financiación	140,9	-	+ 140,9
Operaciones de financiación a más largo plazo	59,9	-	+ 59,9
Facilidades permanentes	0,3	0,8	- 0,5
Otras operaciones	0,2	0,0	+ 0,2
(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario	378,1	464,5	- 86,4
Billetes en circulación	-	354,1	- 354,1
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	38,3	- 38,3
Activos exteriores netos (incluido el oro)	378,1	-	+ 378,1
Otros factores (netos)	-	72,1	- 72,1
(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)			114,1
(d) Reservas mínimas exigidas			113,4

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debidas al redondeo.

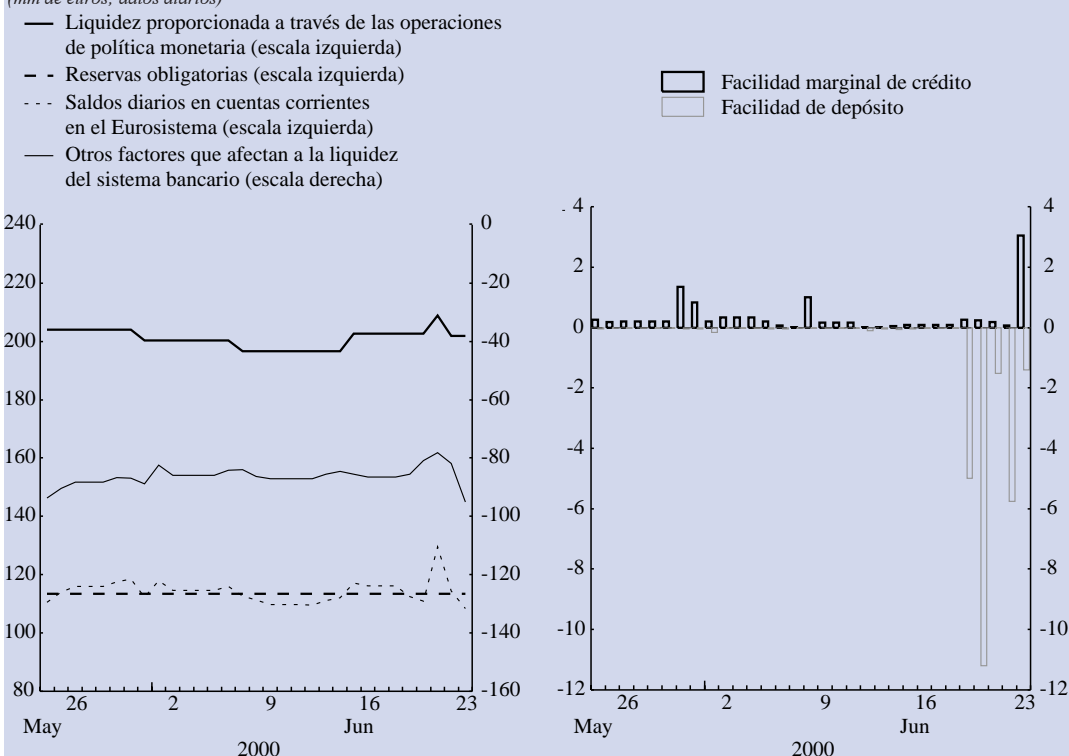
El 31 de mayo el Eurosistema llevó a cabo una operación de financiación a más largo plazo mediante una subasta a tipo variable, en la que el volumen adjudicado, anunciado previamente, fue de 20 mm de euros. El número total de entidades de contrapartida que participaron en esta operación fue de 301 y la cuantía total de las solicitudes ascendió a 64,3 mm de euros. El tipo de interés marginal se fijó en el 4,4%, mientras que el tipo medio ponderado se situó 2 puntos básicos por encima, es decir, en el 4,42%.

En las dos primeras semanas del período de mantenimiento de reservas, la evolución del tipo EONIA estuvo determinada, en primer lugar, por las expectativas y, en segundo lugar, por el aumento efectivo de los tipos de interés del BCE. Aunque la situación de liquidez era bastante holgada, existía un importante diferencial entre el tipo EONIA y el tipo de la operación principal de financiación. Tras la decisión del Consejo de Gobierno, de 8 de junio, de elevar los tipos del BCE 50 puntos básicos, el tipo EONIA pasó del 4,06% el miércoles 7 de junio al 4,33% el viernes 9 de junio. A partir del 13 de junio, dicho tipo comenzó a disminuir de forma constante, hasta alcanzar un nivel del 4,21% el lunes 19 de junio, al aumentar las expectativas de que el BCE trataría de que el período de mantenimiento llegara a su fin sin problemas. Sin embargo, la absorción de liquidez que se había llevado a cabo el 20 de junio mediante el cuantioso recurso a la facilidad de depósito volvió a empujar al alza el tipo EONIA, que alcanzó un nivel del 4,38% el 21 de junio. La inyección de liquidez efectuada el 21 de junio a través de la operación de ajuste del BCE permitió que los tipos bajaran de nuevo ese mismo día por la tarde y el día siguiente (22 de junio). El viernes 23 de junio, último día del período de mantenimiento, la intensidad relativa de las operaciones interbancarias, especialmente por la tarde, y el ligero y anticipado recurso neto a la facilidad marginal de crédito observado al final del día dieron lugar a una nueva subida del tipo EONIA hasta el 4,51%.

Si se compara con el período de mantenimiento de reservas anterior, la utilización media diaria de la facilidad marginal de crédito disminuyó ligeramente de 0,4 mm a 0,3 mm de euros, mientras que el uso medio de la facilidad de depósito pasó de 2,3 mm a 0,8 mm de euros. Esta última media se debió al recurso a la facilidad de depósito, que se aproximó a cero la mayoría de los días y a su utilización excepcionalmente elevada en tres días concretos.

Factores determinantes de la liquidez del sistema bancario durante el período de mantenimiento que terminó el 23 de junio de 2000

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

Factores de liquidez que no están relacionados con la política monetaria

El efecto neto de drenaje de liquidez de los factores autónomos (es decir, los que no están relacionados con la política monetaria) en la liquidez del sistema bancario [rúbrica (b) del cuadro anterior] fue de 86,4 mm de euros en promedio, es decir, 2,3 mm de euros menos que durante el anterior período de mantenimiento de reservas. Esto se

debió, principalmente, a un descenso de los depósitos netos de las Administraciones Públicas. Este efecto de inyección de liquidez se vio contrarrestado, en parte, por una disminución de los activos exteriores netos y un ligero aumento de los billetes en circulación. La suma diaria del valor de los factores autónomos osciló entre 71,1 mm y 95,1 mm de euros.

Saldos de las entidades de contrapartida en cuentas corrientes

El saldo medio en cuentas corrientes fue de 114,1 mm de euros, mientras que las reservas mínimas obligatorias alcanzaron los 113,4 mm de euros. La diferencia entre estas dos variables se cifró, por lo tanto, en 0,7 mm de euros, de los cuales alrededor de 0,2 mm de euros correspondían a saldos en cuentas corrientes que no contribuyen al cumplimiento de las reservas mínimas, y 0,5 mm de euros, al exceso de reservas.

A partir del período de mantenimiento de reservas que comenzó el 24 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Euro-sistema se han realizado mediante subastas a tipo de interés variable con adjudicación a tipo múltiple, con un tipo de interés mínimo para las pujas del 4,25%. Los tipos marginales de adjudicación de las dos operaciones que se liquidaron el 28 de junio y el 5 de julio fueron del 4,29% (véase el artículo titulado «Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación» en el presente *Boletín Mensual del BCE*). Durante la mayor parte de las dos primeras semanas de este período de mantenimiento de reservas, el tipo EONIA se negoció en torno al 4,30%. Este tipo solo experimentó una subida transitoria hasta el 4,75% el 30 de junio, debido al deseo de los participantes en los mercados financieros de ajustar sus balances a finales del segundo trimestre, como ya había ocurrido a finales de junio de 1999.

Tras el anuncio de la decisión del Consejo de Gobierno del BCE, de 8 de junio de 2000, de elevar los tipos de interés, también subieron otros tipos de interés del mercado monetario. Así, entre el 8 y el 9 de junio del 2000, los tipos EURIBOR a un mes y a tres meses aumentaron 19 y 13 puntos básicos, respectivamente. Después de este ajuste al alza, los tipos EURIBOR a un mes y a tres meses se mantuvieron prácticamente sin cambios entre el 9 de junio y el 5 de julio de 2000 (véase gráfico 7).

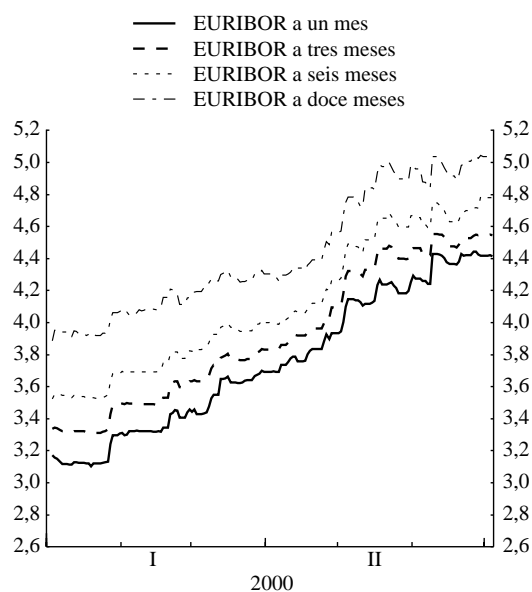
Las expectativas de los mercados financieros con respecto a los tipos de interés apenas se modificaron entre finales de mayo y el 5 de julio de 2000, tal y como muestra el EURIBOR a tres

meses implícito en los contratos de futuros. El EURIBOR a tres meses implícito en los contratos de futuros para entrega en septiembre y diciembre de 2000 y marzo del 2001, después de registrar una subida inmediatamente después de que, el 8 de junio, se anunciara el aumento de los tipos de interés, descendió ligeramente en lo que restaba de mes. El 5 de julio estos tipos se situaban en el 4,77%, 5,10% y 5,17%, respectivamente, lo que suponía 11, 4 y 3 puntos básicos por debajo de los niveles vigentes a finales de mayo del 2000. Los tipos EURIBOR a seis meses y a doce meses experimentaron un incremento

Gráfico 7

Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

de 11 y 5 puntos básicos entre finales de mayo y el 5 de julio, hasta situarse en el 4,78% y 5,04%, respectivamente.

En la operación de financiación a más largo plazo del Eurosistema, liquidada el 29 de junio de 2000, los tipos de adjudicación marginal y medio fueron del 4,49% y del 4,52%, respectivamente, es decir, 6 y 3 puntos básicos por debajo del tipo EURIBOR a tres meses vigente el día en que se realizó dicha operación.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo fue prácticamente estable en junio

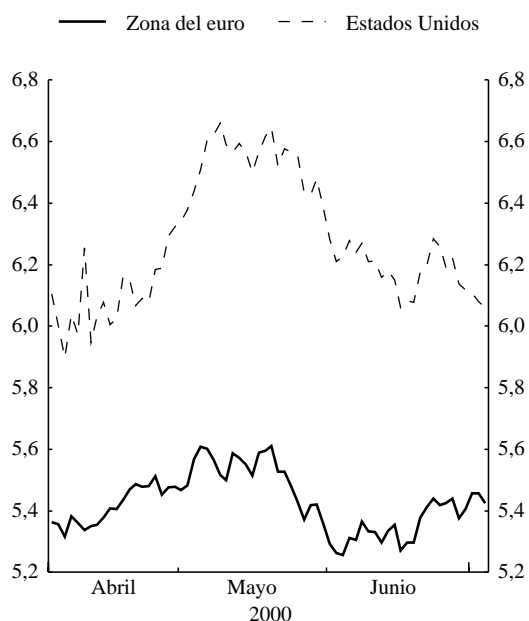
Tras un breve período, en mayo, en el que los tipos de interés a largo plazo disminuyeron, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo no mostró una tendencia clara durante el mes de junio y primeros de julio del 2000 (véase gráfico 8). El 5 de julio de 2000, el nivel medio del rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se situó en torno al 5,4%, nivel ligeramente superior al observado a finales de mayo del 2000. Por el contrario, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo descendió entre finales de mayo y el 5 de julio. El diferencial entre el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años y los de la zona del euro se redujo en torno a 40 puntos básicos durante este período, hasta alcanzar un nivel cercano a los 65 puntos básicos el 5 de julio.

Entre finales de mayo y el 5 de julio, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años registró una disminución de 30 puntos básicos, aproximadamente, hasta situarse en torno al 6,05%, lo que supuso un descenso acumulado de alrededor de 90 puntos básicos, desde el máximo alcanzado a finales de enero del 2000. Como sucedió en mayo, parece que la evolución de los mercados de renta fija estadounidenses durante el mes de junio se debió, sobre todo, a cambios de valoración por parte de los inversores que podrían haber revisado a la baja sus expectativas sobre el crecimiento y la inflación y, como consecuencia de ello, también sobre los tipos de interés a corto plazo futuros en Estados Unidos.

Gráfico 8

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

(porcentajes; 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.

En Japón, el rendimiento de los bonos a diez años aumentó 10 puntos básicos entre finales de mayo del 2000 y el 5 de julio, hasta situarse en el 1,75%. A este aumento pareció contribuir un renovado optimismo sobre el ritmo de recuperación de la economía japonesa, basado en los últimos informes oficiales. Además, la subida significativa de las cotizaciones bursátiles japonesas durante el mes de junio puede haber generado nuevas presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos japoneses a largo plazo, al provocar que algunos inversores deshicieran algunas de sus posiciones consideradas como «más seguras». Asimismo, las preocupaciones de algunos participantes en los mercados acerca de las posibles consecuencias de una expansión anticipada del gasto público pueden haberse sumado a las presiones alcistas sobre el rendimiento de los bonos japoneses.

La caída de los tipos de interés estadounidenses a largo plazo durante el mes de junio y comienzos de julio apenas influyó en los mercados de

renta fija de la zona del euro, tal y como indica la estabilidad general del rendimiento de la deuda pública durante ese período en dicha zona. Del mismo modo, la decisión adoptada el 8 de junio de elevar los tipos de interés del BCE tuvo un efecto inmediato y limitado en los mercados de renta fija de la zona. En la segunda mitad de junio, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro registró un ligero incremento, en un momento en que subieron los precios del petróleo y tras la publicación de algunos datos que mostraban que la inflación prevista sería más elevada en algunos países concretos de dicha zona y que confirmaban los indicios sobre una mejora de las perspectivas de crecimiento.

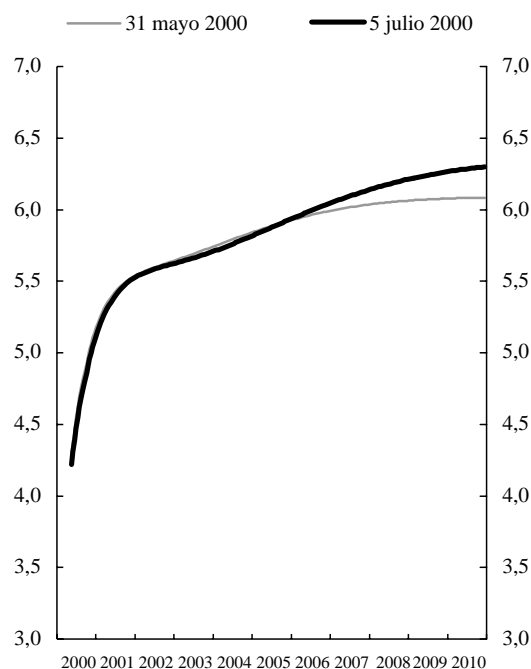
La curva de rendimientos de la zona del euro siguió aplanándose durante el mes de junio, aunque a un ritmo algo más lento que en los meses anteriores. Entre finales de mayo del 2000 y el 5 de julio, la pendiente de la curva, medida por la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y el tipo de interés EURIBOR a tres meses, disminuyó 5 puntos básicos aproximadamente, hasta situarse por debajo de los 90 puntos básicos. Este aplanamiento de la pendiente de la curva de rendimientos se debió a las subidas de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario ocurridas durante este período, ya mencionadas anteriormente. La curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la zona del euro solo mostró ligeras variaciones entre finales de mayo y comienzos de julio del 2000 (véase gráfico 9).

La evidencia del mercado de bonos franceses indiciados con la inflación sugiere que las expectativas del mercado sobre el crecimiento a largo plazo y la inflación de la zona del euro se mantuvieron bastante estables en el mes de junio y los primeros días de julio. En concreto, el rendimiento real del bono francés a diez años indiciado con la inflación solo se redujo marginalmente entre finales de mayo y el 5 de julio, mientras que la tasa de inflación implícita a diez años, obtenida de la diferencia entre los bonos franceses nominales y los indiciados con la inflación se incrementó en torno a 5 puntos básicos en el mismo período. El cambio limitado registrado

Gráfico 9

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE. 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*.

en la tasa de inflación implícita durante el mes de junio oculta el hecho de que esta medida de las expectativas de inflación a largo plazo se redujo alrededor de 10 puntos básicos en los días inmediatamente posteriores al anuncio sobre los tipos de interés del BCE efectuado el 8 de junio, para volver a subir, posteriormente, en las dos últimas semanas de junio y a comienzos de julio. Esta evolución señalaría que el ligero aumento registrado por las expectativas de inflación a largo plazo de los mercados, durante el último período, superó cualquier efecto moderador que la decisión sobre los tipos de interés hubiera podido tener sobre las expectativas de inflación. Sin embargo, como siempre, los cambios observados en la tasa de inflación implícita, y en concreto las variaciones relativamente pequeñas, deberían interpretarse con mucha cautela.

La volatilidad de los mercados de renta variable disminuyó ligeramente en junio

Tras el elevado grado de volatilidad observado en los mercados internacionales de renta variable entre marzo y mayo del 2000, los mercados bursátiles parecen haber estado algo más calmados en junio. En el período comprendido entre finales de mayo y el 5 de julio, en la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX apenas registró variaciones. Por el contrario, en Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 aumentó aproximadamente un 2% y, en Japón, el índice Nikkei 225 registró una subida de alrededor de un 4% (véase gráfico 10). Comparados con los niveles vigentes a finales de 1999, el 5 de julio las cotizaciones bursátiles se habían incrementado en torno a un 2,5% en la zona del euro, mientras que, por el contrario, en Estados Unidos y en Japón habían descendido un 1% y un 7%, respectivamente.

Si se considera, en primer lugar, el entorno internacional de los mercados de renta variable, tras la recuperación registrada a finales de mayo, las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos continua-

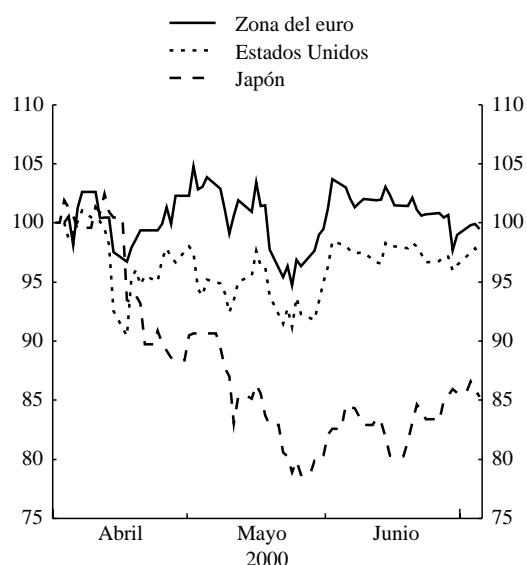
ron con una tendencia alcista a comienzos de junio para mantenerse prácticamente sin cambios después. En la medida en que los participantes en el mercado consideraron que los datos económicos hechos públicos apuntaban hacia una ralentización en el ritmo de la actividad económica de Estados Unidos, parece que se ha producido una reducción de las expectativas sobre el nivel futuro de los beneficios empresariales. No obstante, parece que el descenso registrado por los tipos de interés estadounidenses a largo plazo durante el mes de junio podría compensar cualquier presión a la baja sobre las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos.

La volatilidad del mercado de renta variable estadounidense experimentó un descenso durante el mes de junio. Este patrón de volatilidad decreciente y de aumentos de las cotizaciones bursátiles fue particularmente acusado en el sector tecnológico. Entre finales de mayo y el 5 de julio, el índice Nasdaq compuesto, que incluye una parte importante de los valores tecnológicos, registró un ascenso de alrededor del 14%. La volatilidad implícita del índice Nasdaq 100 se redujo desde el 63% anual a finales de mayo hasta el 48% anual el 5 de julio. Sin embargo, el nivel de volatilidad se mantuvo muy por encima de los niveles medios observados en los últimos años.

Gráfico 10

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

(índice; 1 abril 2000=100; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

En Japón, las cotizaciones bursátiles se recuperaron de manera pronunciada durante el mes de junio. Dicho incremento pareció reflejar el creciente optimismo existente acerca de las perspectivas económicas de este país. No obstante, como se comentó anteriormente, el 5 de julio las cotizaciones bursátiles japonesas seguían estando muy por debajo de los niveles registrados a finales de 1999.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, apenas habían registrado cambios el 5 de julio, si se comparan con el nivel observado a finales de mayo, por lo que se mantuvieron a un nivel que estaba un 2,5% por encima de los niveles vigentes a finales de 1999. El mercado bursátil no registró movimientos en sus cotizaciones, a pesar de que, durante el mes de junio, se publicaron una serie de indicadores económi-

cos que señalaban que, en los próximos meses, la actividad económica de la zona del euro sería más intensa de lo esperado.

Al igual que en Estados Unidos, la volatilidad de los mercados registró un descenso acusado en la

zona del euro durante el mes de junio. Así la volatilidad implícita del índice Dow Jones EURO STOXX 50 descendió de un 26% anual a finales de mayo a un 22% anual el 5 de julio, el nivel más bajo observado desde diciembre de 1999.

2 Evolución de los precios

La inflación, medida por el IAPC, permaneció sin cambios en mayo del 2000

El incremento interanual del Índice general Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro se situó, en mayo del 2000, en el 1,9%, la misma tasa de incremento del mes anterior. Sin embargo, esta estabilidad en la tasa de

incremento oculta el movimiento alcista de la variación interanual de un conjunto de subcomponentes del IAPC, muy especialmente la de energía y los alimentos sin elaborar. Por el contrario, a medida que los efectos de la evolución de un componente volátil remitían, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios disminuyó en mayo del 2000 (véase cuadro 3).

Cuadro 3

Evolución de precios y costes en la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1997	1998	1999	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
				III	IV	I	II	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes													
Índice general	1,6	1,1	1,1	1,1	1,5	2,0	.	1,9	2,0	2,1	1,9	1,9	.
Del cual:													
Bienes	1,2	0,6	0,8	0,9	1,5	2,3	.	2,2	2,3	2,6	2,0	2,3	.
Alimentos	1,4	1,6	0,5	-0,2	0,4	0,4	.	0,4	0,6	0,4	0,6	0,8	.
Alimentos elaborados	1,4	1,4	0,9	0,6	0,9	1,0	.	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	.
Alimentos no elaborados	1,4	1,9	0,0	-1,4	-0,3	-0,3	.	-0,5	0,0	-0,5	0,2	0,6	.
Bienes industriales	1,0	0,1	1,0	1,5	2,1	3,4	.	3,1	3,2	3,7	2,7	3,1	.
Bienes indust. no energéticos	0,5	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	.	0,7	0,5	0,6	0,5	0,6	.
Energía	2,8	-2,6	2,2	4,6	7,8	13,6	.	12,0	13,5	15,3	10,5	12,2	.
Servicios	2,4	2,0	1,5	1,5	1,4	1,6	.	1,7	1,6	1,6	1,9	1,6	.
Otros indicadores de precios y costes													
Precios industriales ¹⁾	1,1	-0,8	0,0	0,7	3,1	5,7	.	5,1	5,8	6,3	5,7	.	.
Costes laborales unitarios ²⁾	0,7	0,0	1,1	0,9	0,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo ²⁾	1,7	1,4	0,8	1,1	1,7	.	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado ²⁾	2,4	1,4	1,9	2,0	2,1	.	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales por hora ³⁾	2,5	1,6	2,1	2,2	2,4	3,5	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (EUR/barril) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	19,7	23,0	27,1	29,1	24,9	27,6	28,4	24,6	30,4	31,5
Precios de las materias primas ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	1,1	14,0	19,9	18,3	19,4	20,0	20,2	19,4	22,8	12,9

Fuentes: Eurostat, datos nacionales, International Petroleum Exchange, HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburgo) y cálculos del BCE.

1) Excluida la construcción.

2) Total de la economía.

3) Total de la economía (excluidos la agricultura, las Administraciones Públicas, la educación, la sanidad y otros servicios).

4) Brent (para entrega dentro de un mes). ECU hasta diciembre de 1998.

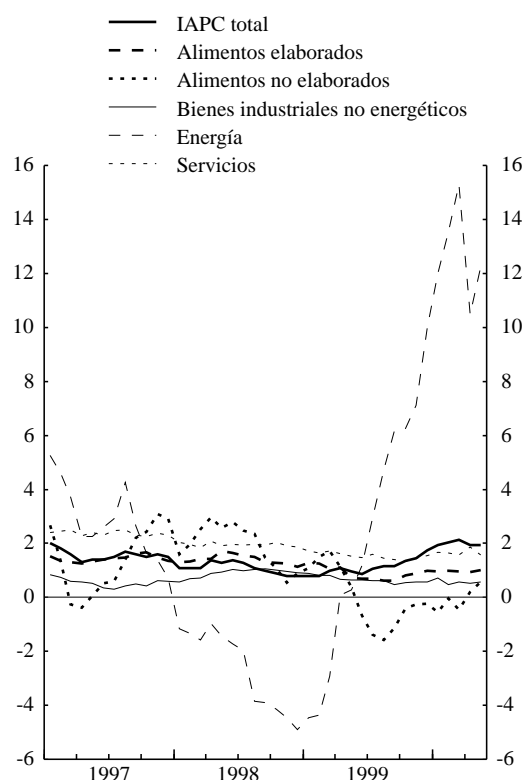
5) Excluida la energía. En euros; ECU hasta diciembre de 1998.

Como se esperaba, tras el fuerte repunte de los precios del petróleo, desde una media de 24,6 euros por barril en abril del 2000 hasta los 30,4 euros por barril de mayo, la tasa interanual de crecimiento de los precios de la energía aumentó hasta el 12,2% en mayo del 2000, en comparación con el aumento del 10,5% correspondiente al mes de abril (véase gráfico 11). Esta evolución del precio del petróleo era reflejo, a su vez, tanto de unos altos precios del petróleo en los mercados internacionales, como de la depreciación del tipo de cambio del euro en el período transcurrido hasta mediados del mes de mayo. Desde entonces, aunque el tipo de cambio del euro ha experimentado una ligera apreciación, los precios han continuado subiendo en los mercados internacionales, empujando el precio del petróleo hasta los 31,5 euros por barril en el mes de junio. Además, existe el peligro de que, si dicha evolución persiste, se produzca un efecto adicional retardado sobre los precios de los componentes de productos no energéticos y de servicios del IAPC.

Gráfico 11

IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes

(tasa de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Además de los mayores incrementos de los precios de la energía, los precios de los alimentos sin elaborar y —en menor medida— de los elaborados, registraron también aumentos de sus tasas interanuales de crecimiento en mayo del 2000, del 0,6% y el 1%, respectivamente. Igualmente, el incremento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos experimentó una inflexión al alza de 0,1 puntos porcentuales, para situarse en el 0,6% en mayo del 2000. Con este leve aumento, la actual tasa de incremento de los precios de los bienes industriales no energéticos permanece por debajo del nivel medio alcanzado tanto en 1998 como en 1999. En este contexto, parece lógico esperar un impacto alcista más significativo sobre los precios de los bienes industriales no energéticos, a consecuencia de la repercusión de los incrementos de precios en las etapas iniciales del proceso productivo, como refleja la evolución de los precios industriales. Entretanto, a medida que remitían los efectos del aumento en los precios relativamente volátiles de las vacaciones organizadas, la variación interanual de los precios de los servicios en la zona del euro cayó en 0,3 puntos porcentuales hasta situarse en el 1,6% en el mes de mayo.

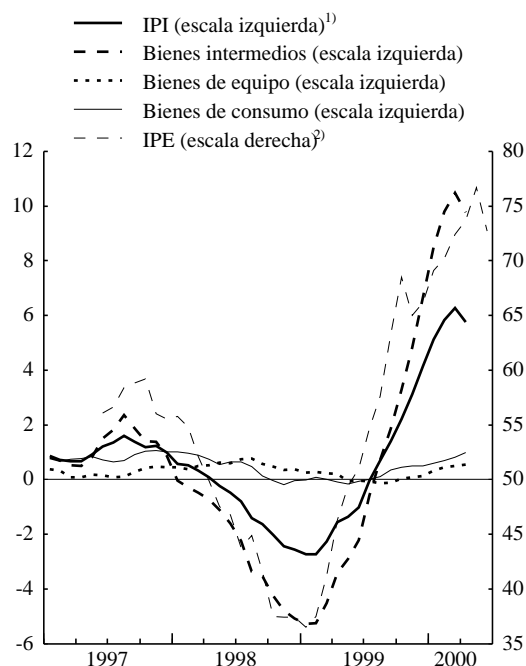
La inflación de los precios industriales disminuyó ligeramente en abril del 2000

En abril del 2000, la tasa interanual de crecimiento de los precios industriales totales de la zona del euro se redujo hasta situarse en el 5,7%, en comparación con el incremento del 6,3% alcanzado en marzo (véase gráfico 12). Aunque esta era la primera disminución de la tasa interanual de crecimiento de los precios industriales desde febrero de 1999, se trataba de un recorte anticipado, dada la disminución de los precios del petróleo en abril del 2000 y el efecto escalón asociado con el aumento de los precios industriales entre marzo y abril de 1999. En términos de los componentes del Índice de Precios Industriales (IPI), esta disminución de los precios del petróleo se reflejó claramente en los precios de los bienes intermedios, cuya variación interanual cayó desde el 10,5% hasta el 9,8% en abril del 2000. Por el contrario, continuando la tendencia observada entre mediados y finales de 1999, el

Gráfico 12

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

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y Reuters.

1) Precios industriales; tasas de variación interanual; 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 del 50% representa un incremento del precio de dichos consumos intermedios, mientras que los valores inferiores al 50% suponen una disminución.

incremento interanual de los precios de los bienes industriales de consumo aumentó hasta el 1% en abril del 2000, desde el 0,8% alcanzado en el mes de marzo. En conjunto, la evolución más reciente de los precios de los bienes de consumo del IPI, aunque aún bastante moderada, es coherente con la repercusión esperada del aumento de los precios de las materias primas y productos intermedios sobre los precios de los productos finales, en el tramo final de la cadena de producción. No obstante, a diferencia de lo ocurrido con los precios de los bienes de consumo, la tasa interanual de crecimiento de los precios de los bienes de equipo se mantuvo estable en el 0,5% en el mes de abril, sin cambios respecto de su nivel del mes de marzo.

Considerando la evolución a corto plazo de los precios industriales desde abril del 2000, es probable que el significativo aumento de los precios del petróleo en mayo haya dado lugar a renovadas presiones alcistas sobre el IPI. En este contexto, el Índice de Precios de la Eurozona (IPE), que mide los precios que los fabricantes pagan por sus *inputs*, aumentó también significativamente en mayo del 2000. Sin embargo, este aumento se invirtió posteriormente en el mes de junio (véase gráfico 12), reflejando quizás la apreciación más reciente del tipo de cambio del euro, así como la reducción de los precios de los productos no energéticos. En conjunto sin embargo, la evolución del IPE sigue sugiriendo la existencia de presiones alcistas sobre los costes de los factores en el sector manufacturero de la zona del euro.

El crecimiento de los costes laborales nominales se aceleró en el primer trimestre del 2000

Una primera estimación del crecimiento de los costes laborales por hora en el primer trimestre del 2000 muestra un aumento interanual significativo del 3,5%, 1,1 puntos porcentuales por encima de la tasa de crecimiento del último trimestre de 1999 (véase cuadro 3). Este repunte del crecimiento de los salarios nominales no se correspondía plenamente con las expectativas basadas en la información existente sobre negociaciones salariales, aunque puede explicarse —al menos parcialmente— por las bonificaciones y otros pagos puntuales realizados en una economía importante de la zona del euro, que no se espera que persistan durante el resto del presente año. Los costes laborales unitarios crecieron tan sólo un 0,4% en el último trimestre de 1999. Se espera que, en el primer trimestre del 2000, la remuneración por asalariado haya aumentado en línea con la evolución reseñada de los costes laborales por hora trabajada. Así pues, aunque es probable que el crecimiento de la productividad siga siendo vigoroso, se espera que el incremento interanual de los costes laborales unitarios haya experimentado una aceleración en el primer trimestre del 2000.

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

Crecimiento sostenido del producto a principios del 2000

Según las estimaciones iniciales publicadas por Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 3,2% en el primer trimestre del 2000 en comparación con el año anterior, crecimiento ligeramente mayor que el 3,1% registrado en el cuarto trimestre de 1999 (véase cuadro 4). Dicho crecimiento intertrimestral correspondiente al primer trimestre del 2000 fue del 0,7%. El crecimiento se debió principalmente a la demanda interna, cuya contribución se acercó al 0,7%, mientras que la contribución de las exportaciones netas fue tan sólo ligeramente positiva. Todos los demás indicadores apuntan a un fuerte crecimiento de la economía nacional y del PIB en el primer trimestre del año y, más adelante, podrían ser revisados al alza.

La demanda de consumo registró una variación nula en el primer trimestre del 2000 y el crecimiento interanual cayó hasta el 1,5%, desde el 2,4% correspondiente al último trimestre de 1999, aunque esto puede explicarse, en parte, por el hecho de que la Semana Santa cayó en dicho año a finales de abril, fecha relativamente

tardía. El débil crecimiento de la demanda de consumo se vio compensado, en parte, por el fuerte aumento de la formación bruta de capital fijo. Después de una ligera ralentización hacia finales del año pasado, el crecimiento de la formación de capital fijo se recuperó y alcanzó una tasa intertrimestral del 2,1% en el primer trimestre del presente año. El crecimiento del consumo público se mostró vigoroso también, y las variaciones de las existencias tuvieron una contribución nula al crecimiento intertrimestral e interanual en el primer trimestre del 2000. Por último, las importaciones y exportaciones, incluyendo el comercio intracomunitario, crecieron a tasas similares en el primer trimestre, un 3,2% más altas que en el primer trimestre de 1999. La contribución del comercio neto al crecimiento del PIB en el primer trimestre del 2000, fue inferior a 0,1 puntos porcentuales.

Se estima que el valor añadido bruto real de la zona del euro, que fue objeto de análisis en el *Boletín Mensual del BCE* de mayo del 2000 (véase recuadro 3, en «Estructura y evolución del valor añadido en la zona del euro»), ha aumentado un 0,9% en el primer trimestre del presente año, siendo la contribución de los servicios y la indus-

Cuadro 4

Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	2000	1999	1999	1999	1999	2000
				I	II	III	IV	I	I	II	III	IV	I
Producto interior bruto real	2,3	2,7	2,3	1,8	2,0	2,5	3,1	3,2	0,7	0,6	1,0	0,8	0,7
Del cual:													
Demanda interna	1,7	3,4	2,8	2,9	2,9	2,9	2,6	2,4	0,9	0,5	0,6	0,6	0,7
Consumo privado	1,5	3,0	2,5	2,7	2,4	2,4	2,4	1,5	0,8	0,3	0,8	0,5	0,0
Consumo público	0,8	0,9	1,4	1,4	1,3	1,6	1,5	1,6	0,9	0,1	0,3	0,2	1,0
Formación bruta de capital fijo	2,2	4,3	4,8	3,9	5,4	5,1	4,9	5,3	1,8	1,0	1,7	0,4	2,1
Variación de existencias ^{3) 4)}	0,2	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0
Demanda exterior neta ³⁾	0,6	-0,5	-0,4	-1,0	-0,9	-0,4	0,5	0,8	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,1
Exportaciones ⁵⁾	10,3	6,9	4,4	0,5	2,2	5,5	9,3	12,6	0,1	2,7	3,5	2,6	3,2
Importaciones ⁵⁾	8,8	9,3	6,0	3,7	5,2	7,0	8,2	10,7	0,9	2,5	2,5	2,1	3,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Tasas interanuales: tasa de variación respecto al mismo periodo del año anterior.

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

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

4) Incluyendo adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

5) 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.

tria de 0,6 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente (véase cuadro 5.1, en «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín Mensual de BCE*).

El crecimiento de la producción industrial se aceleró en abril del 2000

El crecimiento de la producción industrial de la zona del euro aumentó considerablemente en abril del 2000. Excluyendo la construcción, aumentó a una tasa interanual del 6,5%, en comparación con el 5,3% registrado en marzo (véase cuadro 5). Se estima que, en el período febrero-abril, la producción industrial excluyendo la construcción, aumentó un 1,9% en comparación con los tres meses anteriores. Además, los datos correspondientes al primer trimestre del

2000 fueron revisados ligeramente al alza: se estima ahora que la tasa de crecimiento se situó en el 1,3% en el primer trimestre. El crecimiento de la producción manufacturera fue del 1,8% en el período febrero-abril en relación con los tres meses anteriores. Todos los sectores industriales contribuyeron al aumento de la tasa de crecimiento. En especial, la producción de bienes de capital y de bienes de consumo duradero fue la que experimentó un mayor crecimiento, mientras que la producción de bienes de consumo no duradero aumentó ligeramente, después de la caída observada a principios del presente año. El aumento sostenido de la producción de los sectores de bienes intermedios constituye un buen augurio para la producción futura de otros sectores industriales. En el recuadro 2 se analiza la evolución del sector de la construcción.

Recuadro 2

El sector de la construcción de la zona del euro

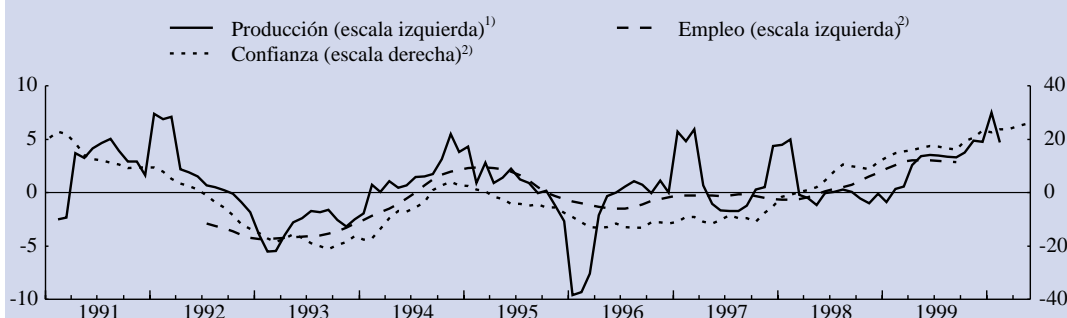
El sector de la construcción constituye un elemento importante de la economía de la zona del euro. Aunque solo representa alrededor del 6% de la actividad económica total (a juzgar por los datos disponibles sobre el valor añadido bruto; véase cuadro 5.1 de «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín Mensual del BCE*), se estima que concentra algo menos del 15% de la producción industrial total de dicha zona. En términos de empleo, el peso específico del sector es ligeramente mayor: algo más del 8% del empleo total y alrededor del 26,5% del empleo industrial, según los resultados de la Encuesta de Población Activa de 1999.

El sector de la construcción ha dado señales de recuperación desde 1999

Examinando la evolución reciente de la producción, se observan señales de una recuperación gradual del sector de la construcción de la zona del euro (véase gráfico siguiente). Tras un período de sólido crecimiento a finales de los años ochenta y principios de los noventa, que se tradujo en un notable exceso de capacidad productiva, la producción del sector se redujo significativamente en 1993 en más de un 3% y volvió a

Producción, empleo y confianza en el sector de la construcción de la zona del euro

(tasas de variación interanual; porcentajes netos; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat, Encuestas empresarial y del consumidor de la Comisión Europea y cálculos de BCE.

1) Tasas de variación interanual de la media móvil centrada de tres meses; datos ajustados de los días laborables.

2) Tasas de variación interanual de la media móvil centrada de tres meses.

3) Porcentajes netos, desviaciones de la media desde enero de 1991, medias móviles centradas de tres meses.

reducirse, en 1996, en más de un 1,5%. De hecho, la tasa media de crecimiento interanual de la producción del sector de la construcción durante los seis años transcurridos entre 1993 y 1998 fue ligeramente negativa (-0,2%). Así pues, el sector ha atravesado un período prolongado de atonía que, hasta hace muy poco, no ha dado paso a una recuperación paulatina. La tasa de crecimiento de la producción en la construcción observada en 1999 (en torno a un 3%) fue la más alta registrada, al menos, desde 1991. En realidad, en 1999 la actividad en la construcción creció a un ritmo más rápido que la del sector manufacturero y, en los primeros meses del año 2000 se ha mantenido ese aumento. Este fortalecimiento de la actividad en la construcción parece haberse reflejado también en los datos sobre el nivel de empleo en el sector, que comenzó a aumentar a partir de la primavera de 1998 y que creció también alrededor de un 3% en 1999, en comparación con el 1,5% que registró la economía en su conjunto. Como resultado, tanto la producción como el empleo en el sector de la construcción han vuelto a situarse en los niveles observados a principios de la década de los noventa.

Relación entre la confianza y la actividad en el sector de la construcción

Al igual que ocurre con el sector manufacturero, las encuestas empresariales mensuales, que publica la Comisión Europea, permiten obtener algunos datos sobre la evolución a corto plazo en el sector de la construcción. El indicador de confianza en la construcción, que se basa en aspectos relacionados con una valoración de las carteras de pedidos y de las expectativas de empleo en el sector para los meses venideros, ha estado, en líneas generales, en consonancia con el aumento de la actividad y ha registrado un acusado incremento desde finales de 1997. Sin embargo, aunque se puede observar que existe una relación entre la producción y la confianza en el sector de la construcción durante el período transcurrido desde 1990, dicha relación ha sido mucho menos estrecha que en el caso del sector manufacturero: una correlación de menos de 0,6 en la construcción frente a 0,9 en las manufacturas. La correlación entre confianza y empleo en la construcción es algo mayor (0,7).

Una razón por la que esta correlación es menor puede ser la gran variabilidad de la producción en la construcción, dado que depende más de factores «irregulares» como las condiciones climáticas. También puede guardar relación con el hecho de que la valoración de las carteras de pedidos corresponde a los saldos y no al flujo de nuevos pedidos y, por lo tanto, puede incluir trabajos que ya estén en marcha. Además, la correlación puede verse afectada por la duración, generalmente larga, de las obras iniciadas en este sector, lo que da lugar a que la producción se prolongue durante un gran número de meses en vez de concentrarse en el período inmediatamente posterior a los pedidos. A pesar de incluirse la valoración de los pedidos en el indicador de confianza y de la experiencia del período transcurrido desde 1997, en el que se produjo un aumento de la confianza antes del repunte de la producción, la confianza parece ser, en líneas generales, un indicador coincidente, más que adelantado, de la evolución del sector. Así pues, los datos más recientes sobre el indicador de confianza podrían interpretarse como indicativos de que en el primer semestre del año 2000 se ha producido un aumento sostenido tanto de la actividad como del empleo en el sector de la construcción.

Es necesario mejorar aún más los datos

Los datos mensuales sobre producción en el sector de la construcción se presentan periódicamente en el cuadro 5.2 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín Mensual del BCE*. Los datos sobre construcción, con una frecuencia trimestral como mínimo, correspondientes a todos los estados miembros de la UE están contemplados en el Reglamento (CE) No. 1165/98 del Consejo, relativo a las estadísticas a corto plazo (que abarca también las estadísticas a corto plazo de la industria, las ventas del comercio al por menor y los servicios). Estos datos se ajustan por las variaciones en el número de días laborables y, de conformidad con el Reglamento del Consejo, deben estar disponibles, a más tardar, dos meses después del período de referencia. Al considerar los datos mensuales sobre producción publicados por Eurostat para la zona del euro, que están disponibles para los años 1990 y posteriores, hay que tener presente que algunos países no han publicado todavía sus datos (Irlanda y Portugal) y que otros lo hacen con periodicidad trimestral (España, Italia y Finlandia). En algunos países también se producen retrasos considerables en la publicación de la información, lo que significa que las cifras del conjunto de la zona

correspondientes a los últimos meses contienen un gran número de estimaciones realizadas por Eurostat. Es de prever que se produzcan nuevas mejoras en los datos relativos a este sector una vez que se aplique plenamente el Reglamento del Consejo, en el que se establece una desagregación de la producción entre edificación e ingeniería civil. También estipula que se declaren datos sobre nuevos pedidos, empleo, horas trabajadas, sueldos y salarios brutos, costes (tanto del material como costes laborales) y licencias de construcción (número de viviendas y superficie en metros cuadrados). Sin embargo, la mayoría de estas variables no están disponibles actualmente para la zona del euro.

Nuevo aumento de la confianza industrial

La confianza industrial aumentó en junio del 2000 hasta situarse en el nivel más alto alcanzado desde que se inició la serie en 1985 (véase cuadro 6). El incremento de junio del 2000 fue el mayor aumento intermensual registrado desde mediados de 1997, y reflejó, en especial, una valoración más positiva de la evolución de las carteras de pedidos y unas expectativas de producción más positivas, mientras que la valoración de las existencias de productos terminados mejoró tan sólo ligeramente.

En junio del 2000, el Índice de Directores de Compras (IDC) del sector manufacturero de la zona del euro se situó en el 59,5, casi sin variación respecto del 59,7 correspondiente al mes de mayo (véase gráfico 13). La ligera disminución del índice general en junio del 2000 refleja esencialmente un cierto acortamiento de los plazos de entrega de los proveedores observado después del pronunciado y prolongado

alargamiento de los mismos desde principios del presente año. El componente de empleo experimentó también una ligera disminución, mientras que todos los demás componentes (producción, nuevos pedidos y existencias de productos adquiridos) mejoraron ligeramente en comparación con los niveles alcanzados en mayo del 2000. En promedio, en el segundo trimestre del 2000, el IDC registró un valor de 60, en comparación con el 57,3 observado en el primer trimestre del año. La evolución más o menos continua al alza de la confianza industrial en el conjunto de la zona del euro durante los últimos meses sugiere que las disminuciones del IDC registradas en mayo y junio del 2000 son, probablemente, reflejo de una corrección parcial de los sustanciales aumentos experimentados en los dos meses anteriores, más que del final del movimiento al alza de la confianza industrial. En conjunto, la evolución hasta junio del 2000 apunta hacia la continuación de un vigoroso crecimiento de la actividad industrial en la primera mitad del presente año.

Cuadro 5

Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1998	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	1999	1999	2000	2000	2000
			Feb	Mar	Abr	Feb	Mar	Abr	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar
			Interanuales			Medias móviles de tres meses							
Total industria, excl. construcción	4,2	1,8	5,6	5,3	6,5	1,0	0,8	0,7	1,5	1,2	1,1	1,3	1,9
Manufacturas	4,8	1,8	6,5	5,5	6,8	1,7	0,2	0,6	1,4	1,1	1,3	1,2	1,8
<i>Por principales destinos económicos:</i>													
Bienes intermedios	4,0	2,1	6,5	5,5	5,9	1,3	0,3	0,2	1,8	1,6	1,3	1,1	1,4
Bienes de equipo	6,5	2,1	8,1	8,2	9,3	0,9	1,0	1,3	1,5	1,8	2,3	2,6	2,9
Bienes de consumo	2,4	1,8	3,4	2,2	5,4	3,0	-0,1	1,5	0,8	-0,3	-0,7	-0,9	1,4
Bienes de consumo duraderos	5,6	2,6	12,1	11,4	13,2	3,1	0,4	1,4	1,9	2,0	3,3	3,5	4,4
Bienes de consumo no duraderos	2,1	1,8	1,8	0,7	2,9	1,7	1,2	1,1	1,1	-0,3	-1,4	-2,1	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las tasas de variación interanual están calculadas con datos ajustados por el número de días laborables; las tasas intermensuales y las de medias móviles centradas de tres meses sobre la media correspondiente a los tres meses anteriores están calculadas con datos desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables.

Cuadro 6

Resultados de las encuestas empresarial y del consumidor de la Comisión Europea para la zona del euro

(datos desestacionalizados)

	1997	1998	1999	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
				III	IV	I	II	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
Índice de clima económico ¹⁾	2,4	2,7	-0,2	0,1	1,0	1,0	0,2	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Indicador confianza del consumidor ²⁾	-4	6	9	7	10	11	11	10	11	11	11	12	10
Indicador confianza industrial ²⁾	3	6	0	1	6	10	13	8	10	11	12	12	15
Indicador confianza de la construcción ²⁾	-12	2	14	14	18	21	23	23	19	21	23	22	24
Indicador confianza comercio minorista ²⁾	-4	2	0	-2	-2	5	8	3	2	10	2	9	12
Utiliz. de la capacidad productiva (%) ³⁾	81,4	82,9	82,0	81,8	82,5	83,4	.	83,0	-	-	83,7	-	-

Fuente: Encuestas empresarial y del consumidor de la Comisión Europea.

1) Tasas de variación respecto al periodo anterior.

2) Porcentajes netos; los datos se han calculado como desviaciones respecto a la media acumulada desde enero de 1985.

3) La encuesta se realiza en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas, es decir, la realizada al comienzo del trimestre en cuestión y la correspondiente al comienzo del trimestre siguiente. Los datos anuales son medias trimestrales.

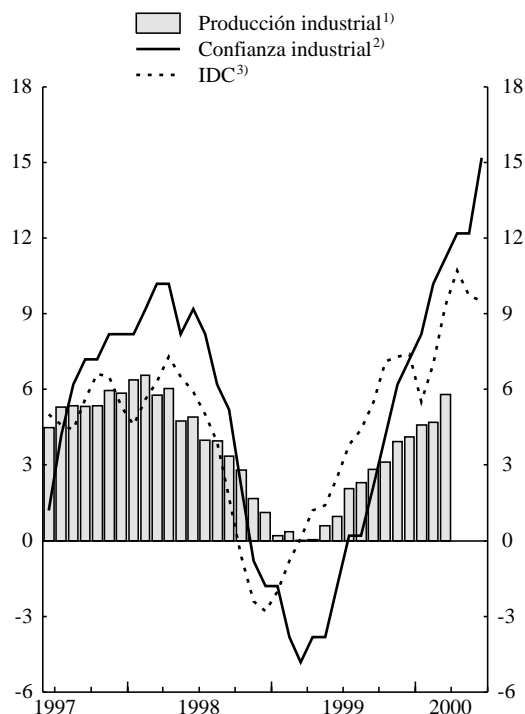
La confianza del consumidor experimentó una cierta disminución en junio del 2000, después de haber aumentado hasta su máximo nivel en el mes anterior. Sin embargo, el nivel de confianza del consumidor sigue siendo alto, similar al alcanzado durante el auge cíclico de mediados de la década de los noventa y excede claramente el máximo cíclico alcanzado a finales de 1994. En lo que se refiere a los componentes de la confianza del consumidor, la disminución de junio del 2000 fue general, reflejando una valoración menos positiva, por parte de los hogares, de la situación económica general y de su propia situación financiera, así como una menor disposición a realizar compras de bienes duraderos en el momento actual.

Aumenta la tasa de crecimiento de las ventas al por menor

De acuerdo con las últimas estimaciones de Eurostat, el volumen de ventas al por menor aumentó en la zona del euro un 2,6% en el período febrero-abril del 2000 respecto al mismo período del año anterior (véase gráfico 14). En comparación con el 1,9% registrado en el primer trimestre del presente año, esta alta tasa de crecimiento es coherente con la fuerte mejora de la confianza en el comercio minorista que muestra el informe de la Comisión Europea de mayo y junio del 2000.

Gráfico 13

Producción industrial, confianza industrial e Índice de Directores de Compras en la zona del euro



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

1) Tasas de variación interanual de las medias móviles de tres meses; datos ajustados por el número de días laborables.

2) Porcentajes netos; desviaciones con respecto a la media desde enero de 1985.

3) Índice de Directores de Compras; desviaciones con respecto al valor 50; los valores positivos indican una expansión en la actividad económica.

Todos los principales componentes del comercio minorista contribuyeron a este fuerte crecimiento. El equipamiento del hogar siguió siendo el grupo cuyas ventas experimentaron el crecimiento más rápido, con un aumento del 1,5% en el período febrero-abril respecto a los tres meses anteriores, lo que avala la opinión de que el nivel de confianza de las familias sigue siendo elevado en la zona del euro. Las ventas al por menor de alimentos, bebidas y tabaco, se mantuvieron en niveles altos, aumentando en un 1% durante el período febrero-abril del 2000 y situándose un 4,5% por encima del nivel registrado hace un año.

La fuerte demanda de consumo se ve confirmada también por los últimos datos sobre matriculación de automóviles (véanse los datos del cuadro 5.2 en «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín Mensual del BCE*). Tras la disminución registrada a finales de 1999, las ventas se recuperaron a principios del presente año y el crecimiento interanual de la matriculación de automóviles fue positivo de nuevo en mayo del 2000, situándose en el 1,9%. Para el período marzo-mayo del 2000, la matriculación de automóviles nuevos aumentó un 1,6%.

En resumen, los datos más recientes confirman que, durante la primera mitad del año, prevaleció en la zona del euro una situación de crecimiento sostenido, basado en una fuerte demanda tanto interna como externa, mientras que los indicadores disponibles apuntan también hacia unas perspectivas positivas a corto plazo.

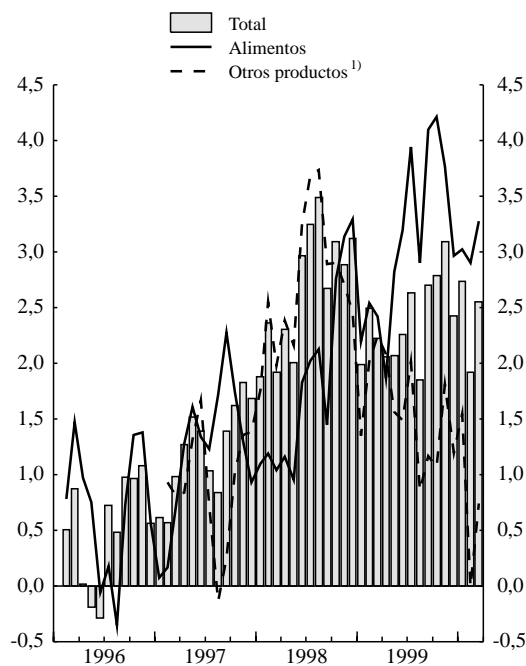
La tasa de desempleo no varió en mayo del 2000

En mayo del 2000, la tasa de desempleo normalizada de la zona del euro se situó en el 9,2%, permaneciendo estabilizada con respecto al nivel registrado en abril. Una ligera revisión de los datos a partir de febrero del 2000 indica que el descenso del paro entre febrero y marzo fue más pronunciado, con una reducción del 9,5% al 9,3%. Tras esta revisión, los datos siguen confirmando la tendencia general a la baja que ha venido siguiendo el desempleo, observándose una disminución de 0,3 puntos porcentuales

Gráfico 14

Ventas del comercio al por menor en la zona del euro

(tasas de variación interanual; media móvil de tres meses centrada)



Fuente: Eurostat.

Nota: Volumen total de comercio al por menor a precios constantes, excluidos vehículos de motor, motocicletas y reparaciones de artículos personales y del hogar. Las tasas de variación interanual se calculan con datos ajustados en función de las variaciones del número de días laborables.

1) Debido a la falta de algunos componentes nacionales, la serie no empieza hasta enero de 1996.

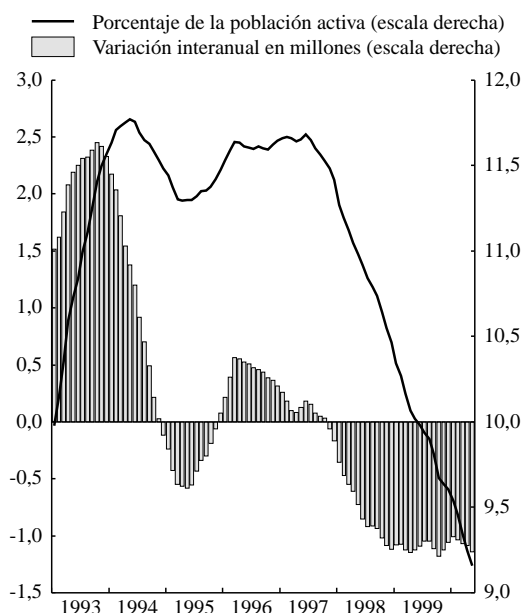
desde el comienzo del año. Esta tendencia sigue siendo similar a la observada en los últimos meses de 1999 (véase gráfico 15).

Con respecto a la composición por grupos de edad, los datos indican también que la reducción de la tasa de desempleo ha sido mayor entre los jóvenes que entre los mayores de 25 años (véase cuadro 7). Después de haberse mantenido prácticamente invariable desde noviembre de 1999 hasta febrero del 2000, la tasa de desempleo de los menores de 25 años se redujo en 0,3 puntos porcentuales entre abril y mayo, tras los descensos de 0,2 puntos porcentuales registrados en marzo y abril. Con este descenso intermensual relativamente pronunciado, la tasa de desempleo juvenil se redujo al 17,2% en mayo, 2 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en mayo de 1999. Durante el mismo período, el desempleo entre los mayores de 25 años

Gráfico 15

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; series desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

disminuyó en 0,7 puntos porcentuales para situarse en un 8,1% en mayo, manteniéndose en el nivel ligeramente revisado de abril.

Nuevo aumento del empleo en el primer trimestre del 2000

Sobre la base de los datos nacionales disponibles, se estima que el empleo total en la zona del euro ha crecido a una tasa intertrimestral del 0,5% durante el primer trimestre del presente año, es decir, 0,1 puntos porcentuales por encima de la tasa registrada para el trimestre ante-

rior (véase cuadro 8). Este aumento del empleo (con un crecimiento interanual del 1,4%) es similar al crecimiento medio anual registrado en 1999 y está en consonancia con el fortalecimiento de la actividad económica.

La mejora en las cifras de crecimiento del empleo total es atribuible, en parte, a la mayor contribución positiva del sector industrial. La creación neta de empleo en el total de la industria aumentó un 0,2% en el primer trimestre del 2000, en comparación con el trimestre anterior, gracias a un notable incremento de la tasa de crecimiento del empleo en el sector de la construcción. De hecho, en este sector, la tasa de crecimiento intertrimestral del empleo aumentó 0,5 puntos porcentuales, del 0,3% en el cuarto trimestre de 1999 al 0,8% en el primero del año 2000. Además, el empleo en la industria, excluida la construcción, también registró un ligero aumento. Tras reducirse durante cuatro trimestres consecutivos, se estabilizó en el cuarto trimestre de 1999 y se tornó positivo en el primero del 2000, registrando una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,1%. Esta evolución refleja, en gran medida, el sustancial repunte de la creación de empleo en el sector manufacturero. En el primer trimestre del presente año, se estima que el aumento interanual ha sido del 0,3%, frente al 0,1% registrado en el cuarto trimestre de 1999, lo que supone el retorno a las tasas de crecimiento positivas observadas también en el segundo semestre de 1997 y en la mayor parte de 1998. La evolución del empleo total parece indicar que el empleo en el sector servicios también ha registrado una aceleración en el primer tri-

Cuadro 7

Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	2000	1999	2000	2000	2000	2000	2000
				II	III	IV	I	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May
Total	11,6	10,9	10,0	10,0	9,9	9,6	9,4	9,6	9,5	9,5	9,3	9,2	9,2
Menores de 25 años ¹⁾	23,2	21,3	19,0	19,2	18,8	18,0	17,9	17,9	18,0	17,9	17,7	17,5	17,2
De 25 o más años ²⁾	9,9	9,4	8,7	8,8	8,7	8,5	8,3	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1	8,1

Fuente: Eurostat.

Nota: De acuerdo con las recomendaciones de la OIT.

1) En 1999 esta categoría representaba un 23,1% del desempleo total.

2) En 1999 esta categoría representaba un 76,9% del desempleo total.

Cuadro 8

Crecimiento del empleo en la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1998	1999	1999	1999	1999	2000	1999	1999	1999	2000	2000	2000	2000
			II	III	IV	I	II	III	IV	I	Ene	Feb	Mar
			Tasas intertrimestrales ¹⁾										
Total de la economía ²⁾	1,4	1,5	1,5	1,4	1,3	1,4	0,3	0,3	0,4	0,5	-	-	-
Total industria	0,3	0,2	0,3	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,3
Construcción	0,3	3,0	3,4	3,6	2,1	2,0	0,3	0,6	0,3	0,8	2,2	2,4	1,6
Total industria, excluida la construcción	0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,1
Manufacturas	0,8	-0,2	-0,4	-0,5	-0,3	0,1	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2

Fuentes: Estadísticas nacionales y Eurostat (Short-term Business Statistics).

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

2) Excluidos Bélgica e Irlanda; datos desestacionalizados.

mestre del 2000, en consonancia con las expectativas de la Encuesta Empresarial de la Comisión Europea para el sector del comercio al por

menor, correspondiente al primer trimestre, y de la Encuesta de Directores de Compras para el período anterior a junio del 2000.

Recuadro 3

Orientaciones Generales de Política Económica para el año 2000

De conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, las políticas económicas de los Estados miembros deberán contribuir a la realización de los objetivos de la Unión Europea. Asimismo, los Estados miembros deberán adoptar unas políticas económicas que estén en consonancia con el interés común y que habrán de coordinarse en el seno del Consejo de la UE. Con este fin, desde el inicio de la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el Consejo ECOFIN, sobre la base de una recomendación de la Comisión Europea, ha adoptado unas Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE), con periodicidad anual. Estas Orientaciones proporcionan un marco para la definición de los objetivos y orientaciones generales de política económica de los Estados miembros y de la Unión Europea. Por lo que respecta a la política monetaria, las OGPE se basan en la exigencia de mantenimiento de la estabilidad de precios recogida en el Tratado. En la medida en que, en general, todos los países de la UE se enfrentan a los mismos desafíos y tienen las mismas necesidades en materia de política económica, las OGPE establecen una serie de orientaciones generales que se aplican a todos los Estados miembros. Al mismo tiempo, reflejando la diversidad de dichos Estados en términos de perspectivas y resultados económicos, así como de marcos estructurales e institucionales, las OGPE formulan también recomendaciones específicas para cada país.

Las OGPE para el año 2000 definen los principales objetivos de política económica de la UE (relativos a crecimiento económico, empleo, innovación y cohesión social) que quedaron establecidos en el Consejo Europeo Especial celebrado en Lisboa en marzo del 2000. El Consejo de Lisboa fijó cuatro prioridades: mantener unas políticas macroeconómicas orientadas hacia el crecimiento y la estabilidad; promover el desarrollo de una economía del conocimiento; seguir adelante con unas reformas globales y de gran alcance de los mercados de trabajo, productos y capitales; y modernizar los sistemas de protección social. A su vez, las OGPE para el año 2000 traducen estas prioridades en las principales recomendaciones que se exponen a continuación.

Ejecutar unas políticas macroeconómicas orientadas hacia el crecimiento y la estabilidad

En la zona del euro, el principal desafío en materia de política económica es garantizar que la recuperación que se registra en la actualidad se consolide en un período duradero de vigoroso crecimiento y de aumento del empleo. Si bien la política monetaria contribuye a alcanzar este objetivo mediante el compromiso de mantener la estabilidad de precios, se pide a los Estados miembros que aceleren el proceso actual de ajuste presupuestario, con el fin de alcanzar, lo más pronto posible, y de mantener, a medio plazo, unas situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, y también de reducir la deuda pública. Por otra parte, se espera que los agentes sociales continúen apoyando una evolución de los salarios compatible con la estabilidad de precios y la creación de empleo. A los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro se les recomienda también el mantenimiento de unas políticas monetarias y fiscales adecuadas.

Acelerar el proceso actual de ajuste presupuestario

Se insta asimismo a los Estados miembros a evitar una orientación procíclica de la política presupuestaria, a sacar provecho de las mejoras fiscales resultantes de un crecimiento económico mayor de lo previsto, para superar, en el año 2000, los objetivos establecidos en los programas revisados de estabilidad y convergencia, alcanzando una situación presupuestaria cercana al equilibrio o con superávit antes de las fechas contempladas en dichos programas. En su caso, deberán intensificar las medidas de ajuste presupuestario adoptadas, por encima de los objetivos mínimos establecidos, creando un mayor margen de maniobra, además de prepararse para hacer frente a los desafíos presupuestarios asociados con el envejecimiento de la población.

Mejorar la calidad y la sostenibilidad de las finanzas públicas

La composición del ajuste presupuestario se considera como un medio para sustentar la inversión y fomentar el empleo. Entre otras medidas, se recomienda que la reducción del déficit se consiga mediante una disminución del gasto, más que por medio de un aumento de los impuestos. Los sistemas de protección social deberán adaptarse para fomentar la búsqueda de empleo y eliminar los desincentivos. Asimismo, los sistemas de pensiones y de asistencia sanitaria deberán revisarse rápidamente a la luz de los desafíos que plantea el envejecimiento de la población.

Promover una evolución adecuada de los salarios

Se apela a los agentes sociales para asegurar que el aumento de los salarios nominales sea compatible con la estabilidad de precios, que los niveles salariales reflejen las diferencias de productividad laboral según la capacitación, las cualificaciones o la zona geográfica y que la evolución de los salarios reales se tenga en cuenta la necesidad de reforzar la rentabilidad de unas inversiones que permitan aumentar la capacidad y fomentar la creación de empleo. Por lo tanto, los gobiernos pueden crear las condiciones institucionales necesarias para facilitar las negociaciones de los interlocutores sociales.

Fomentar una economía del conocimiento

Las OGPE para el año 2000 recomiendan también que se establezcan o se mejoren las condiciones necesarias para incrementar la participación del sector privado en la financiación de la investigación y el desarrollo. Al mismo tiempo, el sector público deberá proporcionar el apoyo adecuado a la financiación de la investigación básica y a la creación de centros y ofrecer incentivos para mejorar la colaboración entre los institutos de investigación y el sector empresarial. En el campo de la educación y de la formación, tanto el sector público como el privado deberán reforzar las iniciativas destinadas a mejorar la adaptabilidad de la población activa.

Conseguir unos mercados de bienes y servicios eficientes

Se considera que una mayor competencia en los mercados de bienes es un elemento esencial para aprovechar al máximo las oportunidades que ofrecen la introducción del euro, la globalización y las nuevas tecnologías.

Las OGPE para el año 2000 recomiendan, en particular, la aplicación total y efectiva de la legislación comunitaria relativa al mercado interno en lo que se refiere a las licitaciones oficiales y a las normas técnicas. Asimismo, deberá garantizarse la independencia de las autoridades responsables del control de la competencia y las medidas que adopten deberán aplicarse con transparencia y eficacia. La liberalización del sector de telecomunicaciones deberá haber concluido a finales del 2001 y se espera que se acelere la de los sectores de electricidad, gas, servicios postales y transportes. Las Directivas comunitarias que abren los mercados de las empresas de servicios públicos (*utilities*) deberán aplicarse en su totalidad y las barreras al comercio en el sector de los servicios, en particular en los servicios financieros, la distribución y los servicios empresariales, deberán haber quedado eliminadas a finales del 2000.

Promocionar los mercados de capitales mediante una mayor integración y profundización

En los mercados de capitales, además de poner en práctica integralmente, en el 2005 y el 2003, los planes de acción diseñados para los servicios financieros y el capital riesgo, respectivamente, será necesario desplegar más esfuerzos para facilitar el más amplio acceso posible al capital de inversión a nivel comunitario (incluyendo las pequeñas y medianas empresas). Para ello, deberán eliminarse las barreras a la inversión tanto en los fondos de pensiones como por los mismos, promocionando una mayor integración de los mercados de deuda pública mediante un aumento de la transparencia y de los procesos de consulta. Será necesario mejorar la eficiencia de los servicios de pagos transfronterizos al por menor, acelerar la adopción de medidas fiscales destinadas a promover el desarrollo de nuevas empresas y de la inversión en capital riesgo, y modificar la legislación relativa a las quiebras para dar una segunda oportunidad a los empresarios.

Dar nuevo impulso a los mercados de trabajo

Una reducción significativa y sostenida del desempleo en la UE requerirá unas profundas reformas estructurales para mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo. Las Orientaciones sobre el Empleo para el año 2000 establecieron ya una estrategia integrada para alcanzar este objetivo. A este respecto, las OGPE para el año 2000 insisten especialmente en los objetivos siguientes: mejorar la capacitación y aumentar las posibilidades de encontrar empleo, con el fin de evitar la pérdida de contacto con el mercado de trabajo; incrementar los incentivos al empleo y reducir los costes laborales, mediante reformas de los sistemas tributarios y de prestaciones sociales; favorecer la movilidad laboral entre sectores y regiones, en particular mediante el reconocimiento mutuo de las cualificaciones, la transferencia de los derechos de jubilación y la modernización de la organización del trabajo; introducir horarios de trabajo flexibles; y evaluar las legislaciones restrictivas en materia de protección del empleo e indemnizaciones elevadas.

Propiciar un desarrollo sostenido

Por último, las OGPE para el año 2000 señalan que una política ambiental eficaz dará sus frutos en términos de estructuras económicas más eficientes, contribuyendo así a fomentar el crecimiento y el empleo. Por lo tanto, los Estados miembros deberán esforzarse en adoptar o reforzar unas políticas económicas basadas en el mercado, que pongan precio a los recursos escasos, en reconsiderar los incentivos tributarios y las subvenciones que tengan un impacto ambiental negativo y en acordar un marco apropiado para los impuestos sobre la energía a nivel europeo.

Es necesario aplicar las OGPE para el año 2000

En resumen, el BCE acoge favorablemente el impulso que quieren dar las OGPE para el año 2000, así como el alcance de los temas tratados y su especificidad. Asimismo, el BCE aplaude las recientes iniciativas para reforzar aún más estas orientaciones, en particular mediante un ambicioso y extenso programa de seguimiento y la elaboración de unos indicadores estructurales de cumplimiento. El éxito de las recomendaciones depende ahora sustancialmente de que los Estados miembros se comprometan a mejorar sus resultados en materia de finanzas públicas y de reformas estructurales. En efecto, las favorables perspectivas de crecimiento económico actuales ofrecen una excelente oportunidad para poner en práctica con determinación las medidas necesarias.

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

El euro fluctuó en junio en ausencia de tendencias claras

Durante el mes de junio del 2000, la evolución de los mercados de divisas se caracterizó por una notable fluctuación del euro frente a casi todas las principales monedas en un contexto en que no se apreciaron tendencias claras. En términos efectivos nominales frente a las monedas de los 13 países con los que más comercia la zona del euro, la moneda europea se situaba, a primeros de julio, aproximadamente en el mismo nivel registrado a comienzos del mes anterior.

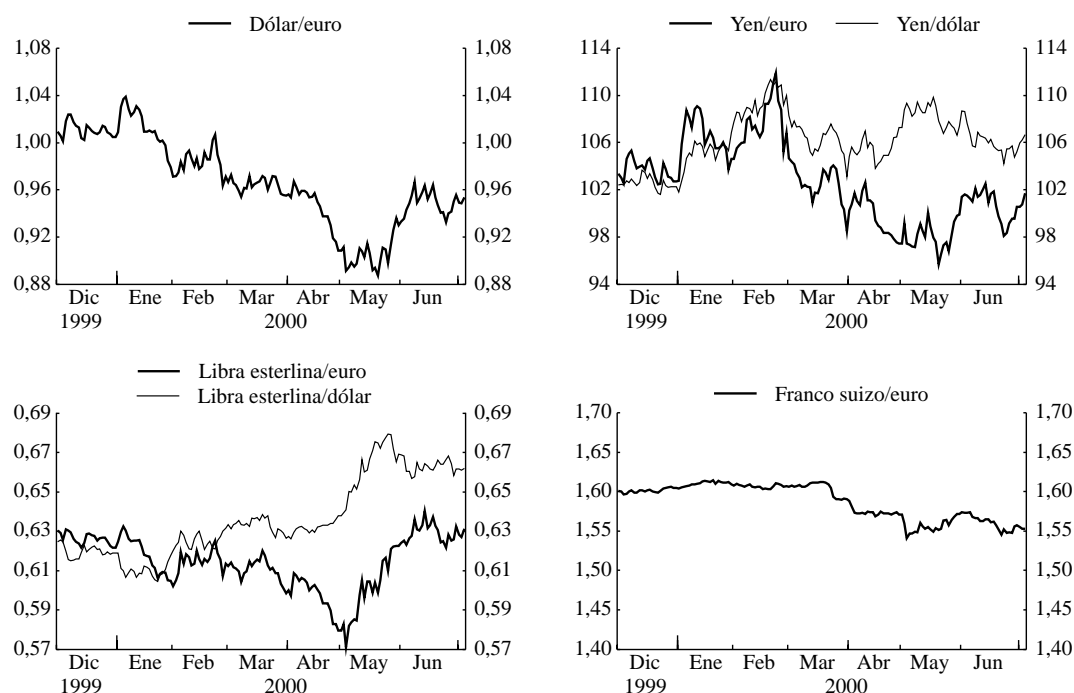
Frente al dólar de Estados Unidos, el euro fluctuó en torno a un tipo medio de 0,95 dólares durante el mes de junio y hasta el 5 de julio de 2000 sin presentar ninguna tendencia fuerte al alza ni a la baja durante este período. Con el telón de fondo de una recuperación que se está afianzando en la zona del euro, esta evolución sin tendencias parece guardar relación, en gran medida, con la incertidumbre general

imperante en los mercados financieros con respecto a las perspectivas a medio plazo de la economía estadounidense y las consiguientes respuestas en materia de políticas. Los datos publicados hasta la fecha —incluidos el descenso por segundo mes consecutivo del crecimiento de las ventas del comercio al por menor, la disminución del número de nuevas viviendas iniciadas y el debilitamiento de la confianza de los consumidores— ofrecen los primeros indicios de que podría estar gestándose una moderada desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos. Sin embargo, al mismo tiempo, el alza de los precios del petróleo contribuyó a un aumento del rendimiento de los bonos estadounidenses en un contexto de expectativas de inflación cada vez más altas. Tras la decisión adoptada por la Comisión Federal de Operaciones de Mercado Abierto en su reunión del 28 de junio de 2000 de no modificar los tipos de interés de intervención, el euro se apreció ligeramente frente al dólar y, el 5 de julio, cotizaba a 0,95 dólares (véase gráfico 16).

Gráfico 16

Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Tras un período de relativa estabilidad, el euro se depreció moderadamente frente al yen japonés en la tercera semana de junio para recuperarse después entre últimos de mes y los primeros días de julio. La fortaleza inicial del yen guardó relación, principalmente, con una revisión oficial al alza de las perspectivas de la economía japonesa, así como con la publicación de una serie de datos que avalaban la opinión de que la recuperación en curso en Japón podría estar afianzándose y, por lo tanto, corroboró las percepciones de los mercados en el sentido de que se podría renunciar, en un futuro próximo, a la política monetaria de tipos de interés cero que se ha venido aplicando en los 16 últimos meses. El 5 de julio, el euro cotizaba a 101,7 yenes.

En junio y en los primeros días de julio del 2000, la evolución del tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina fue similar a la que siguió la moneda europea frente al dólar. El 5 de julio el euro cotizaba a 0,63 libras esterlinas.

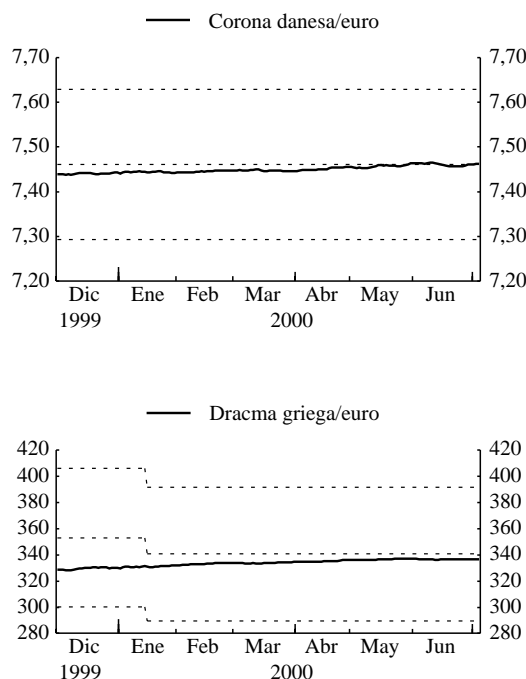
Las monedas que integran el MTC II permanecieron prácticamente estables (véase gráfico 17). La dracma griega mantuvo su estabilidad frente al euro, tras la decisión del Banco de Grecia de reducir sus principales tipos de intervención en 50 puntos básicos el 28 de junio de 2000. La decisión de reducir los tipos de interés se había previsto con antelación en vista de la aprobación oficial por parte del Consejo Europeo, el 19 de junio del 2000, de la solicitud presentada por Grecia de adoptar el euro el 1 de enero de 2001. El 5 de julio de 2000, la dracma cotizaba un 1,2% por encima de su paridad central de 341 unidades por euro. La corona danesa también se mantuvo estable y cotizaba, el 5 de junio de 2000, a 7,46 coronas por euro.

Por lo que respecta a la corona sueca, fluctuó en torno a un promedio de 8,3 coronas por euro entre los primeros días de junio y el 5 de julio, sin establecer tendencia alguna, en un entorno de cierta volatilidad del mercado bursátil sueco. Frente al franco suizo, el euro se depreció ligeramente en la segunda quincena de junio —tras la decisión del Banco Nacional Suizo de elevar, el 15 de junio de 2000, en 50 puntos básicos la banda que utiliza como objetivo para los tipos de interés a tres meses— pero se recuperó parcialmente a partir

Gráfico 17

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

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: Las líneas horizontales indican las paridades centrales (corona danesa, 7,46; dracma griega, 340,75; esta última varió con efectos a partir del 17 de enero de 2000) y las bandas de fluctuación respectivas ($\pm 2,25\%$ para la corona danesa y $\pm 15\%$ para la dracma griega).

de entonces, volviendo a registrar a primeros de julio los niveles observados a finales de mayo.

En términos efectivos nominales —es decir, ponderado por el comercio exterior frente al grupo restringido de los 13 principales países con los que comercia la zona del euro— el euro se situaba el 5 de julio de 2000 en el mismo nivel registrado a primeros de junio. Sin embargo, en promedios mensuales, el índice de tipos de cambio efectivos nominales se apreció, aproximadamente, un 3,4% en junio en comparación con el mes anterior, debido, sobre todo, a la apreciación del euro frente a las principales monedas a principios de ese mes. En junio del 2000, la depreciación efectiva del euro desde su introducción en el primer trimestre de 1999 ascendía a alrededor de un 12,6% en términos nominales, mientras que su depreciación efectiva real —es decir, utilizando como deflatores el IPC,

el índice de precios industriales y los costes laborales unitarios del sector manufacturero— fue, aproximadamente, de la misma magnitud durante ese período (véase el gráfico 18).

Evolución del déficit de la balanza por cuenta corriente en los cuatro primeros meses del 2000

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 3,2 mm de euros en abril del 2000, frente a un superávit de 4,8 mm de euros en el mismo mes del año anterior. Este cambio de signo fue, sobre todo, resultado del deterioro que experimentó el saldo de la cuenta de rentas (que pasó de un superávit de 0,1 mm de euros a un déficit de 3,9 mm de euros), combinado con una disminución del superávit de la balanza de bienes y un aumento de los déficit de la balanza de servicios y la cuenta de transferencias corrientes.

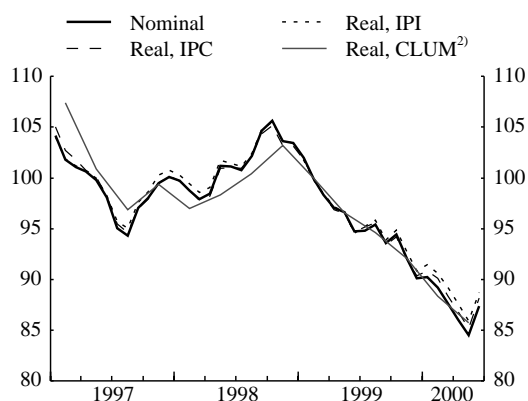
En los cuatro primeros meses del 2000, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit acumulado de 4,4 mm de euros, en comparación con un superávit de 11,1 mm de euros en el mismo período del año anterior. Este cambio de signo es imputable, en su mayor parte, a un menor superávit de la balanza de bienes (21,3 mm de euros, frente a 29,5 mm de euros) —debido a un incremento del 27% en las importaciones en comparación con un aumento de las exportaciones en un 20%, en ambos casos en términos nominales— al que hay que sumar, como factor complementario, el incremento del déficit en las otras partidas de la cuenta corriente (véase cuadro 9).

Los datos desestacionalizados sobre el volumen del comercio exterior, disponibles ya hasta febrero del presente año, ofrecen nueva información sobre la evolución reciente de los intercambios internacionales. Mientras que las importaciones en términos reales crecieron sólo un 4% durante los doce meses transcurridos hasta febrero del 2000, los precios de las importaciones, calculados utilizando como variable aproximativa los índices del valor unitario, subieron casi un 22%, reflejando así la depreciación

Gráfico 18

Tipos de cambio efectivos nominales y reales¹⁾

(medias mensuales/trimestrales; índice: 1 1999=100)



Fuente: BCE.

1) Los datos los calcula el BCE (véase el artículo pertinente en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2000). Un aumento del índice supone una apreciación del euro. Las observaciones más recientes corresponden a junio del 2000 y, para los TCER basados en los CLUM, al segundo trimestre del 2000.

2) Costes laborales unitarios del sector manufacturero.

ción del euro y el alza de los precios del petróleo. Por lo que respecta a las exportaciones, el aumento en términos reales fue de casi un 11%, debido, sobre todo, al aumento de la competitividad/precio, como consecuencia de la depreciación del euro. Sin embargo, al mismo tiempo, los precios de las exportaciones subieron más de un 7%, lo que permite pensar que los exportadores han aumentado sus márgenes de beneficio.

Las salidas netas de acciones y participaciones contrarrestaron en parte las entradas netas de valores distintos de acciones en abril

En abril del 2000, las transacciones por concepto de inversiones directas y de cartera fueron considerablemente menores que los flujos registrados en los dos meses anteriores, dado que estos últimos incluyeron una adquisición de gran envergadura realizada por dos empresas —una residente en la zona del euro y otra no residente— que se resolvió mediante un intercambio de acciones. Las inversiones directas y de cartera registraron una salida neta total del 14,1 mm de euros en abril del 2000.

Cuadro 9

Balanza de pagos en la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	1999 Ene - Abr	1999 Abr	2000 Ene - Abr	2000 Feb	2000 Mar	2000 Abr
Cuenta corriente	11,1	4,8	-4,4	2,4	3,0	-3,2
Ingresos	406,5	105,8	471,1	114,4	130,0	115,9
Pagos	395,4	101,0	475,5	112,0	127,1	119,1
Bienes	29,5	8,0	21,3	6,3	8,1	6,0
Exportaciones	242,9	63,3	291,3	71,8	83,5	72,3
Importaciones	213,4	55,3	270,0	65,6	75,4	66,3
Servicios	-3,6	-0,4	-6,0	-2,0	-0,9	-1,2
Exportaciones	69,2	18,5	76,4	17,9	20,7	20,0
Importaciones	72,8	18,9	82,4	19,9	21,6	21,2
Rentas ¹⁾	-6,3	0,1	-9,6	-0,8	-0,6	-3,9
Transferencias corrientes	-8,4	-2,9	-10,0	-1,0	-3,7	-4,0
Cuenta de capital	3,3	0,5	4,6	0,2	1,4	1,5
Cuenta financiera	-38,2	-5,1	65,2	9,7	33,3	5,0
Inversiones directas	-30,1	-14,6	142,9	144,7	2,4	-6,2
En el extranjero	-59,6	-23,3	-76,3	-19,4	-33,0	-18,6
En la zona del euro	29,5	8,7	219,3	164,2	35,4	12,4
Inversiones de cartera	-41,1	13,6	-188,8	-138,7	-24,7	-7,9
Activos	-87,6	-22,2	-156,7	-68,1	-37,6	-25,8
Pasivos	46,5	35,8	-32,1	-70,6	12,9	17,9
Derivados financieros	2,0	3,5	0,2	2,6	-3,2	2,1
Otras inversiones	23,7	-9,3	110,8	0,2	58,2	16,8
Activos de reserva	7,3	1,8	0,0	0,8	0,6	0,2
Errores y omisiones	23,8	-0,2	-65,4	-12,3	-37,8	-3,4

Fuente: BCE.

Nota: 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 sección 8 de «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín Mensual del BCE se pueden encontrar cuadros más detallados.

1) Las cifras mensuales correspondientes a 1999 no son claramente comparables con observaciones posteriores.

Concretamente, las inversiones directas registraron una salida neta de 6,2 mm de euros en abril del 2000 —la diferencia entre unas inversiones directas en el extranjero de 18,6 mm de euros y unas inversiones directas de 12,4 mm de euros en la zona del euro— mientras que las inversiones de cartera contabilizaron una salida neta de 7,9 mm de euros. El principal factor determinante de las salidas netas de inversión de cartera fue la cuantiosa inversión realizada por residentes de la zona del euro en acciones y participaciones extranjeras (18,2 mm de euros), que se reforzó con una desinversión neta en acciones y participaciones de dicha zona por

parte de no residentes equivalente a 4,7 mm de euros. Como resultado, las salidas netas totales de acciones y participaciones ascendieron a 22,9 mm de euros (véase cuadro 8.4 de «Estadísticas de la zona del euro»).

Por lo que respecta al resto de las inversiones de cartera, en abril del 2000 los valores distintos de acciones registraron entradas netas que contrarrestaron en parte las salidas netas de acciones y participaciones, siguiendo la tendencia de los últimos meses. En los cuatro primeros meses del presente año, las entradas netas de valores de renta fija de la zona del euro ascendieron

a 42,7 mm de euros, frente a las salidas netas de 10,5 mm de euros, registradas en el mismo período del año anterior. Este cambio de signo tuvo su origen en un descenso de las inversiones en valores extranjeros de renta fija —concretamen-

te, en bonos y obligaciones— por parte de los residentes en la zona del euro y en un fuerte aumento de las compras, por parte de no residentes, de valores distintos de acciones de dicha zona, sobre todo, instrumentos del mercado monetario.

Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación

En su reunión de 8 de junio de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a partir de la operación que habría de liquidarse el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés variable con adjudicación a tipo múltiple. Además, el Consejo de Gobierno decidió también establecer un tipo de interés mínimo para las pujas en dichas subastas. Esta decisión se debió a las fuertes subrepuestas que se venían produciendo con el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo. En el nuevo procedimiento de subastas, el tipo mínimo para las pujas señalará la orientación de la política monetaria, función que hasta ahora desempeñaba el tipo de interés aplicado a las subastas a tipo fijo. Asimismo, al tiempo que se anuncie la subasta semanal, se hará pública una estimación de las necesidades de liquidez del sistema bancario. El Consejo de Gobierno también puso de manifiesto que no excluye la opción de volver a utilizar el procedimiento de subasta a tipo fijo, siempre y cuando lo considere oportuno.

I Introducción

En su reunión de 8 de junio de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a partir de la operación que habría de liquidarse el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés variable con adjudicación a tipo múltiple. El Consejo de Gobierno también decidió establecer un tipo de interés mínimo para las pujas en dichas subastas, que se fijó inicialmente en el 4,25%, el mismo nivel aplicado a las operaciones anteriores ejecutadas mediante subastas a tipo fijo.

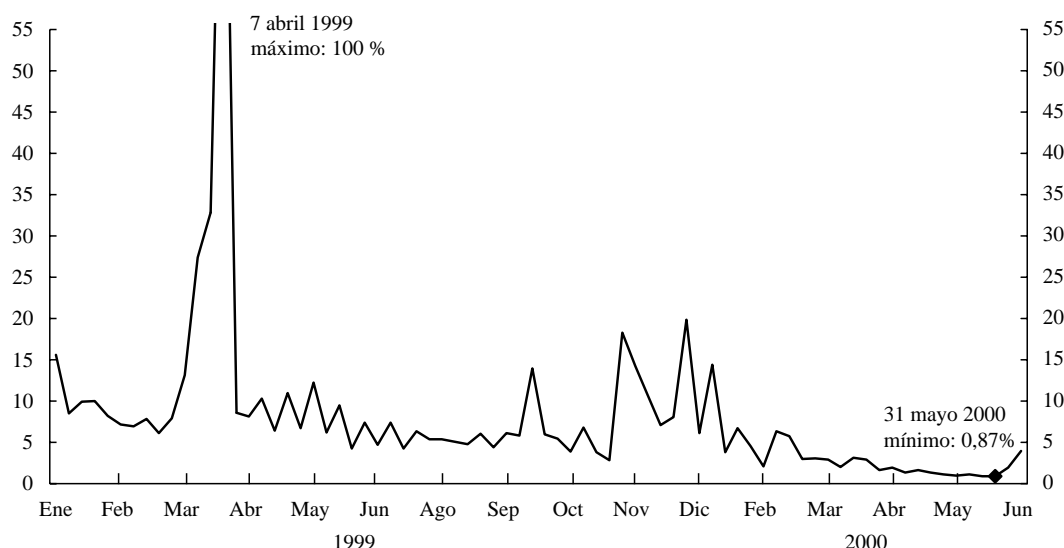
Como se subrayaba en la nota de prensa publicada tras la reunión del Consejo de Gobierno

celebrada el 8 de junio de 2000, el cambio al procedimiento de subasta a tipo variable constituye una respuesta a las fuertes subrepuestas que se habían producido con el procedimiento de subasta a tipo fijo. Mientras que, durante 1999, el porcentaje de adjudicación (es decir, la proporción entre el importe adjudicado en la subasta y el importe total de solicitudes) alcanzó un promedio del 10%, desde el 1 de enero al 7 de junio de 2000 fue, en promedio, del 2,7%. En las dos últimas operaciones principales de financiación ejecutadas antes de que se anunciara el cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable, el porcentaje de adjudicación se situó por debajo del 1% (véase gráfico siguiente). El fuerte aumento de solicitudes registrado

Gráfico

Evolución del porcentaje de adjudicación en las subastas a tipo de interés fijo

(porcentaje del total solicitado)



Fuente: BCE.

en la primera mitad del 2000 se debió a que, durante la mayor parte de este período, el mercado esperaba que se produjera una subida de los tipos de interés y a que los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo estaban muy por encima del tipo de las operaciones principales de financiación. Por consiguiente a los bancos les resultaba atractivo solicitar importantes cantidades de liquidez del banco central.

El nuevo procedimiento de subasta introduce un mecanismo de incentivo de precios que garantiza que las entidades con las que opera el Eurosistema realicen pujas que estén más en consonancia con sus necesidades

2 El procedimiento de subasta

Las principales características del nuevo procedimiento de subasta son las siguientes. Las entidades de contrapartida pueden realizar pujas de hasta diez niveles distintos de tipos de interés, especificando, para cada puja, la cantidad que estén dispuestas a recibir de los bancos centrales nacionales, así como el correspondiente tipo de interés. No se tendrán en cuenta las pujas cuyo tipo de interés se sitúe por debajo del tipo mínimo. En el proceso de adjudicación, el BCE ordenará las pujas, de mayor a menor, según el tipo de interés ofrecido. En primer lugar se aceptarán las pujas con tipos de interés más altos y, posteriormente, las pujas con tipos de interés

El cambio de procedimiento de subasta no pretende introducir ninguna modificación en la orientación de la política monetaria. El tipo de interés mínimo anunciado tiene por objeto señalar dicha orientación, función que hasta ahora desempeñaba el tipo aplicado a las subastas de tipo de interés fijo. La decisión de establecer el tipo mínimo en el 4,25% subraya la continuidad de la orientación de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno también puso de manifiesto que no excluye la opción de volver a utilizar el procedimiento de subasta a tipo fijo, siempre y cuando lo considere oportuno.

consecutivamente inferiores, hasta agotar la liquidez total que se ha de adjudicar. Si, al tipo de interés más bajo aceptado (es decir, el tipo de interés marginal), la cantidad solicitada agregada excede el volumen pendiente de adjudicar, éste se adjudicará efectuando un prorrateo entre las pujas.

En el capítulo 5 de la publicación del BCE titulada *La política monetaria única en la tercera etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*, de septiembre de 1998, se puede encontrar una descripción detallada del procedimiento de subasta a tipo de interés variable.

3 La publicación de las necesidades de liquidez estimadas

Como se ha comentado anteriormente, el cambio al nuevo procedimiento de subasta se vio acompañado por la decisión de publicar una estimación de las necesidades de liquidez agregadas del sistema bancario, medida que debería ayudar a las entidades de contrapartida a calibrar sus demandas de liquidez.

Las necesidades de liquidez del sistema bancario proceden de una doble fuente. En primer lugar, las reservas mínimas que hay que mantener en promedio durante un período de mantenimiento de un

mes. En segundo lugar, el resultado neto de todos los demás factores, denominados «factores autónomos», que afectan al balance consolidado del Eurosistema y que, en conjunto, absorben liquidez. Los factores autónomos más importantes son los depósitos netos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema, los billetes y las operaciones pendientes de liquidación (fondos netos en tránsito) (véase recuadro siguiente). El BCE publica, por separado, las estimaciones de las reservas mínimas y de los factores autónomos a través de servicios electrónicos de información.

El BCE obtiene su estimación de los factores autónomos a partir de la información facilitada por los bancos centrales. Esta estimación se publica regularmente, coincidiendo con el anuncio de las operaciones principales de financiación, es decir, por lo general, cada lunes a las 15.30 horas. La estimación de este componente de las necesidades de liquidez que se publica es la media de los factores autónomos desde el día del anuncio de la operación principal de financiación hasta el día anterior a la liquidación de la siguiente operación principal de financiación, inclusive. Si este intervalo se extiende más allá del final del período de mantenimiento, se hacen públicas dos estimaciones: una para los días por transcurrir hasta el final del período de mantenimiento y otra para los días posteriores al fin de dicho período.

De los dos componentes de las necesidades de liquidez, las reservas mínimas se suelen conocer con mayor precisión. Sin embargo, como la base de pasivos computables utilizada para calcular el nivel de reservas mínimas coincide, en gran medida, con el agregado monetario M3, su estimación no se anuncia hasta el momento en que se publica M3, habitualmente algunos días después de que comience el período de mantenimiento de reservas.

Por el contrario, la estimación de los factores autónomos es más incierta. En los seis primeros meses del 2000, la desviación típica de la diferencia entre el valor de los factores autónomos estimado con una semana de antelación y su valor registrado fue de 1,4 mm de euros. El cuadro presenta los datos semanales utilizados en este ejercicio.

Las entidades de contrapartida han de ser conscientes de que el BCE también ha de tener en cuenta otros factores a la hora de adoptar una decisión sobre la liquidez que adjudica. En primer lugar, el BCE tiene que considerar la liquidez que ya ha suministrado a través de las operaciones de mercado abierto aún vivas. En segundo lugar, ha de valorar el déficit o el superávit de reservas que se ha acumulado en un momento determinado en relación con las re-

Cuadro

Estimaciones semanales de la media de los factores autónomos, valores registrados y el consiguiente error en el 2000

(mm de euros)

Fecha estimación	Valor estimado	Valor registrado	Error
10 Ene	88,3	90,0	1,7
17 Ene	89,6	91,1	1,5
24 Ene	99,9	100,7	0,8
31 Ene	93,2	93,6	0,4
7 Feb	91,2	90,2	-1,0
14 Feb	87,8	86,0	-1,8
21 Feb	92,9	94,5	1,6
28 Feb	95,7	94,9	-0,8
3 Mar	93,9	95,0	1,0
13 Mar	88,9	89,5	0,6
20 Mar	93,3	92,5	-0,9
27 Mar	88,9	87,3	-1,6
3 Abr	83,6	84,8	1,1
10 Abr	85,3	86,2	0,9
17 Abr	83,0	84,8	1,8
25 Abr	91,6	92,0	0,4
2 May	89,4	90,0	0,6
8 May	87,5	89,8	2,3
15 May	82,4	83,1	0,7
22 May	90,4	88,6	-1,8
29 May	84,3	85,9	1,6
5 Jun	83,1	85,9	2,8
13 Jun	84,0	85,2	1,2
19 Jun	87,6	85,8	-1,9
Desviación típica	4,5	4,3	1,4

Fuente: BCE.

servas mínimas medias de las entidades de contrapartida. En tercer lugar, tiene que tomar en consideración el hecho de que dichas entidades mantienen, normalmente, un exceso de reservas (en el pasado, estas reservas han ascendido, en promedio, a unos 0,7 mm de euros por día). Otros factores que influyen en la decisión final de adjudicación del BCE guardan relación, por ejemplo, con la estabilidad del patrón temporal de mantenimiento de las reservas mínimas y con el nivel de los tipo de interés.

Recuadro

Factores autónomos

Los factores autónomos representan, con mucho, la fuente más importante de incertidumbre en la evaluación de las necesidades de liquidez futuras del sistema bancario. Este recuadro presenta una panorámica de los hechos más relevantes.

Los factores autónomos se pueden clasificar en cuatro categorías: depósitos netos de las Administraciones Públicas, billetes, operaciones pendientes de liquidación (fondos netos en tránsito) y una categoría de varios, que incluye diversas partidas del balance, tales como reservas exteriores, valores nacionales, cuentas de revalorización y capital y reservas.

En los 18 primeros meses de la Unión Monetaria, la suma de los factores autónomos ha oscilado entre 45 y 125 mm de euros, con una media de 78 mm de euros (en el gráfico siguiente se presenta la serie de datos diarios de los factores autónomos, que, *ex-post*, publica el BCE). Durante este período, la variación media diaria de los factores autónomos fue prácticamente nula (30 millones de euros). La desviación típica de estas variaciones fue de 5,1 mm de euros. Suponiendo que las variaciones tengan una distribución normal, esto significa que, aproximadamente, en cinco días de cada 100 se produce una variación de los factores autónomos totales por un valor absoluto superior a 10 mm de euros.

Total factores autónomos¹⁾

(datos diarios; mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Los factores autónomos se definen como la suma de todas las partidas del balance del banco central que no constituyen operaciones de política monetaria ni saldos en cuentas corrientes de las entidades de contrapartida en el banco central.

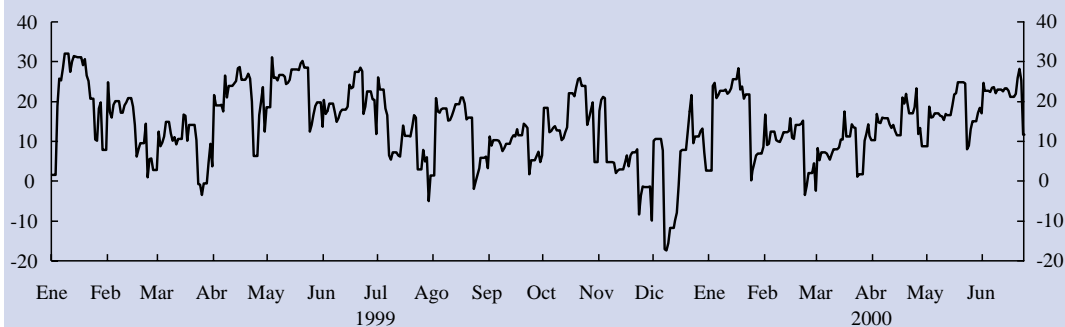
La volatilidad de determinados componentes hace difícil efectuar una previsión correcta de la evolución de los factores autónomos. El factor autónomo más volátil son los depósitos netos de las Administraciones Públicas, seguido de los billetes y las operaciones pendientes de liquidación (fondos netos en tránsito). Las desviaciones típicas de estos tres componentes ascendieron a 5 mm de euros, 1 mm de euros y 0,8 mm de euros, respectivamente.

La variación en las cuentas del Tesoro solo afecta a la situación de liquidez si las Administraciones Públicas mantienen el grueso de sus depósitos en el banco central. Por el contrario, dicha variación no influye si los depósitos se mantienen en bancos comerciales. El modelo dominante (depósitos en el banco central o en los bancos comerciales) depende de los acuerdos institucionales y del tipo de remuneración de los depósitos

ofrecido por el banco central. En la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int) y en el *Boletín Mensual del BCE* de julio de 1999 (páginas 16 y 17) se puede encontrar una descripción detallada de los modelos utilizados en la zona del euro. Desde la publicación del *Boletín*, se han llevado a cabo reformas en Irlanda y en Portugal, que han supuesto una reducción sustancial de la volatilidad de los depósitos de las Administraciones Públicas en estos dos Estados miembros. El gráfico siguiente muestra la evolución del saldo vivo de los depósitos netos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema durante los 18 primeros meses de la Unión Monetaria.

Depósitos netos de las Administraciones Públicas

(datos diarios; mm de euros)

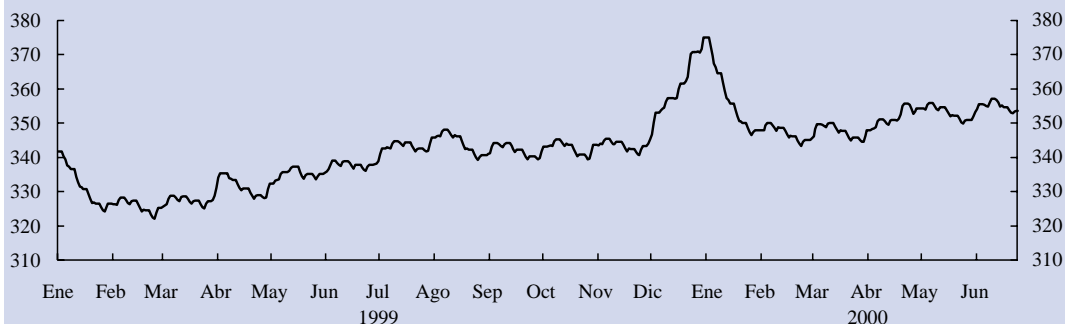


Fuente: BCE.

El saldo vivo de los billetes en circulación presenta un perfil semanal, mensual y anual bastante regular en torno a una tendencia creciente (véase gráfico siguiente). Esta regularidad tiene su origen en determinadas pautas en el empleo de los billetes, tales como el comportamiento del consumo, las vacaciones y, sobre todo, el período de compras navideñas. Se puede observar un ruptura en la serie en torno a la transición al año 2000, cuando la demanda de billetes aumentó de manera más pronunciada que en otras temporadas de compras navideñas, antes de volver a descender en enero del 2000.

Billetes

(datos diarios; mm de euros)



Fuente: BCE.

Finalmente, la volatilidad de las operaciones pendientes de liquidación depende de la especificación del sistema de pago. En la zona del euro, solo algunos de los sistemas de pago nacionales, a saber, los de Alemania, España y Francia, contribuyen sustancialmente a la volatilidad de este factor.

4 El resultado de las dos primeras operaciones principales de financiación ejecutadas mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés variable

Los dos primeras operaciones principales de financiación ejecutadas mediante el nuevo procedimiento de subasta, que se liquidaron el 28 de junio y el 5 de julio de 2000, se llevaron a cabo sin problemas. La cantidad total demandada se situó en torno al doble del volumen adjudicado. Este comportamiento de las entidades de contrapartida a la hora de presentar las pujas ha supuesto una clara ruptura con respecto al procedimiento de subasta a tipo fijo. En estas dos operaciones, presentaron pujas entre 700 y 800 entidades de contrapartida. Este nivel de participación fue similar al registrado anteriormente, lo que indica que la novedad

del procedimiento de subasta no afectó a la participación de las entidades.

En ambas operaciones principales de financiación, ejecutadas mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés variable, el tipo de interés marginal se calculó al 4,29%, es decir, 4 puntos básicos por encima del tipo mínimo, fijado en el 4,25%.

En su momento, una vez que se haya adquirido más experiencia, se podrá efectuar una valoración más detallada del nuevo procedimiento. Sin embargo, todo parece indicar que el sistema bancario ha adaptado con rapidez sus demandas de liquidez al nuevo entorno.

La transmisión de la política monetaria en la zona del euro

El mecanismo de transmisión monetaria se compone de los diversos canales a través de los cuales las medidas de política monetaria pueden afectar a la economía y al nivel de precios en particular. Entender bien el mecanismo de transmisión es un requisito importante para poner en práctica una política acertada, en la medida en que permite hacerse una idea del alcance y del calendario de las decisiones que, en materia de política monetaria, resultan más apropiadas para mantener la estabilidad de precios.

En el presente artículo se pasa revista a los principales aspectos del mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro. El conocimiento de los diversos canales de transmisión es, en todo caso limitado, dado que la aparición simultánea de perturbaciones, cambios tecnológicos y estructurales y los efectos de los cambios de política económica dificultan en gran medida la evaluación precisa de los efectos de la política monetaria. Además, en la zona del euro, la instauración de un nuevo régimen de políticas puede haber modificado, y quizás lo siga haciendo, algunas relaciones económicas; al mismo tiempo, en muchas esferas, todavía se está desarrollando un marco estadístico y econométrico para analizar la economía de la zona del euro en su conjunto. En este contexto, es importante no apoyarse en exceso en un paradigma único, sino adoptar un enfoque analítico abierto y flexible. La estrategia de política monetaria del Eurosistema, basada en el papel fundamental que asigna al dinero y en una evaluación, conforme a un gran número de parámetros, de las perspectivas de evolución de los precios y de los riesgos que amenazan a su estabilidad, se ha diseñado teniendo presente esta advertencia. Por otra parte, el elevado grado de incertidumbre con respecto a la intensidad de los efectos de las medidas de política monetaria y al momento en que se producirán, parece indicar que conviene evitar la adopción de un enfoque excesivamente activista en materia de política monetaria, encaminado a ajustar la evolución de los precios.

Normalmente, se consideran dos etapas en el mecanismo de transmisión. En la primera, los cambios en las condiciones del mercado monetario afectan a la situación de los mercados financieros, como se refleja en los precios de los activos y en la evolución general de la liquidez y del crédito. En la segunda etapa, los cambios en la situación de los mercados financieros afectan al gasto y a los precios. En el presente artículo se describe en qué medida la estructura temporal y la fuerza de los diversos cauces dependen, en cada una de esas dos etapas, de la estructura económica y financiera de la economía de la zona del euro. También se hace hincapié en la importancia de las expectativas de inflación para determinar el calendario y la magnitud de los efectos de la política monetaria.

I Introducción

El objetivo primordial de la política monetaria del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios. Las decisiones de política monetaria se transmiten a través de la economía de muchas maneras, y todas ellas tienen un efecto indirecto en la evolución de los precios de los bienes y servicios. El término que se utiliza para designar la combinación de los diferentes cauces a través de los cuales la política monetaria afecta a la producción y a los precios —muchas veces con desfases grandes, variables y no totalmente previsibles— es el de mecanismo de transmisión monetaria.

El mecanismo de transmisión funciona básicamente en dos grandes etapas. En la primera, los

cambios en la política de tipos de interés o las variaciones de la base monetaria modifican la situación de los mercados financieros, como se refleja en los tipos de interés de mercado, los precios de los activos, el tipo de cambio y la evolución general de la liquidez y del crédito en la economía. En la segunda etapa, los cambios en la situación de los mercados financieros hacen que varíe el gasto nominal en bienes y servicios de los hogares y de las empresas. A largo plazo, estos cambios nominales no afectarán al sector real de la economía, sino únicamente al nivel general de precios. Sin embargo, a corto plazo, las variaciones del gasto nominal pueden tener un impacto en la actividad económica real.

La medida en que esto suceda dependerá del grado de rigidez de los precios nominales y, con carácter más general, de la flexibilidad de la economía. Además, hay cauces de transmisión más directos, de los cuales el más importante es el efecto de las medidas de política en las expectativas de inflación, que pueden influir directamente en las decisiones que afectan a los precios.

Hay dos factores que complican el análisis y el seguimiento de los diversos cauces de transmisión de los impulsos de la política monetaria. En primer lugar, las pautas que sigue dicha transmisión evolucionan continuamente en respuesta al comportamiento económico y la estructura institucional. Actualmente, esto podría aplicarse especialmente a la zona del euro, debido a los cambios estructurales que se están produciendo —sobre todo, en el sector financiero— atribuibles, en parte, a la introducción del euro y a la adopción de la política monetaria única. Además, hay que tener presente que otros factores, como los cambios en la tecnología o los cambios demográficos pueden alterar significativamente la forma en que funciona la economía. Así pues, existe un alto grado de incertidumbre en torno al mecanismo de transmisión.

En segundo lugar, debe tenerse en cuenta que la política monetaria no funciona de forma aislada. La evolución de los precios a corto plazo en la zona del euro está sometida a la influencia de varios factores internos y externos ajenos a dicha política. Por ejemplo, la rápida escalada de los precios del petróleo en el segundo semestre de 1999 y en los primeros meses del 2000 tuvo una notable incidencia en la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). El banco central tiene que separar los efectos de este tipo de perturbaciones de otras influencias y del impacto de su propia política. La aparición simultánea de perturbaciones externas, cambios tecnológicos y estructurales y la transmisión de los cambios en la política monetaria conlleva un alto grado de incertidumbre para el banco central a la hora de

diferenciar los efectos derivados de los cambios de política monetaria.

Una comprensión más cabal de los diversos procesos de transmisión puede redundar en una ejecución más eficiente de la política monetaria en más de una forma. En primer lugar, debido a los desfases en el mecanismo de transmisión monetaria, es necesario que la política monetaria sea de carácter prospectivo. Esta orientación hacia el futuro se pone especialmente de relieve en la estrategia adoptada por el Eurosistema con respecto a la política monetaria (véase, por ejemplo, el artículo titulado «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de enero de 1999). Conocer la estructura de los desfases y la intensidad del mecanismo de transmisión permite hacerse una idea del momento y el alcance de las decisiones sobre los tipos de interés, necesarias para mantener la inflación bajo control en el futuro. Ese conocimiento es necesario, asimismo, para determinar hasta qué punto las decisiones anteriores en materia de políticas todavía tienen que surtir pleno efecto.

Por otra parte, un conocimiento más amplio, aunque necesariamente incompleto, de los diferentes cauces de transmisión contribuye a determinar con acierto qué indicadores son los más útiles para analizar la orientación de la política monetaria. Por ejemplo, el hecho de que la zona del euro sea una economía grande y relativamente cerrada presupone que el tipo de cambio tenga, probablemente, menos importancia como cauce de transmisión de la política monetaria que en las economías más pequeñas con una elevada participación en el comercio internacional. Por el contrario, las conclusiones en el sentido de que la evolución de los agregados monetarios amplios tiene un importante contenido de previsión de cara a la inflación futura parecen indicar que el dinero es un factor importante en la transmisión de los impulsos monetarios en la zona del euro. Dichas conclusiones han sido un elemento importante en la configuración de la estrategia de política monetaria del Eurosistema.

2 La inflación como fenómeno monetario: el papel del dinero y el crédito

Existe un amplio consenso en que, en última instancia, la inflación es un fenómeno monetario. No es posible que se produzca un aumento o un descenso sostenido de la inflación sin que lo haya causado o propiciado una variación de la tasa de crecimiento del dinero. La relación a largo plazo entre el dinero y los precios caracteriza prácticamente a todos los modelos teóricos y se cumple empíricamente en varias dimensiones: entre países, a lo largo del tiempo, en el marco de distintos regímenes monetarios y para diversos agregados monetarios.

La relación que existe entre el dinero, el nivel de precios y el producto puede apreciarse más fácilmente por medio de la llamada ecuación de cantidad. En ella se relaciona la cantidad de dinero con los precios, el producto y la velocidad del dinero (la razón inversa entre el dinero y el ingreso nominal). A largo plazo, las tendencias de la velocidad y el producto son independientes de la tasa de crecimiento del dinero. Como consecuencia, un crecimiento monetario excesivo y persistente suele asociarse con tasas

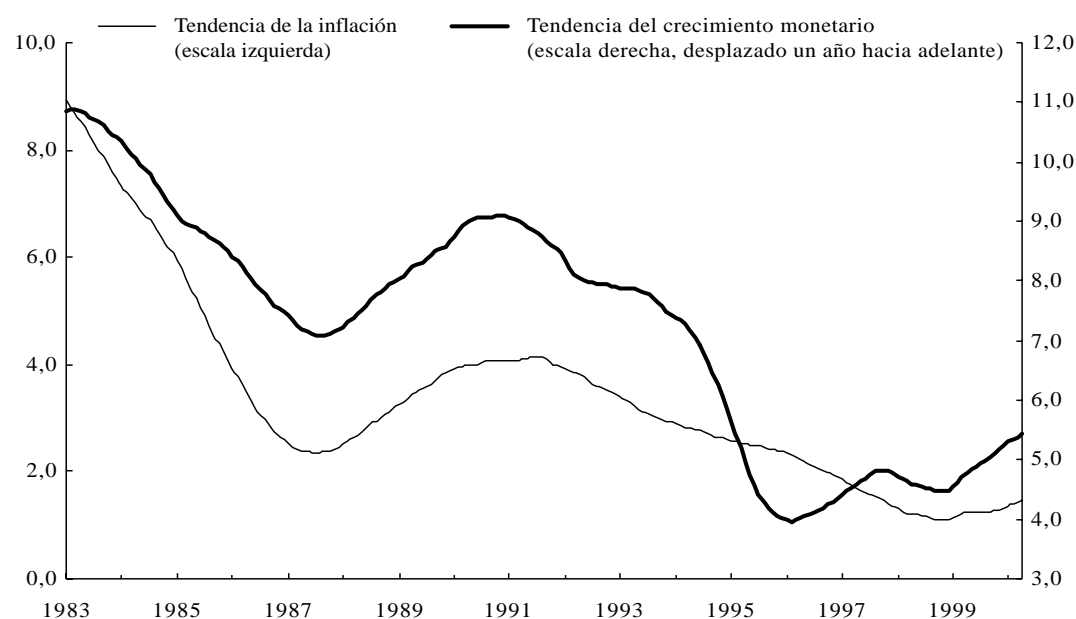
de inflación también persistentes. La relación de cantidad constituye la base del cálculo del valor de referencia del Eurosistema para el crecimiento de M3 (véase información más detallada en el artículo titulado «Los agregados monetarios en la zona del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema», publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de febrero de 1999). En el gráfico 1 se presenta un ejemplo de la estrecha relación que existe entre las desviaciones alisadas de la tasa de crecimiento de M3 y el valor de referencia y la tasa de inflación en la zona del euro.

Es evidente que en el corto y medio plazo, la utilidad del dinero como medida de las presiones inflacionistas depende de la previsibilidad de la velocidad de éste, o, dicho de otra forma, de la estabilidad de las funciones de demanda de dinero estimadas. Las fórmulas estándar de la demanda de dinero relacionan los agregados monetarios con el producto, el nivel de precios y otras variables macroeconómicas, tales como los tipos de interés nominales. Aun-

Gráfico 1

Tendencias del crecimiento monetario y de la inflación en la zona del euro

(datos mensuales)



Nota: La tendencia del crecimiento monetario es la media móvil de 24 meses de la tasa de variación interanual de M3. La tendencia de la inflación es la media móvil de 24 meses de las tasas de variación interanual de los precios de consumo (IPC hasta enero de 1996 e IAPC a partir de entonces).

que es necesario tener presente la incertidumbre que conlleva la modificación del régimen monetario, a juzgar por los datos disponibles, cabe pensar que esa relación estable de la demanda de dinero existe en la zona del euro. Además, las desviaciones de los saldos monetarios efectivos con respecto a los niveles que cabría prever sobre la base de esas relaciones parecen ser un indicador anticipado de la inflación futura, a veces mucho más exacto que otros indicadores más tradicionales, como las diversas medidas de la brecha entre el producto efectivamente observado y el potencial, sobre todo, en el contexto de horizontes temporales más amplios.

Como se indicó anteriormente, la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía consiste en una compleja combinación de cauces diversos, a menudo relacionados entre sí, en virtud de la cual tanto los precios como las cantidades están sujetos a ajustes. El papel exacto del dinero y del crédito en estos procesos de transmisión sigue siendo objeto de considerable debate. Algunos economistas niegan que el dinero desempeñe un papel activo; a su juicio, la transmisión de los impulsos monetarios se produce, principalmente, a través de los tipos de interés y de otros precios financieros, y de su efecto sobre el gasto y la inflación. El dinero y el crédito no desempeñarían más que un papel pasivo a medida que los bancos expanden y contraen sus activos y pasivos para acomodarse a las variaciones de la demanda. De acuerdo con esta opinión, los indicadores monetarios y crediticios solo resultan útiles como variables informativas, es decir, en la medida en que proporcionan in-

formación anticipada con respecto a la variación del gasto nominal, por ejemplo, por el hecho de estar disponibles con más antelación. Otros economistas consideran que el proceso de creación del dinero y el crédito, que se inicia a partir de la base monetaria (incluidos el efectivo en manos del público y los depósitos de las instituciones financieras en el banco central) desempeña un activo papel causal en la transmisión de los impulsos monetarios. Por consiguiente, la excesiva creación de dinero no se compensa inmediatamente con la variación de los precios financieros y puede afectar directamente al gasto, a medida que los bancos, los consumidores y las empresas ajusten gradualmente sus balances para alcanzar los saldos monetarios deseados.

A la luz de la evidencia empírica disponible, no puede confirmarse con certeza ni descartarse fácilmente la idea de que la creación de dinero desempeña un papel activo en el proceso de transmisión. Por otra parte, resulta difícil incorporar una función estructural del dinero a modelos macroeconómicos más tradicionales en los que las presiones sobre precios y salarios tienen principalmente su origen en desequilibrios que afectan a los mercados de bienes y trabajo. La estrategia de política monetaria del Eurosistema, en la medida en que asigna un papel destacado al dinero e incorpora una evaluación basada en un gran número de variables de las perspectivas de evolución de los precios, garantiza que se tomen en consideración ambos paradigmas, abordando, al mismo tiempo, algunas de las incertidumbres fundamentales con respecto a la transmisión de la política monetaria.

3 Importancia de las expectativas y la estrategia orientada hacia la estabilidad

Al analizar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, nunca se hará suficiente hincapié en la importancia de la formación de las expectativas por parte de los diversos agentes de la economía. El papel que desempeñan las expectativas se deriva de su influencia en el comportamiento efectivo de dichos agentes. En general, los hogares y las empresas tienen que tomar decisiones que tendrán consecuen-

cias en el futuro. Por ejemplo, los hogares deciden qué parte de sus ingresos dedicarán al consumo y qué parte al ahorro y, por lo tanto, deciden con respecto a sus posibilidades de consumo en el futuro. Las empresas tienen que adoptar decisiones en materia de inversión, lo que incide en su futura capacidad de producción. Los trabajadores o sus representantes negocian con las empresas los salarios

futuros y, por consiguiente, deciden sobre los ingresos y los costes futuros. Como resultado, los agentes económicos decidirán, en general, la dirección y la magnitud de sus actuaciones de forma anticipatoria, teniendo en cuenta sus expectativas con respecto a la inflación futura y la evolución general de la economía.

El papel fundamental que desempeñan las expectativas en el funcionamiento de la economía repercute de forma importante a través de varios cauces en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y en la ejecución de dicha política en general. En primer lugar, la estrategia de política monetaria del Eurosistema, al hacer hincapié en la estabilidad de precios a medio plazo desempeña una importante función de anclaje de las expectativas de inflación en niveles bajos. Ello se debe a que las variaciones de dichas expectativas pueden tener un fuerte impacto en la evolución futura de la inflación a través de su influencia directa en las decisiones relativas a los precios. Por ejemplo, desempeñan un papel importante en los mercados de trabajo, en los que los salarios se negocian con carácter prospectivo, como es muy común en la zona del euro. En la estrategia de política monetaria del Eurosistema, la definición precisa de estabilidad de precios es un elemento clave, dado que orienta a los agentes económicos para que adopten decisiones anticipatorias sobre las expectativas con respecto a la estabilidad de precios.

En segundo lugar, los efectos de una variación de los tipos de interés del BCE sobre los mercados financieros y la economía en su con-

junto dependerán de que dicha variación se haya previsto o no y, de forma más general, de cómo afecte a las expectativas con respecto a las decisiones futuras en materia de tipos de interés y a la evolución del producto y la inflación. Como, normalmente, resulta difícil medir las expectativas o —incluso más difícil— predecir su reacción frente a la publicación de nueva información, se añade un grado más de incertidumbre a la evaluación del mecanismo de transmisión.

En tercer lugar, la función clave que desempeñan las expectativas presupone que, además de la magnitud de una medida de política o del momento en que se adopte, es importante tener en cuenta el contexto en que se produce para explicar sus efectos. También en este caso, puede considerarse que el papel de la estrategia de política monetaria del Eurosistema y su credibilidad para orientar las expectativas forman parte del mecanismo más amplio de transmisión de dicha política. Cuando los mercados financieros y, con carácter más general, los agentes económicos entienden los objetivos de la política monetaria y la forma en que se fijan los tipos de interés para alcanzar esos objetivos, preverán, en general, las medidas de política, facilitando así la labor del banco central. Por ejemplo, los mercados de bonos se anticiparán automáticamente a una subida de los tipos de intervención nominales y reales cuando se perciban señales de presiones inflacionistas. El aumento resultante de los tipos de interés de mercado a corto y medio plazo tendrá un efecto restrictivo sobre la economía y, por ende, ayudará al banco central a mantener la estabilidad de precios.

4 Relación entre las variaciones de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y la situación de los mercados financieros y de activos

La cadena de causas y efectos del mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro se inicia con las variaciones de los tipos de interés del BCE —los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y de las facilidades permanentes— y con los consiguientes cambios en la situación del mercado monetario. Otros tipos de interés, el tipo de cambio y los precios de los activos se ajustarán a esa nue-

va situación con desfases variables. Asimismo, pueden producirse ajustes de otros factores además de los precios. La magnitud, la dirección y el momento de estos cambios dependerán, en general, de la estructura de los mercados financieros y de las características económicas de los participantes en el mercado. En particular, el grado de competencia, la liquidez de los mercados y el margen de maniobra para el arbitraje entre los

distintos instrumentos financieros tendrán un efecto directo en las relaciones entre los mercados financieros y los mercados de activos.

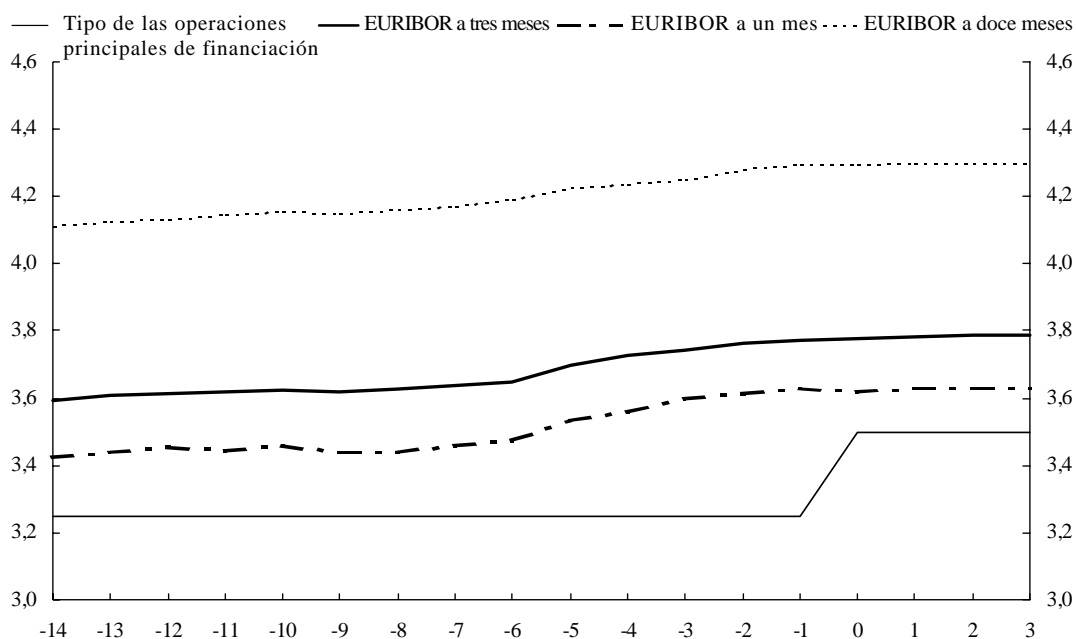
Antes de analizar con más detalle estos cambios en la situación de los mercados financieros, inducidos por las medidas de política, vale la pena hacer hincapié nuevamente en dos problemas con los que tropezará todo análisis empírico de estos cauces de transmisión. En primer lugar, los cambios en la situación de los mercados financieros, más que retrasar, adelantarán en parte las decisiones en materia de política cuando éstas puedan preverse en general. Como ejemplo, en el gráfico 2 se presenta la evolución media de los tipos de interés de mercado a corto plazo antes de las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE con respecto a los tipos de interés de intervención los días 3 de febrero, 16 de marzo y 27 de abril de 2000, en virtud de cada una de las cuales se elevó en 25 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación. Pue-

de observarse que los tipos de interés de mercado comenzaron a desplazarse hacia sus nuevos niveles varios días antes de que se produjese el cambio de política con respecto al tipo de intervención y que apenas variaron en la fecha en que tuvo lugar dicho cambio. De lo que se deduce que los mercados se anticiparon, en gran medida, a la nueva política de tipos de interés y, por consiguiente, los tipos de interés de mercado subieron antes, y no después, de que ocurriera el cambio. En segundo lugar, en el contexto de una estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios, las medidas de política se adoptarán normalmente para hacer frente a una evolución económica que entrañe riesgos para dicha estabilidad. Naturalmente, los mercados financieros también se verán afectados por estas perturbaciones económicas. Con frecuencia, es sumamente difícil separar los efectos de una medida de política de los efectos directos que dichas perturbaciones producen en los mercados financieros y en la economía en general.

Gráfico 2

Evolución media de los tipos de interés en las fechas próximas a modificaciones de los tipos de interés del BCE

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: Se considera día 0 la fecha del aumento, en 25 puntos básicos, del tipo de las operaciones principales de financiación. Los tipos de interés son la media de los tipos vigentes en los 14 días anteriores y 3 días posteriores a los aumentos de 25 puntos básicos decididos los días 3 de febrero, 16 de marzo y 27 de abril de 2000.

Tras producirse un cambio en la situación del mercado monetario, las oportunidades de arbitraje suelen dar lugar a rápidos ajustes de otros precios en los mercados financieros y de activos. Sin embargo, debido al importante papel de las expectativas, la magnitud e incluso el signo de esos efectos, tras la variación de los tipos de interés, no son inequívocos.

Por ejemplo, la teoría de las expectativas sobre la estructura temporal de los tipos de interés sostiene que los tipos de interés nominales a más largo plazo deben ser aproximadamente iguales a una media de los tipos a corto plazo actuales y futuros vigentes hasta el vencimiento de la inversión a más largo plazo. Así pues, la forma en que una variación imprevista de los tipos a corto plazo afecta a los tipos a más largo plazo depende de cómo afecte a la trayectoria futura prevista del tipo de interés nominal a corto plazo. Cuando se espera que se mantenga la variación, los tipos a más largo plazo también variarán, en general, en la misma dirección. En cambio, cuando se prevé que la variación cambie de signo rápidamente, es muy posible que los tipos a más largo plazo no se vean afectados notablemente, o incluso que desciendan si el cambio de política da lugar a una caída de las expectativas de inflación. La curva de rendimientos de la zona del euro ha cambiado significativamente de forma desde el comienzo de 1999, como consecuencia de las revisiones de la evolución prevista de los tipos de interés a corto plazo (véase el artículo titulado «El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria», publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de mayo del 2000).

Un factor subyacente en estas revisiones de las expectativas, tras los cambios de política monetaria, es la credibilidad de la propia política monetaria. Si se tiene la impresión de que el banco central actúa puntualmente para mantener la estabilidad de precios, es posible que las expectativas de inflación, y, por lo tanto, los tipos de interés nominales previstos en el futuro, no se vean muy afectados. Como resultado, los tipos de interés a largo plazo se mantendrán relativamente estables. De hecho, en países con inflación baja y estable, la sensibilidad de las variaciones de los tipos de interés a largo plazo frente a

una variación imprevista del tipo de intervención ha sido, en general, menos acusada que en los países con inflación alta y variable. Además, los tipos de interés a más largo plazo pueden incorporar también otros factores como la liquidez o las primas de riesgo de inflación, que pueden variar con el tiempo y en respuesta a los cambios en las medidas de política.

Otra situación de arbitraje, la llamada condición de la paridad no cubierta de los tipos de interés, sostiene que existe una relación entre los diferenciales de los tipos de interés nominales en distintas monedas y su tipo de cambio nominal. Ello presupone que el diferencial entre los tipos de interés nacionales y extranjeros es aproximadamente igual a la depreciación prevista del tipo de cambio durante el período de mantenimiento, es decir, un inversionista debe esperar obtener el mismo rendimiento de sus inversiones en varias monedas. Una vez más, sólo cabe esperar que la relación se cumpla aproximadamente, ya que el riesgo cambiario, la liquidez y otras primas pueden crear una cuña entre los rendimientos esperados. En la práctica, la evidencia empírica no corrobora en gran medida la hipótesis de la paridad no cubierta de los tipos de interés cuando se contrasta conjuntamente con la de las expectativas racionales en el mercado de divisas. Lo normal es que el impacto efectivo de las variaciones de los tipos de interés a corto plazo sobre el tipo de cambio dependa de cómo se vean afectadas las expectativas con respecto a las variaciones futuras de los tipos de interés y otras variables económicas.

Por último, las variaciones de los tipos de interés de mercado pueden producir también un efecto sobre el valor de mercado de valores y activos reales, tales como acciones y participaciones, bonos y bienes raíces. El arbitraje iguala el valor de los títulos y los activos reales con sus flujos de ingresos futuros descontados. Por ejemplo, el valor de las acciones y participaciones puede entenderse como el valor actual descontado de los futuros dividendos que, a su vez, depende de los beneficios que obtenga la empresa en el futuro. Por consiguiente, una subida de los tipos de interés podría surtir efectos sobre los precios de los activos a través de dos cauces distintos. El primero de ellos sería el tipo

de descuento intertemporal. Cuando aumentan los tipos de interés, el descuento de los flujos monetarios futuros se produce a una tasa más elevada que hace que disminuya el valor actual descontado. El segundo cauce funciona a través del efecto de la subida de los tipos de interés sobre la corriente de ingresos futuros, lo cual resulta particularmente relevante en el caso de los valores de renta variable: una subida de las tasas de interés hace que aumenten los costes financieros de las empresas y puede tener un impacto negativo en la demanda de sus productos, lo que, normalmente, se traduce en una reducción de los beneficios. Esta reducción tendrá también un efecto negativo en las cotizaciones bursátiles. Si la reducción de beneficios se asocia con un riesgo más alto de incumplimiento en los pagos, también podrían aumentar las primas de riesgo de los bonos. No obstante, como se explicaba anteriormente, un aumento de los

tipos de intervención puede contribuir asimismo a un descenso de las primas de riesgo de inflación y de los tipos de interés a más largo plazo, lo que podría incidir favorablemente en el valor de mercado de las acciones y participaciones y de los activos.

Transmisión a través del sector bancario

Los tipos de interés de mercado también influyen, en última instancia, en todo el espectro de tipos de interés que aplican las entidades de crédito a su clientela en los mercados de créditos y depósitos. Estos tipos representan los precios de la asignación intertemporal de recursos para muchos agentes económicos. La obtención y la concesión de préstamos en la zona del euro siguen produciéndose, sobre todo, a través del sector de IFM. El saldo vivo

Cuadro I

Principales variables de la zona del euro y Estados Unidos

Componentes del PIB	Zona del euro	Estados Unidos
Consumo privado	56,8	67,6
Consumo público	20,1	14,4
Formación bruta de capital fijo	20,7	20,3
Exportaciones	16,9	10,8
Importaciones	15,4	13,5
Mercados financieros		
Capitalización bursátil	90,2	179,8
Valores distintos de acciones	98,8	166,2 ¹⁾
<i>De los cuales, emitidos por:</i>		
AAPP	54,9	48,4
Entidades de crédito ²⁾	36,4	46,8
Empresas	7,4	29,0
Activos de entidades de crédito ³⁾	175,4	98,8
<i>De los cuales:</i>		
Crédito a las AAPP	13,5	...
Préstamos a empresas	45,2	12,6
Préstamos para compra de vivienda	27,8	24,6
Otros préstamos a hogares	16,7	8,6

Fuentes: BCE, BPI, Eurostat y flujo de fondos de la Reserva Federal.

1) Esta cifra incluye valores distintos de acciones emitidos por empresas que reciben ayuda del sector público y asociaciones federales de crédito hipotecario (42% del PIB).

2) IFM, excluido el Eurosistema para la zona del euro; para Estados Unidos, todas las instituciones financieras.

3) IFM, excluido el Eurosistema para la zona del euro; para Estados Unidos, bancos comerciales, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y fondos del mercado monetario.

Debido a diferencias de presentación de los datos, las cifras no son totalmente comparables entre la zona del euro y Estados Unidos.

del crédito de las IFM a las empresas de la zona del euro ascendía al 45,2% del PIB a finales de 1999. El valor de los títulos de renta fija de las empresas era del 7,4% del PIB, mientras que los valores de renta fija emitidos por el sector de empresas de Estados Unidos se cifraban en un 29% del PIB a finales de 1999. La razón entre los activos bancarios totales y el PIB en 1999 era del 175,4% en la zona del euro, frente a un 98,8% en Estados Unidos.

El proceso de transmisión desde los tipos de interés de mercado hasta los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a su clientela depende de la interacción de la oferta y la demanda de crédito y depósitos y de la estructura de los mercados bancarios. Varios factores estructurales —como la competencia en el sector de servicios financieros, las preferencias con respecto a los vencimientos de los contratos de crédito o depósito, o las posibilidades de ajuste de los tipos de interés, las diversas primas de riesgo y los costes administrativos que conlleva modificar efectivamente los tipos de interés— influyen en el ajuste de los mercados bancarios minoristas. Como puede observarse en el gráfico 3, los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro tienden a seguir muy de cerca la trayectoria de los tipos de interés del mercado monetario, si bien son más estables.

La transmisión de los tipos de interés del mercado monetario a los tipos de interés de los créditos o los depósitos bancarios es un proceso gradual. En muchos casos, la transmisión a los tipos de interés de depósitos y préstamos es interdependiente. Un banco que tenga poca competencia en la captación de depósitos a plazo puede permitirse dejar que pase más tiempo entre la subida de los tipos de interés del mercado monetario y el aumento de la rentabilidad que ofrece por sus depósitos a plazo. Además, un banco que se encuentre en esas circunstancias está sometido a menos presiones para elevar el tipo de interés de los créditos que otro cuyos costes de financiación hayan aumentado en proporción a las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario. La experiencia histórica, tanto de las economías europeas como de

las de otras regiones, ha demostrado con frecuencia que los ajustes de los tipos de interés bancarios no solo son lentos, sino que, además, su velocidad difiere según se trate de correcciones al alza o a la baja. Cuando los mercados no son plenamente competitivos, este comportamiento de fijación de los tipos de interés puede permitir a los bancos beneficiarse de las variaciones del nivel general de dichos tipos.

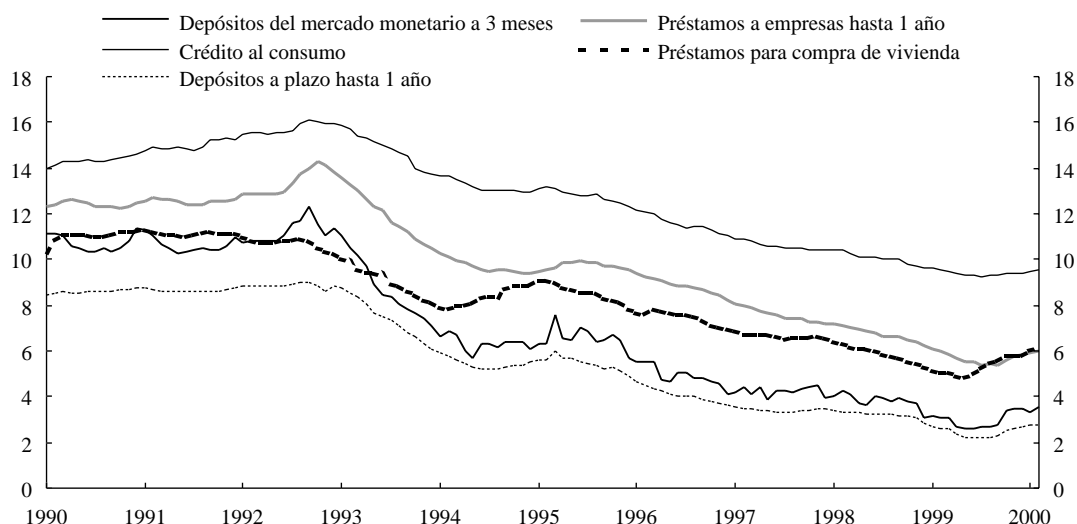
Algunos economistas hacen hincapié en el papel que desempeña la oferta de crédito en el proceso de transmisión. Una subida de los tipos de interés a corto plazo suele venir acompañada de un menor crecimiento de los depósitos a la vista. Ello puede llevar a los bancos a reducir su oferta de préstamos, sobre todo, si no pueden sustituir fácilmente esos depósitos por otros pasivos. Los prestatarios que dependen de los bancos, como las pequeñas y medianas empresas y los hogares podrían verse abocados a una compresión de sus posibilidades de obtención de crédito. Sin embargo, desde un punto de vista empírico, los movimientos simultáneos de la demanda y la oferta de préstamos hacen de la identificación de los diferentes cauces una tarea un tanto ardua. Así pues, no puede afirmarse con certeza que la política monetaria afecte significativamente a la oferta de préstamos procedente de los bancos.

Como el sector financiero de la zona del euro está sufriendo actualmente un profundo proceso de reestructuración, es probable que los ajustes en los mercados de banca minorista, que siguen a una variación de los tipos de intervención tiendan también a evolucionar. En algunas esferas, el proceso de desintermediación de los bancos —en virtud del cual, la financiación intermediada por el sector bancario está siendo sustituida por la financiación directa— sobre todo, a través de los mercados financieros, ya se encuentra muy avanzado. Por ejemplo, el ahorro se invierte cada vez más en fondos de inversión. En particular, el desarrollo de los fondos de inversión del mercado monetario está induciendo a los bancos a ofrecer rentabilidad más alta por los depósitos tradicionales y a armonizar más rápidamente los tipos de los depósitos con los del mercado monetario.

Gráfico 3

Tipos de interés del mercado monetario y tipos aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: BCE.

De forma más general, la competencia cada vez mayor en todos los segmentos del sector de servicios financieros está induciendo a los bancos de la zona del euro a ser más eficientes a la hora de fijar el precio de todos sus productos. Los márgenes de interés de los depósitos bancarios se redujeron en los años noventa. La oferta de crédito a las empresas choca ahora con una expansión del mercado de valores de renta fija

de las empresas. Sin embargo, la competencia también está aumentando en segmentos en los que los bancos compiten sobre todo entre sí, como es el caso del mercado hipotecario. Es probable que tanto la desintermediación como la racionalización del sector bancario europeo induzcan a los bancos a trasladar los cambios en la situación del mercado a sus clientes con más rapidez de lo que lo han hecho en el pasado.

5 Relación entre los cambios en los mercados financieros y de activos y las variaciones en el gasto

Los cambios en las condiciones de los mercados financieros comentados anteriormente darán lugar, con retraso, a variaciones en el gasto nominal. Si los precios fueran totalmente flexibles, no serían de esperar variaciones en el gasto real. Sin embargo, por lo general, los precios se ajustan solo de forma gradual. Como las expectativas de inflación tienen en cuenta este ajuste lento, los cambios nominales en las condiciones de los mercados financieros se traducirán, a corto plazo, en cambios reales. En concreto, siendo constantes las expectativas de inflación a corto plazo, una variación en el tipo de

interés real supondrá una variación en el tipo de interés real a corto plazo.

No todos los componentes del gasto se ven afectados por igual, y los efectos podrían extenderse en el tiempo. La intensidad y el momento de las variaciones registradas en el gasto dependerán, en gran medida, de la estructura financiera y económica de la economía. Además, otros factores, como cambios en la demanda exterior, en el gasto público y en los beneficios y salarios esperados también influirán en la demanda agregada, dificultando cualquier inferencia sobre la

importancia de la intensidad y la magnitud de los distintos factores.

Efectos sobre el coste del capital

Los tipos de interés reales constituyen un factor importante en la determinación del coste del capital. Por ejemplo, cuando el tipo de interés real de los préstamos bancarios o de los bonos aumenta, el coste en que incurren las empresas al mantener existencias o invertir en equipo, maquinaria e inmuebles, financiado a través de préstamos bancarios o de bonos, también se incrementa. Esto hace que la inversión sea menos rentable y que resulte más atractivo esperar e invertir cuando desciendan los tipos de interés reales. Así pues, en igualdad de condiciones, la inversión empresarial se ve influida negativamente por las subidas de los tipos de interés reales. Sin embargo, desde un punto de vista empírico, esta relación ha resultado difícil de demostrar, debido a los movimientos procíclicos de los tipos de interés reales. El impacto y la estructura retardada de los efectos de las variaciones observadas en los tipos de interés diferirá de una industria a otra. Por ejemplo, es probable que las industrias con un uso intensivo del capital, que necesitan importantes inversiones, se vean más afectadas que las industrias de servicios que utilizan el capital de forma menos intensiva.

Esos efectos sobre el coste del capital también pueden ser un importante determinante del gasto de los hogares en bienes de consumo, tales como automóviles y vivienda. Con frecuencia, los créditos al consumo y las hipotecas financian parcialmente dichos bienes. Además, las variaciones registradas en el tipo de interés real afectan al rendimiento del ahorro. Por ejemplo, un descenso de los tipos de interés hace que el ahorro resulte menos atractivo y puede dar lugar a un aumento del consumo de los hogares. No obstante, se considera que, por lo general, estos efectos de sustitución intertemporal entre el consumo y el ahorro son bastante reducidos.

La falta de series históricas homogéneas en la zona del euro sobre las distintas categorías de gasto en consumo e inversión no permiten una evaluación sistemática de la forma en la que las

distintas categorías de gasto responden a los impulsos de política monetaria. La evidencia econométrica para una amplia gama de países sugiere que la inversión, que suele ser mucho más sensible a los cambios en el coste del capital, responde con mayor fuerza que el consumo a una variación en los tipos de interés.

Efectos sobre la renta

Una variación en los tipos de interés también influye en los flujos de ingresos en concepto de intereses recibidos por los acreedores y de los pagos por intereses desembolsados por los deudores. Como la mayoría de las economías, la zona del euro se caracteriza porque los hogares son acreedores netos, mientras que los sectores público y empresarial son deudores netos. Una subida de los tipos de interés hará aumentar, por lo tanto, la renta disponible agregada de los hogares, pero reducirá los beneficios del sector empresarial e incrementará el déficit del sector público. La magnitud de estos efectos sobre la renta depende del tamaño y la composición del balance de los agentes no financieros y, sobre todo, del vencimiento de sus activos y pasivos. Además, los retrasos con los que se producen los efectos sobre la renta dependerán de que los pagos por intereses varíen con los tipos de interés a corto plazo o de que sean fijos.

Las cuentas financieras del sector hogares y del sector empresarial de la zona del euro no se han completado aún. No obstante, la evidencia de que se dispone a partir de los balances de los hogares y las empresas de los países más grandes de dicha zona muestra que, a nivel de la economía en su conjunto, es probable que la respuesta de los ingresos/pagos netos en concepto de intereses a las variaciones registradas en el tipo de interés a corto plazo sea bastante limitada. Es probable que los costes financieros del sector empresarial, cuya deuda se compone, en parte (un tercio), de instrumentos con vencimiento inferior a un año, experimenten un ligero ascenso tras una subida de los tipos de interés, debido, concretamente, a que la deuda a corto plazo se refinancia a tipos más altos. El menor flujo de caja puede intensificar el efecto sobre el coste del capital

en el gasto en inversión al debilitar la situación financiera de las empresas e incrementar la prima de riesgo requerida por su deuda.

En el caso del sector hogares, una gran proporción de los activos y pasivos se remuneran a tipos de interés fijos a largo plazo, aunque las prácticas relativas al tipo fijo frente al tipo variable difiere entre los distintos países. Por consiguiente, en general, los flujos de ingresos en concepto de intereses se ajustarán solo gradualmente a las variaciones de los tipos de interés. La redistribución de la renta entre las empresas o los hogares solo influirá en la demanda agregada si los deudores netos tienen más propensión al gasto como consecuencia de las variaciones registradas en la renta que los prestamistas netos. Puede que este sea el caso si los prestatarios tienen un acceso restringido al crédito.

Efectos sobre la riqueza

Por último, como se ha mencionado antes, las variaciones de los tipos de interés pueden afectar al valor de activos financieros, tales como acciones y obligaciones, y de activos inmobiliarios, como viviendas, y, por lo tanto, tener un efecto directo en el valor de la riqueza de los hogares que tienen estos activos en sus carteras. El grado en el que estos cambios en el valor de la riqueza afectan al gasto dependerá de la propensión a utilizar dicha riqueza para financiar el consumo, así como del tamaño y la composición de la riqueza y de la persistencia de las variaciones en los precios de esos activos. Como se suele considerar que la respuesta del consumo a cambios en la riqueza es limitada, las variaciones en los precios de los activos solo tendrán un efecto macroeconómico significativo sobre el gasto si son importantes y se producen en activos que están en manos de una parte considerable de la población.

Aunque de importancia cada vez mayor, la capitalización bursátil en la zona del euro, que ascendió al 90,2% del PIB a finales de 1999, es mucho menor que en Estados Unidos (véase cuadro 1) y la propiedad de las acciones no está tan generalizada. Por consiguiente, es menos probable que las grandes fluctuaciones en las cotizaciones bursátiles tengan efectos directos

sobre el gasto en consumo. Además, a la vista de la volatilidad de las cotizaciones bursátiles, los agentes económicos pueden descontar, como transitorios, algunos de los recientes movimientos al alza y a la baja, en cuyo caso el gasto no se vería afectado de manera significativa (véase el recuadro 2 del *Boletín Mensual del BCE* de mayo del 2000 titulado «Evolución reciente de la volatilidad de los índices bursátiles»).

En la zona del euro, es más probable que los efectos en la riqueza de los hogares se transmitan a través de los precios de otros activos. Los bonos, que suelen estar en manos de los hogares, ya sea directa o indirectamente, representan alrededor del 100% del PIB. No obstante, dado que la mayor parte de la deuda correspondiente está en poder de residentes nacionales, tales efectos son fundamentalmente distributivos. Los bienes inmuebles son aún más importantes en los activos de los hogares. En promedio, la *ratio* de ocupación por propietarios, es decir, la proporción de hogares que son propietarios de sus viviendas, se aproxima al 50% en los países de la zona del euro. Esos efectos en la riqueza que se transmiten a través del mercado de la vivienda pueden hacerse más pronunciados si se generaliza la utilización de la vivienda privada como garantía para obtener financiación, como parece ser el caso en una serie de países de la zona en los que los mercados de la vivienda están en auge.

Por último, las variaciones en los tipos de interés también pueden afectar al valor de la cartera de activos fijos —maquinaria y bienes inmuebles— de una empresa. Dado que dichos activos se emplean como garantía en los contratos de crédito, los cambios en el valor de la cartera puede influir en las condiciones crediticias e, indirectamente, en el gasto empresarial.

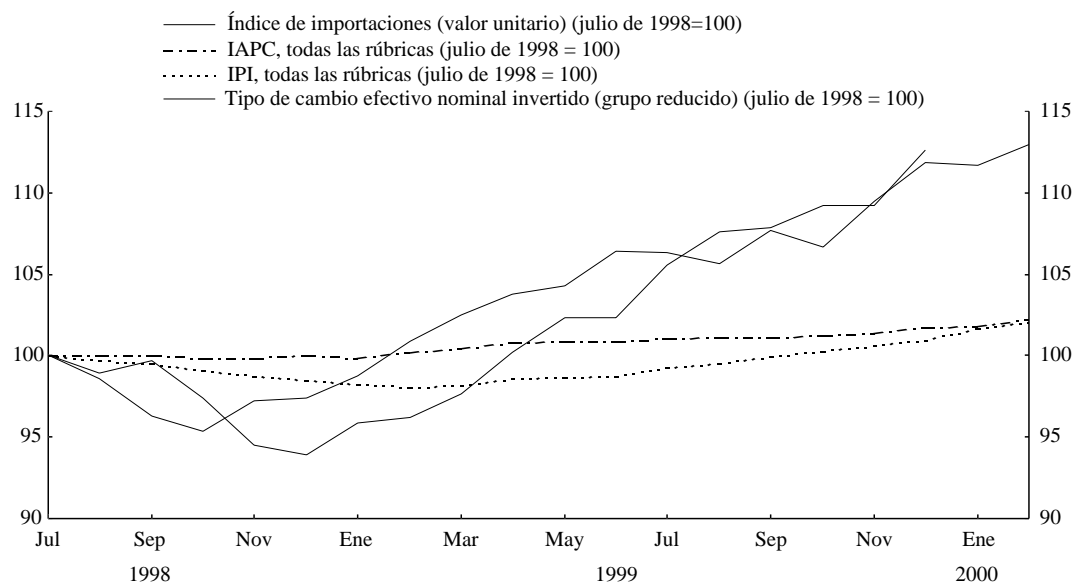
Efectos sobre el tipo de cambio

Las variaciones registradas en el tipo de cambio tienen un efecto directo en la inflación de precios de consumo a través de su impacto en los precios de las importaciones. Los cambios ocurridos en los precios de los bienes importados que se utilizan como *inputs* en el proceso de producción tienen un efecto sobre los costes empresa-

Gráfico 4

Índices del tipo de cambio efectivo e índices de precios

(datos mensuales)



Fuente: BCE.

riales y, por lo tanto, suelen dar lugar a variaciones en los precios industriales. El gráfico 4 muestra la estrecha relación existente entre el tipo de cambio efectivo nominal y los precios de las importaciones. Debido al porcentaje relativamente limitado de bienes importados, la respuesta del IAPC es, sin embargo, mucho más moderada.

Las variaciones en el tipo de cambio también afectan al comercio. Por ejemplo, una depreciación real del tipo de cambio del euro abarata, en términos de divisas, los productos y servicios exportados. En general, este abaratamiento genera un aumento de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro y un incremento de las

exportaciones en términos reales. Del mismo modo, una depreciación real encarecerá, desde el punto de vista del euro, los productos importados cuyo precio esté fijado en divisas y, por lo tanto, tendrá un efecto moderador sobre las importaciones. Una apreciación tendrá el efecto contrario. Sin embargo, no hay que exagerar el impacto que tienen las pequeñas variaciones de las exportaciones netas en la demanda agregada total de la zona del euro. Esta zona, en su conjunto, es una economía relativamente cerrada, comparable con Estados Unidos (véase cuadro 1); sus exportaciones a países de fuera de la zona representan alrededor del 16,8% del PIB, mientras que la cifra de las importaciones se sitúa en torno al 15,2%.

Recuadro

El mecanismo de transmisión de los tipos de interés en la zona del euro: metodologías y ejemplo

Hay un gran número de artículos escritos por académicos y bancos centrales que trata de estimar la intensidad y el momento de los efectos de una variación de los tipos de interés en la actividad económica y en los precios. En esta literatura se utilizan diversas metodologías econométricas, incluidos los denominados modelos de vectores autoregresivos (VAR), pequeños modelos estructurales y grandes modelos macroeconómicos.

Cada metodología tiene sus ventajas y sus inconvenientes. Los modelos VAR y los pequeños modelos estructurales cuentan con la ventaja de poderse tratar y de no utilizar demasiados datos, pues se suelen estimar

con pocas variables. Sin embargo, este es también uno de sus inconvenientes, dado que algunas variables importantes podrían quedar excluidas de influir en los resultados. La falta de estructura económica y la dificultad de identificar la cadena de causas entre las principales variables de interés hacen que los modelos VAR sean susceptibles de crítica. Además, estos modelos solo pueden generar estimaciones de una perturbación inesperada experimentada por la política monetaria y no están diseñados para analizar variaciones en el componente sistemático de dicha política, que probablemente es mucho más importante. Los pequeños modelos estructurales permiten llevar a cabo un análisis de este tipo, aunque, a menudo, a expensas de simplificar en exceso las relaciones dinámicas entre las variables económicas. Por último, la ventaja de los grandes modelos macroeconómicos es la de incorporar la mayoría de las relaciones y de las variables importantes, aunque, habitualmente, utilizan un gran número de datos y requieren fuertes supuestos identificativos. Los errores de especificación en una parte del modelo pueden inducir a error en el resto, debido a las numerosas relaciones que contiene.

Habida cuenta de las consideraciones anteriores, no se puede utilizar una única metodología para obtener las respuestas necesarias. En su lugar, hay que considerar que las distintas metodologías son complementarias. Dada la importancia de entender el mecanismo de transmisión de la política monetaria, el Eurosistema está llevando a cabo una investigación exhaustiva de los distintos canales de transmisión en la zona del euro. Se están siguiendo tres líneas de investigación en paralelo. En primer lugar, se están construyendo modelos econométricos estructurales, tanto para la zona del euro como para los distintos países. Esta tarea se está realizando en el marco de una estrecha colaboración entre los servicios de estudios del BCE y de los BCN. En segundo lugar, se están estimando y analizando pequeños modelos de simulación y modelos VAR de la zona del euro, utilizando datos macroeconómicos. Estos modelos proporcionan, entre otras cosas, referencias alternativas para examinar el proceso de transmisión. En tercer lugar, se están empleando datos microeconómicos (de empresas y bancos individuales) para analizar, de una manera más concreta, los patrones de transmisión de la política monetaria en la zona del euro. Para este último fin, se ha establecido una Red de Transmisión de la Política Monetaria del Eurosistema (*Eurosystem Monetary Transmission Network*), que agrupa a investigadores del BCE y de los BCN que llevan a cabo estudios empíricos en este área.

La mayor parte de la literatura macroeconómica sobre países concretos encuentra que las perturbaciones transitorias e inesperadas que afectan al tipo de interés a corto plazo tienen un efecto relativamente rápido, aunque a menudo limitado, sobre el producto real y un efecto mucho más lento, aunque más duradero, sobre los precios. Si bien este patrón general es relativamente constante en todos los países y periodos, la certeza sobre el tamaño y el momento exactos de dichos efectos es mucho menor. Los intentos de utilizar las técnicas econométricas mencionadas para identificar, por ejemplo, diferencias entre los distintos países no han dado, por lo general, resultados sólidos. Esta falta de solidez no debe sorprender, dadas, en primer lugar, las dificultades de distinguir los efectos de una medida de política monetaria de los efectos de otras perturbaciones; en segundo lugar, el importante papel de las expectativas (que no pueden observarse) en el proceso de transmisión y, en tercer lugar, el carácter cambiante del mecanismo de transmisión, debido a los cambios estructurales y de régimen de la política monetaria.

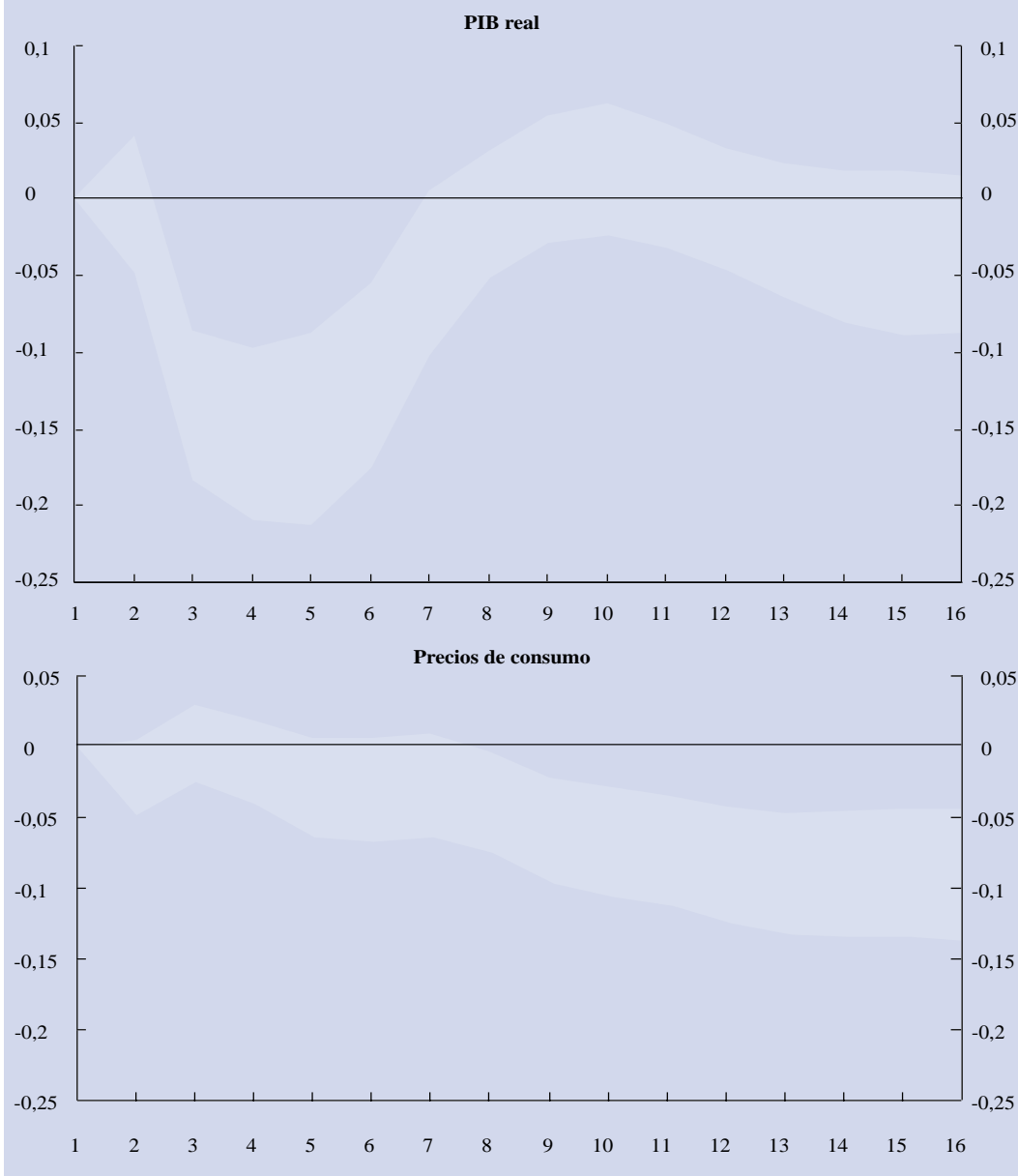
La falta de una evidencia firme sobre diferencias sustanciales entre los distintos países en el mecanismo de transmisión aumenta la validez de los análisis para la zona del euro en su conjunto. Al mismo tiempo, sin embargo, dada la incertidumbre analítica existente, cualquier estimación de los efectos de una medida de política monetaria debe considerarse con cautela. Esto es particularmente cierto en vista de que, en este momento, hay que estimar los modelos para la zona del euro con un período muestral durante la mayor parte del cual los once países de la zona todavía no constituían un área monetaria única. En los gráficos siguientes se presentan, con fines puramente ilustrativos, los resultados de una simulación de la respuesta al impulso basada en un VAR sencillo, que representa y resume los resultados existentes en la literatura relevante. El modelo se estima para el período transcurrido entre 1980 y 1998, utilizando datos trimestrales sobre el PIB real, los precios de consumo, M3, el tipo de interés nominal a corto plazo y el tipo de cambio efectivo real. Además, el modelo VAR incorpora como variables exógenas una constante, una tendencia lineal, un índice de precios de

las materias primas y el tipo de interés nominal a corto plazo y el PIB real de Estados Unidos. Las perturbaciones experimentadas por la política monetaria se identifican aplicando la descomposición de Choleski estándar a los residuos del VAR, en la que las variables se ordenan como aparecen citadas anteriormente.

Los resultados presentados en los gráficos siguientes están prácticamente en línea con la literatura relevante y con la descripción del mecanismo de transmisión de la política monetaria efectuada en este artículo. Una subida inesperada y transitoria del tipo de interés a corto plazo, equivalente a 25 puntos básicos, suele ir seguida de una disminución del producto, de carácter temporal, transcurridos dos trimestres. Los precios son mucho más lentos en su respuesta y solo comienzan a descender significativamente por debajo de cero después de seis trimestres. Los intervalos de confianza en torno a estas estimaciones son amplios e indican el considerable grado de incertidumbre que rodea a las estimaciones de los efectos de los impulsos monetarios.

Respuestas a una perturbación temporal de los tipos de interés

(desviaciones porcentuales; período de estimación: 1980-1998, intervalo de confianza del 90%)



6 Variaciones en el gasto y en la inflación

La velocidad con la que las variaciones en el gasto se convierten en presiones sobre los precios depende del grado de rigidez de los precios nominales y, de manera más general, de la flexibilidad de la economía. En el largo plazo, factores del lado de la oferta, tales como la tecnología, el stock de capital y el tamaño de la población activa, suelen determinar el nivel de la producción. Este nivel de producción a largo plazo (o producción potencial) puede modificarse con el tiempo, debido a numerosos factores, tales como variaciones en las tasas de participación laboral, inversión en capital, invención de nuevas tecnologías o cambios en el régimen fiscal. Además, en el corto plazo, se puede utilizar a la población activa de forma más o menos intensiva mediante horas extras, turnos adicionales, etc. Por otra parte, el stock de capital podría emplearse de manera más o menos intensiva, ajustando la utilización de la capacidad productiva disponible. Sin embargo, en circunstancias normales, aumentos en la demanda agregada superiores a la producción potencial suelen crear estrangulamientos en la economía, que generan presiones inflacionistas.

Estas presiones inflacionistas pueden presentarse a través de canales diferentes. Las empresas incrementarán el nivel de empleo y exigirán trabajo y/o horas extras adicionales, al estar produciendo por encima de su capacidad. Cuando ya existan tensiones en los mercados de trabajo, ello dará lugar a una intensificación de la presión salarial. A medida que los salarios superen los niveles de productividad, se elevarán los costes laborales unitarios y se incrementarán los costes de producción. Además, la escasez de *inputs* y la producción por encima de la capacidad, a niveles ineficientes,

generará presiones sobre los costes unitarios. Por último, estas presiones sobre los costes se reflejarán en la inflación de precios, al intentar las empresas mantener su rentabilidad.

El lento ajuste de los salarios reales y de otros precios relacionados producirá, en general, efectos más prolongados en la economía real. La evidencia econométrica existente para la zona del euro sugiere que mientras las rigideces de los precios nominales han sido comparables, por ejemplo, con Estados Unidos en promedio la velocidad de ajuste de los salarios reales a cambios en el desempleo y en la productividad ha sido mucho más lenta. Esto se encuentra documentado, por ejemplo, en un estudio reciente de la OCDE titulado *EMU one year on*. También existe un acuerdo generalizado acerca de que buena parte del desempleo de la zona del euro es estructural. A falta de reformas estructurales, este hecho supone que cualquier reducción del desempleo provocada por un incremento de la demanda podría dar lugar, de una manera relativamente rápida, a presiones salariales, las cuales, al no producirse aumentos de productividad que las contrarresten, generarían presiones sobre los precios y riesgos para su estabilidad. La introducción de nuevas reformas estructurales para potenciar la flexibilidad de los mercados de trabajo y de bienes de la zona del euro contribuiría a solucionar el problema del desempleo estructural y a obtener niveles más elevados de crecimiento no inflacionista, aprovechando plenamente las ventajas de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación. Al mismo tiempo, tales reformas facilitarían también la función principal del Eurosistema de mantener la estabilidad de precios.

7 Conclusiones

En último término, las modificaciones de la política monetaria afectan a los precios a través de una multitud de complejos canales que, con frecuencia, guardan relación entre sí. Este artículo ha presentado un amplio panorama de la información existente sobre el mecanismo de transmisión en la zona del euro. Para resumir, en

vista de sus implicaciones para la política monetaria, hay que subrayar, en concreto, tres aspectos. En primer lugar, existen considerables retrasos en la transmisión de los impulsos monetarios a la economía, lo que supone que los intentos de controlar las perturbaciones a corto plazo experimentadas por el nivel

de precios podrían chocar con dificultades considerables y tener efectos desestabilizadores a largo plazo. Por el contrario, los responsables de la política monetaria han de tener una visión de futuro y evaluar de forma continuada cómo la situación económica actual afecta a las perspectivas de estabilidad de precios en el medio plazo.

En segundo lugar, existe un grado de incertidumbre considerable sobre la intensidad y el momento de la relación entre las medidas de política monetaria y las variaciones en el nivel de precios. Esto es aplicable en concreto a la zona del euro, en la que el cambio estructural puede haberse producido como consecuencia de la adopción de una política monetaria única. Además, aún se está desarrollando en muchas áreas

un sistema estadístico para analizar la zona del euro en su conjunto. Dada esta incertidumbre, no sería prudente realizar intentos ambiciosos de ajustar la economía ni depender de un único modelo o indicador. Por último, la creación de expectativas de inflación por parte de hogares, empresas, responsables de la fijación de salarios y participantes en los mercados financieros constituye un elemento esencial en la transmisión y efectividad de la política monetaria. La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad está diseñada con vistas a afrontar con éxito los retos mencionados anteriormente. Proporciona un marco de carácter prospectivo, que trata de afianzar las expectativas de inflación en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

El envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro

La disminución de las tasas de natalidad y el aumento de la esperanza de vida de la población ejercerán una presión creciente sobre las finanzas públicas de los países de la zona del euro en las próximas décadas. El volumen de las cargas previstas y la necesidad de acometer ajustes fiscales estructurales difieren entre los países de la zona del euro en función de las distintas tendencias demográficas de cada país y de la estructura de sus sistemas públicos de pensiones. En algunos países, las obligaciones de pagos futuros asumidas implícitamente a través de los sistemas de reparto vigentes son considerables, y están llegando a exceder incluso el volumen de la deuda pública existente. Las consecuencias potenciales, tanto fiscales como económicas en general, del envejecimiento de la población, constituyen una causa importante de preocupación. En numerosos países de la zona del euro, es improbable que la política fiscal existente y, en especial, los sistemas de prestaciones y de transferencias sociales resulten sostenibles desde una perspectiva de largo plazo. Los déficits públicos y los niveles de deuda pública cada vez mayores, vinculados a las crecientes necesidades de financiación de los sistemas de pensiones, están teniendo un impacto negativo sobre las perspectivas de estabilidad y crecimiento a medio plazo. Por lo que se refiere a las soluciones posibles en relación con el problema de financiación de las prestaciones sociales, la introducción de fuertes aumentos de los impuestos y de las cotizaciones a la Seguridad Social no sería un remedio adecuado para las economías de la zona del euro. En su lugar, debería reducirse la magnitud de las prestaciones que proporcionan actualmente los sistemas pensiones de jubilación hasta niveles más sostenibles, complementándose con esquemas alternativos que incluyan, en particular, una mayor capitalización de las obligaciones futuras y una cierta participación de los sistemas de pensiones privados. En general, las reformas de los sistemas de pensiones deberían encaminarse al logro de su sostenibilidad desde una perspectiva de largo plazo, en vez de acomodarse simplemente a las necesidades de financiación a corto plazo.

I Implicaciones del envejecimiento de la población

Tendencias demográficas

El envejecimiento de la población es un fenómeno generalizado en la zona del euro y en la mayor parte del mundo industrializado. Los principales factores que contribuyen a esta tendencia son la disminución de la tasa de natalidad y el aumento de la esperanza de vida. En consecuencia, se prevé que la relación entre las personas mayores y las que están en edad de trabajar (relación que con frecuencia se denomina «tasa de dependencia de la tercera edad») aumente sustancialmente a medio y largo plazo en la zona del euro, con un incremento especialmente importante a partir del año 2020, momento en el que las cohortes más numerosas de población empezarán a alcanzar la edad de jubilación.

Las tasas de natalidad han venido disminuyendo sustancialmente durante las últimas décadas. Las tasas actuales —de alrededor de 1,5 hijos por madre, en promedio— son demasiado bajas para permitir la sustitución natural de las generacio-

nes y la estabilización de la estructura de la población. La longevidad es otro determinante importante del envejecimiento de la población. Debido, en gran parte, a las mejoras de la atención médica y sanitaria, la esperanza de vida de los hombres en el momento de su nacimiento ha aumentado en los países de la zona del euro, según datos de Eurostat, desde alrededor de 67 años en 1960 hasta los 75 años en 1997. Para las mujeres, la esperanza de vida ha pasado de 73 a 81 años. El tamaño y la estructura de las poblaciones pueden verse influidos también por la emigración neta, pero esta influencia se considera, en general, limitada en los Estados miembros de la Unión Europea (UE). Aunque con frecuencia se ha argumentado que la inmigración podría contribuir a aliviar los problemas financieros que el envejecimiento de la población presenta para los sistemas públicos de pensiones, la entrada de trabajadores en los países de la UE está con frecuencia restringida por regulaciones del mercado de trabajo o por otros factores estructurales. Además, la magnitud de los flujos

netos de entrada de inmigrantes necesaria para generar una ralentización significativa del proceso de envejecimiento de la población, tendría que ser considerablemente mayor que los flujos de entrada experimentados históricamente en Europa.

La evidencia empírica anteriormente mencionada avala la conclusión de que las tendencias demográficas a medio plazo suponen un serio desafío para la sostenibilidad de los actuales sistemas de pensiones. El crecimiento de las generaciones en edad de trabajar viene determinado, en gran parte, por las tasas de fecundidad del pasado, y el número de futuros pensionistas depende de la esperanza de vida de las generaciones actualmente vivas, cuya evolución es relativamente estable en el tiempo. Las proyecciones a medio plazo de la evolución de la población pueden considerarse, por lo tanto, bastante fiables. Según las estimaciones de Eurostat, las tasas de dependencia del año 2040 serán, en los países de la zona del euro y por término medio, más del doble que las correspondientes a 1995, pasando, en dicho período, de alrededor del 23% al 48% (véase cuadro I). Mientras que estas cifras describen la tendencia general, las diferencias entre países son considerables, tanto en lo que se refiere a las posiciones de partida como en lo referente al ritmo temporal del cambio demográfico esperado. Estos datos podrían indicar que, los países grandes de la zona del euro, especialmente, se enfrentarán en las próximas décadas a un cambio radical en su estructura demográfica.

Los sistemas de pensiones de la zona del euro

Prácticamente todos los países de la zona del euro han basado la mayor parte de las prestaciones por pensiones de jubilación en sistemas públicos de pensiones obligatorios, del tipo de reparto (donde el pago de las prestaciones corrientes se realiza con cargo a las cotizaciones actuales). En algunos países, estos sistemas se complementan con sistemas de capitalización de distinto tamaño y características. El principal argumento que tradicionalmente se ha esgrimido a favor de los sistemas públicos de gran escala es el de afirmar que debe protegerse a las personas en edad de trabajar de las consecuencias de una previsión insuficiente de sus necesidades de financiación futuras y que se debe impedir una utilización indebida de las prestaciones de la Seguridad Social en el período de retiro. Además, los sistemas públicos de pensiones de la mayoría de los países de la zona del euro incorporan también elementos redistributivos como, por ejemplo, la provisión de pensiones para los discapacitados, viudas y huérfanos. La importancia de los sistemas de capitalización públicos o privados, es decir, de los sistemas en los que la acumulación de pasivos para hacer frente a las futuras pensiones se corresponde con la acumulación continua de activos que los financien es generalmente pequeña en la zona del euro, aunque su importancia está aumentando significativamente en algunos países del área. Por consiguiente, las pensiones que perciben los pensionistas de la zona del euro están financiadas, en gran medida,

Cuadro I Tasas de dependencia estimadas en la zona del euro

(porcentaje que representa la población de 65 años o más sobre la población de entre 15 y 64 años)

	1995	2000	2020	2040
Bélgica	23,8	25,4	32,6	45,5
Alemania	22,5	23,3	31,9	48,2
España	22,2	24,4	29,8	49,2
Francia	22,9	24,3	32,6	45,6
Irlanda	18,0	17,4	24,5	34,6
Italia	24,0	26,5	35,5	54,9
Luxemburgo	20,6	21,5	27,9	39,9
Países Bajos	19,3	20,1	29,8	44,0
Austria	22,4	22,6	28,5	45,3
Portugal	21,4	22,5	27,3	39,2
Finlandia	21,1	21,9	35,0	42,1
Zona del euro	22,6	24,0	32,0	47,8

Fuente: Eurostat

por las cotizaciones actuales de trabajadores y empresarios. Dado este vínculo entre prestaciones y cotizaciones, la estructura de la población constituye un importante determinante de los sistemas de reparto.

Además de la cuestión de la prestación pública de pensiones de jubilación, tema que domina el debate actual, el cambio en la estructura por edades de la población puede incidir también sobre otras políticas del sector público. En especial, se argumenta que los gastos en sanidad y en educación se verán afectados por las consecuencias que cabe esperar de una esperanza de vida más larga y una tasa de fecundidad menor. Sin embargo, tanto el análisis teórico como la evidencia empírica que subyacen a esta línea de argumentación son menos claros que en el caso del sistema de pensiones. Por lo que se refiere a las tendencias futuras en la atención sanitaria, se plantea la cuestión de en qué medida la prolongación de la esperanza de vida y las innovaciones técnicas de alto coste aumentarán el gasto *per capita* sanitario y, si ese fuese el caso, los aumentos de la productividad y los incentivos a la reducción de costes podrán compensar ese aumento del gasto público. Se supone normalmente que los efectos del envejecimiento de la población en estas partidas del gasto público serán más fácilmente asumibles, a medio plazo, que los costes provenientes de los sistemas públicos de pensiones. En relación con el gasto en educación, el tamaño de las cohortes de jóvenes se reducirá significativamente durante las próximas décadas. No obstante, el aumento de la inversión en capital humano podría aumentar el gasto *per capita*, compensando así potencialmente el ahorro proveniente del envejecimiento de la población. Con todo, el debate público y académico se ha centrado hasta ahora, principalmente, en los efectos del envejecimiento de la población sobre los sistemas públicos de pensiones.

Conviene subrayar otro aspecto en relación con este tema. Las tendencias pasadas del gasto en prestaciones sociales —y, en especial, el fuerte aumento del gasto en pensiones desde los años sesenta— han estado dominadas por factores ajenos al cambio de las estructuras

demográficas, tales como el aumento en la cobertura de los sistemas públicos de pensiones, la extensión de unas generosas prestaciones, la ampliación de las tareas redistributivas de los sistemas de Seguridad Social o el encarecimiento de la actividad encaminada a proporcionar una atención sanitaria adecuada, etc. No está claro por, el momento, si estos factores van a seguir influyendo en la tendencia futura del gasto, ni hasta qué punto será posible atenuar su aumento de forma más efectiva que en el pasado. El mantenimiento de estas presiones de costes incrementaría la ya importante carga financiera resultante del problema del envejecimiento previsto de la población.

Por lo general, existen dos sistemas de reparto, aunque, con frecuencia, los sistemas públicos de pensiones existentes combinan elementos procedentes de cada uno de ellos. Algunos países operan con sistemas que proporcionan un nivel relativamente bajo de pensiones individuales, que son, en gran medida, independientes de la historia laboral del trabajador y que solo cubren sus necesidades básicas durante su período de retiro. Tales pensiones mínimas se complementan normalmente con otros esquemas, obligatorios o voluntarios, que con frecuencia adoptan la forma de sistemas de capitalización. Otros países se basan más en sistemas tipo seguro, que relacionan las pensiones con los ingresos obtenidos en el pasado y cuyo objetivo es reemplazar, en buena medida, las rentas del trabajo durante el período de retiro del trabajador. La situación financiera depende, en ambos sistemas, de cuatro conjuntos de variables: (1) los tipos de cotización de los salarios; (2) las tasas de sustitución del ingreso, es decir, las pensiones medias en relación con las rentas medias; (3) la *ratio* cotizante/pensionista, es decir, el número de contribuyentes al sistema de pensiones en relación con el número de perceptores de pensiones (que, en gran parte, depende de la edad de retiro efectiva, de la participación en la fuerza de trabajo y de las tasas de desempleo) y (4) las transferencias presupuestarias. De hecho, los tipos de cotización habrán de ser mayores cuanto más generoso sea el sistema de pensiones (es decir, cuanto más altas sean las

tasas de sustitución del ingreso), cuanto menor sea la *ratio* cotizante/pensionista y cuanto menores sean las transferencias provenientes de otras partidas del presupuesto.

Las cotizaciones a los sistemas de pensiones de reparto se ajustan normalmente de forma periódica, con objeto de adecuar los flujos anuales de ingresos y gastos. Aunque las cotizaciones difieren de unos países a otros, en todos ellos una parte de las mismas son ingresadas por los empresarios, normalmente alrededor de la mitad o incluso más. Dadas las diferencias de amplitud y cobertura de las pensiones públicas, también las tasas de reemplazamiento varían ampliamente entre los países de la zona del euro. La edad legal de jubilación en los países de la zona se sitúa normalmente entre los 60 y los 65 años, aunque la existencia de generosos acuerdos de jubilación anticipada ha tendido a reducir la edad media efectiva de jubilación (véase cuadro 2). Los sistemas de reparto basan normalmente los derechos individuales de pensión en alguna medida de las rentas de trabajo obtenidas en el pasado, que puede ser una media de las retribuciones percibidas en el último año o en las rentas de los últimos años. Los acuerdos de indicación de las pensiones se basan normalmente en un índice de inflación, en la tasa de crecimiento de los salarios, o en ambas variables.

Consecuencias presupuestarias del envejecimiento de la población

El debate en torno a las cargas financieras que pesan sobre las finanzas públicas y sobre la economía en su conjunto se centra tradicionalmente en los indicadores fiscales estándar, especialmente en los saldos presupuestarios y en el nivel de endeudamiento. Estos indicadores han adquirido una importancia adicional en el marco institucional de la Unión Económica y Monetaria, porque se utilizan como valores de referencia para evaluar si un Estado miembro se encuentra en una situación presupuestaria de déficit excesivo. Aunque las posiciones presupuestarias han venido mejorando desde mediados de la década de los noventa y las *ratios* de deuda respecto al PIB se han reducido en los últimos dos años, un grupo de Estados miembros todavía registran déficit presupuestarios significativos y niveles muy altos de endeudamiento.

Dado su carácter de corto plazo (normalmente se trata de datos anuales), las cifras de las partidas presupuestarias son, por su propia naturaleza, inadecuadas, a efectos de evaluar las consecuencias financieras a largo plazo del envejecimiento de la población sobre los sistemas públicos de pensiones de reparto. En el caso de una

Cuadro 2
Características de los sistemas públicos de pensiones en la zona del euro ¹⁾

	Edad legal de jubilación ²⁾ ³⁾		Edad media de jubilación (1978) ³⁾		Sistema de indicación ³⁾	Gasto público en pensiones en relación con el PIB (1995) ⁴⁾
	Hombres	Mujeres	Jubilación	Jubilaciones anticipadas ⁵⁾		
Bélgica	65	61	62,6	55,6	Precios	12,0
Alemania	65	60	62,6 ⁶⁾	-	Salarios netos	12,0
España	65	65	65,3	60,9	Precios	10,6
Francia	60	60	58,3	.	Precios	13,3
Irlanda	65/66	65/66	62,0	.	Discrecional	5,4
Italia	65	60	61,4	55,6	Precios	15,0
Luxemburgo	65	65	.	.	Salarios/precios	12,6
Países Bajos	65	65	65,0	60,0	Salarios/precios	11,9
Austria	65	60	64,1	57,9	Salarios netos	14,9
Portugal	65	65	65,8	.	Discrecional	9,5
Finlandia	65	65	64,5 ⁷⁾	60,4	Salarios netos	12,8
Zona del euro	.	.	.	.	.	12,7

1) Todos los datos se refieren al sector privado.

2) Jubilación.

3) Fuentes nacionales.

4) Fuentes: Base de Datos de Gasto Social de la OCDE 1980 - 1996; cálculos del BCE para la media de la zona del euro.

5) Excluyendo las pensiones por discapacidad.

6) Incluyendo jubilaciones anticipadas.

7) Sistema de pensiones de capitalización.

población que está envejeciendo, el gasto corriente en pensiones y las tendencias de los ingresos en los sistemas de reparto infravaloran la acumulación de obligaciones futuras. Además, la utilidad de los indicadores presupuestarios a corto plazo para evaluar las cargas a largo plazo es limitada, debido a las dificultades conceptuales que presenta el registro de ciertas transacciones fiscales y, por consiguiente, las dificultades que presenta su inclusión en el cálculo del saldo presupuestario. Por ejemplo, las contribuciones a la Seguridad Social, se tratan normalmente del mismo modo que los impuestos, es decir, como flujos que reducen el déficit público anual. Sin embargo, los contribuyentes realizan tales pagos con objeto de tener derecho a recibir una pensión a partir del momento de su jubilación y, por lo tanto, son económicamente similares a los que aumentan el pasivo del sector público. Igualmente, los pagos de pensiones a los actuales pensionistas pueden considerarse como la cancelación de tales pasivos, en vez de tratarse como gasto corriente. El cambio del marco contable en que se registran los flujos asociados con las transacciones mencionadas alteraría sin duda, no solo el nivel de ingresos y gastos públicos, sino también el saldo presupuestario, o su acumulación en el tiempo en forma de deuda pública. Así pues, los indicadores presupuestarios de los que normalmente se dispone tan solo permiten obtener conclusiones limitadas sobre los efectos redistributivos o a largo plazo de las actuales políticas fiscales.

Recientemente se ha tratado de cuantificar de manera exhaustiva los costes económicos y fiscales asociados que lleva aparejados el cambio demográfico. En general, se han utilizado proyecciones a largo plazo del gasto en pensiones y de las cotizaciones, basadas a su vez en previsiones, más o menos definidas, de la evolución económica y demográfica. Se ha elaborado igualmente, un conjunto de indicadores sintéticos que transforman las proyecciones del gasto en pensiones y de las cotizaciones en medidas de los pasivos netos globales implícitos en el sistema de pensiones, o en indicadores cuantitativos de los ajustes de política requeridos para restaurar la solvencia fiscal a largo plazo. Dando un paso más en este sentido, el enfoque de «la contabilidad generacional» utiliza el marco económico de las

teorías del ciclo vital para centrar la atención en los aspectos de la sostenibilidad fiscal global y de la redistribución intergeneracional.

El método básico para calcular las tendencias potenciales futuras del gasto en pensiones supone que las transferencias *per capita* del sistema público de pensiones crecerán con la renta real *per capita* y se aplica este supuesto a las previsiones demográficas. Sin embargo, este método no tiene en cuenta los cambios estructurales o institucionales que puedan producirse en el futuro, ni los ajustes potenciales del comportamiento individual a los mismos, y, por consiguiente, solo puede proporcionar indicadores aproximados de las cargas financieras futuras. Existen métodos más sofisticados que simulan las tendencias presupuestarias futuras basándose en reformas legislativas, que se implementan en fases que abarcan varios años. Esto requiere la construcción de modelos que incluyan los rasgos específicos de cada país, en cuanto al nivel y estructura del sistema público de pensiones y a las cotizaciones. Las simulaciones resultantes indican que el gasto en pensiones en relación con el PIB aumentará considerablemente en la mayoría de los países de la zona del euro en el período comprendido entre el año 2000 y el 2030. Dicho aumento podría situarse en un orden de magnitud de 5 puntos porcentuales del PIB, o incluso más. En las condiciones actuales, el valor presente neto del saldo entre pensiones y cotizaciones podría alcanzar hasta el doble del nivel del PIB en algunos países. Esto equivale a —y, en la práctica, se añade a— los niveles de deuda pública bruta existentes, niveles que, por término medio, son todavía muy altos dentro de la zona del euro.

Los resultados mencionados implican que las políticas deben ajustarse con urgencia a esta situación. Como consecuencia del cambio demográfico, es inevitable que se produzca un empeoramiento muy importante del saldo primario esperado de las Administraciones Públicas respecto del PIB, a menos que se realicen ajustes a gran escala. Esto agravaría aún más los desequilibrios fiscales actuales y haría del alto grado de endeudamiento público que registran algunos Estados miembros un motivo aún mayor de preocupación. Se ha estimado que la mejora de los saldos primarios necesaria para impedir una acumulación in-

sostenible de obligaciones de pago de pensiones es de sustancial magnitud, por lo que, si se pospone la puesta en práctica de las medidas de política requeridas, solo se conseguirá que aumente, con el tiempo, la magnitud de los ajustes necesarios.

Además, se argumenta que los sistemas públicos de gasto social generan una redistribución intergeneracional de la renta a expensas de las generaciones futuras. El enfoque contable generacional, que cuantifica las cargas financieras con las que las finanzas públicas gravan a los diferentes grupos de edad, supone que las generaciones actuales están sujetas a las actuales políticas fiscales y de prestaciones sociales, y que las generaciones futuras soportarán toda la carga financiera de salvaguardar la solvencia fiscal a largo plazo. Este supuesto tiene un propósito principalmente ilustrativo, y los resultados muestran la magnitud de los ajustes de política necesarios para cumplir los compromisos adquiridos. La carga fiscal neta que habrán de soportar durante su vida activa las generaciones futuras será superior en un 50%, o incluso más, a la carga fiscal neta prevista para las generaciones actuales, en algunos países de la zona del euro. Además, estos cálculos indican que las autoridades habrán de realizar una difícil elección respecto de cuál habrá de ser la generación que, eventualmente, asuma las cargas financieras relacionadas con el envejecimiento de la población.

Las proyecciones a largo plazo de las tendencias fiscales se basan inevitablemente en un conjunto de supuestos sobre la evolución futura, que con frecuencia son inciertos y discutibles y que, por tanto, han de ser interpretados con cautela. Sin embargo, la mayoría de los resultados obtenidos coinciden en apuntar que las políticas fiscales y, en especial, los sistemas de gasto social son, en numerosos países de la zona del euro, difícilmente sostenibles desde una perspectiva de largo plazo. Por consiguiente, es sumamente urgente proceder a realizar ajustes fiscales a gran escala. Concretamente, los problemas fiscales previstos en relación con el envejecimiento de la población podrían suavizarse significativamente por medio de unas políticas adecuadas encamina-

das hacia la reducción de los niveles de déficit y de endeudamiento públicos, así como del gasto público y de la imposición.

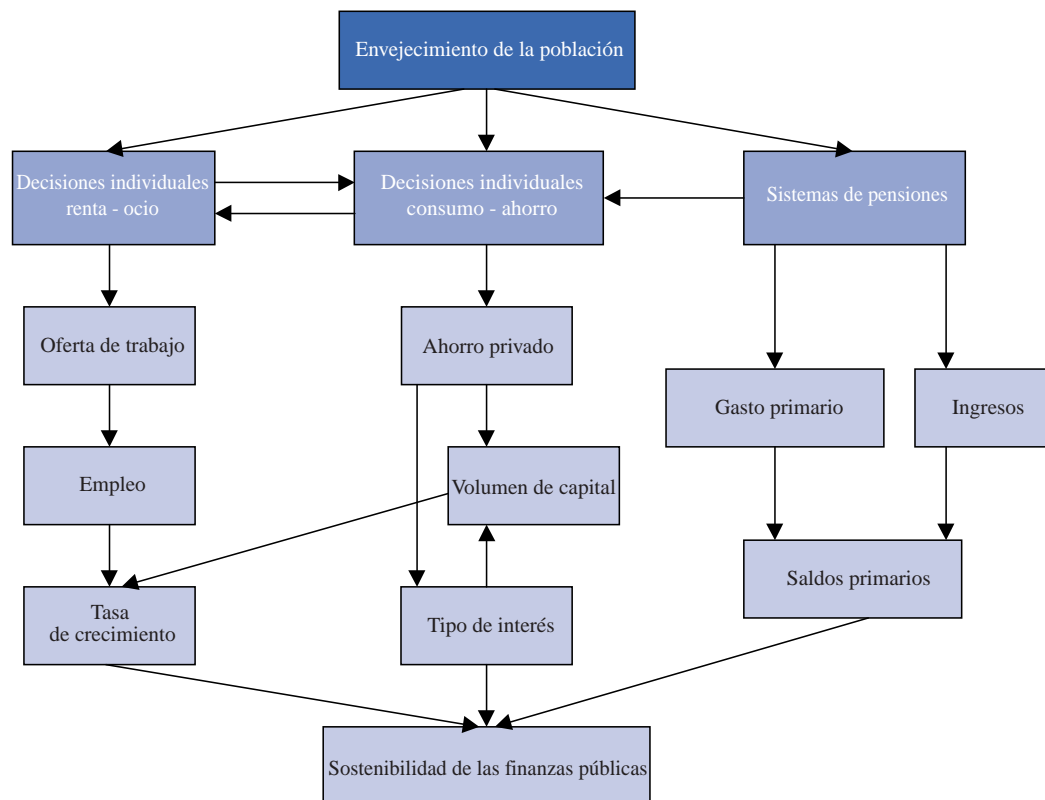
Consecuencias económicas del envejecimiento de la población para la sostenibilidad de las finanzas públicas

Aparte de las consecuencias directas para las finanzas públicas y la sostenibilidad de las políticas fiscales actuales, un cambio en la estructura demográfica como el anteriormente descrito, plantea cuestiones referentes a sus efectos económicos más generales, en especial sobre el crecimiento económico, el empleo, la productividad del trabajo, el ahorro privado y los niveles de vida. Todos estos cambios pueden tener importantes consecuencias para el funcionamiento de los mercados, para su eficiencia, para el mecanismo de transmisión y la efectividad de la política monetaria, así como para las perspectivas de estabilidad de precios. Hay que subrayar que la sostenibilidad fiscal será la condición clave para la estabilidad monetaria en el futuro. Por consiguiente, las consecuencias económicas del envejecimiento de la población influirán también, eventualmente, sobre la política monetaria del Eurosistema.

Resulta difícil separar la influencia del envejecimiento de la población sobre las distintas variables económicas, ya que todas ellas están interrelacionadas. El cuadro 1 presenta las interrelaciones más básicas y relevantes. Una variable capital en cuanto a la relación envejecimiento-sostenibilidad, es el ahorro privado, que constituye la principal fuente de renta de los mayores y de oferta global de capital de una economía. Si el envejecimiento de la población influye sobre las decisiones individuales referentes al consumo y al ahorro, podría tener también importantes consecuencias económicas generales, especialmente para el crecimiento potencial futuro del PIB y para el nivel de la renta per capita. En consecuencia, el análisis de los efectos del envejecimiento de la población sobre el ahorro figura como un tema prominente en la literatura económica más reciente sobre

Gráfico I

Efectos económicos y fiscales del envejecimiento de la población



el tema. En este contexto, los aspectos más importantes son la respuesta potencial de las decisiones individuales de ahorro y la medida en la cual el desahorro público, debido a los crecientes pagos de pensiones, pueda verse compensado por un aumento del ahorro privado.

Según los modelos de consumo del ciclo vital, los individuos ahorran una parte de su renta durante su vida laboral y desahorran durante su período de retiro, con objeto de distribuir el consumo de forma más equilibrada durante toda su vida. En una población que envejece, la tasa agregada de ahorro privado debería, por tanto, disminuir, dado que una proporción creciente de la población estará desahorrando, en vez de estar acumulando riqueza. Se argumenta con frecuencia que el funcionamiento de los sistemas públicos de pensiones de reparto a gran escala influye desfavorablemente sobre la tasa de ahorro de una economía. Si los trabajadores perciben su derecho a recibir una pensión como un sustituto suficientemente cercano de su ahorro personal,

tenderán a ahorrar menos que en el caso en que no exista un sistema público de pensiones o que este sea menos general. No obstante, el derecho a percibir una pensión solo se materializa una vez que los trabajadores alcanzan la edad de jubilación y, por tanto, representa una forma de ahorro muy poco líquida. Por esta razón, el pago de las cotizaciones a la Seguridad Social no es equivalente al ahorro que los individuos pueden realizar por el motivo de precaución, con objeto de garantizarse una cierta seguridad contra las incertidumbres del futuro y contra el riesgo de variaciones inesperadas de su renta. Por consiguiente, la sustitución plena del ahorro privado por el ahorro forzoso del sistema de pensiones, no constituye un supuesto plausible, ni se ha visto confirmado por la evidencia empírica.

En una sociedad que está envejeciendo, el ahorro privado puede reducirse también a causa de la redistribución intergeneracional de la renta. Los resultados mencionados obtenidos a partir de las estimaciones de la contabilidad generacional indi-

can que los sistemas de pensiones de reparto pueden originar variaciones de las cargas financieras de las generaciones futuras, ya que, eventualmente, los tipos de cotización habrán de aumentar en el futuro, o bien las prestaciones futuras habrán de disminuir, si se quiere respetar las condiciones de solvencia pública a largo plazo. Esto implicaría una reducción adicional en la tendencia de las generaciones actuales de contribuyentes a ahorrar una parte de su renta, dado el rendimiento comparativamente alto que esperan de las contribuciones sociales que están pagando.

No hay que descartar la aparición de efectos de signo contrario, como consecuencia del envejecimiento de la población, que impliquen un aumento del ahorro privado. Concretamente, los trabajadores pueden reducir su consumo corriente si prevén para el futuro aumentos sustanciales de los impuestos o reducciones de las prestaciones y desean asegurar su posición y la de sus familias frente a las pérdidas de renta asociadas a dichas cargas adicionales. Reacciones de este tipo pueden verse reforzadas por la incertidumbre que se extiende, cada vez, más entre las actuales generaciones de contribuyentes, respecto de la sostenibilidad de los actuales planes de pensiones y la efectividad de las reformas de los mismos, especialmente en los países con un alto nivel de endeudamiento. Además, la redistribución intergeneracional de los recursos puede verse condicionada por la magnitud de las transferencias privadas entre generaciones, en forma de donaciones o transferencias *inter vivos*. Esto puede compensar, en parte, los efectos redistributivos inherentes a los sistemas públicos de pensiones. Sin embargo, resulta cuestionable el que estos efectos positivos sobre el ahorro privado puedan compensar los efectos negativos anteriormente mencionados. Además, dentro de un sistema de pensiones de reparto, el impacto que pueda tener el envejecimiento de la población sobre el ahorro privado dependerá también de las imperfecciones del mercado de capitales y del grado de miopía que caracterice el comportamiento de los agentes. Si los individuos se enfrentan a restricciones de liquidez, o si en sus decisiones de ahorro predominan las consideraciones de corto plazo, será menos pro-

bable que sus cotizaciones a un sistema de pensiones de reparto puedan considerarse sustitutos del ahorro privado voluntario.

Aunque el ahorro privado constituye el principal determinante de la oferta de capital de una economía, el ahorro nacional depende también de la financiación del sector público y de su política de inversiones. De este modo, al evaluar la posible evolución de la acumulación de capital de una economía, ha de tenerse muy presente la interrelación entre el ahorro público y el privado. En especial, es necesario plantearse si el aumento del ahorro privado puede compensar en el tiempo, al menos en parte, la disminución del ahorro público debido al aumento brusco del gasto por pago de pensiones. Además, el peso relativo que un gobierno atribuya al gasto público de capital en relación con el gasto público corriente, afectará también al volumen global de capital de una economía.

La evidencia empírica existente de los efectos del envejecimiento de la población sobre el ahorro nacional no es concluyente. Sin embargo, entre los economistas está muy extendida la preocupación acerca de la posibilidad de que la evolución demográfica prevista a medio plazo genere escaseces importantes de oferta de capital en los países industrializados. Esto podría implicar una acumulación insuficiente de capital físico y, por tanto, una disminución de los niveles de vida, a menos que una caída de la oferta de trabajo relacionada con el envejecimiento de la población llegase a aumentar la productividad del trabajo en cuantía suficiente para estabilizar las rentas *per capita* incluso con tasas de inversión más bajas. Además, una caída del ahorro nacional puede tener efectos importantes sobre las balanzas por cuenta corriente, los flujos internacionales de capital y, por tanto, los tipos de interés y los tipos de cambio reales.

El efecto que el envejecimiento de la población pueda tener sobre los actuales sistemas de pensiones incidirá también en la disposición de los individuos para ofrecer trabajo e influirá, por lo tanto, en las condiciones futuras de los mercados de trabajo de la zona del euro (véase también el

artículo titulado «Evolución y características estructurales de los mercados de trabajo en la zona del euro», en el número de mayo del *Boletín Mensual del BCE*). Tanto los estímulos existentes a la jubilación anticipada como el incremento de las crecientes cotizaciones a la Seguridad Social han contribuido en el pasado a generar desequilibrios en los mercados de trabajo en la zona del euro. El aumento de las cotizaciones a la Seguridad Social necesario para restaurar la sostenibilidad fiscal, incidirá notablemente en las condiciones de los mercados de trabajo, ya que tenderán a ampliar el diferencial entre costes laborales y salarios netos, creando así desincentivos a la participación en el mercado de trabajo y a la contratación de trabajadores. Por lo tanto, el nivel de las cotizaciones es, en sí mismo, un factor importante para la solvencia de un sistema público de pensiones y, en términos más generales, para la competitividad internacional de la zona del euro. Teniendo en cuenta las altas tasas de desempleo que se registran en la mayoría de los Estados miembros, la elevación de las cotizaciones sociales por encima de sus altos niveles actuales no parece un medio factible para afrontar las necesidades financieras de los sistemas de pensiones a medio y largo plazo.

Además, se argumenta con frecuencia que el envejecimiento de la población provocará una disminución de la productividad del trabajo, dada la reducida movilidad y flexibilidad de los trabajadores de más edad. Esto tendría un efecto adverso sobre el crecimiento económico, que se añadiría a la pérdida potencial de producción resultante de la disminución de la fuerza de trabajo en una sociedad que está envejeciendo. Por otro lado, este efecto

podría ser compensado, al menos en parte, por la experiencia que los trabajadores de más edad han adquirido durante su vida laboral.

En conjunto, el envejecimiento de la población podría tener efectos económicos complejos y potencialmente indeseables, en especial si se produce en un contexto de sistemas públicos de pensiones de reparto. De acuerdo con las simulaciones de las tendencias económicas y fiscales futuras en un marco de equilibrio general, y teniendo en cuenta los distintos efectos del envejecimiento de la población y las respectivas relaciones entre las variables económicas, el mantenimiento de las políticas actuales producirá una pérdida sustancial de producción en el conjunto de la UE durante los próximos 50 años. El envejecimiento de la población llevaría a una sustancial reducción de la tasa interanual de crecimiento del PIB, e iría en detrimento de la competitividad internacional de la UE, así como de los niveles de vida de sus habitantes. Esta evolución incrementaría el volumen de la carga financiera que el envejecimiento de la población está ya imponiendo de forma directa sobre las finanzas públicas y sobre la sostenibilidad de las políticas fiscales. La disminución de las tasas de crecimiento económico y el aumento a largo plazo de los tipos de interés, empeoraría sustancialmente los problemas financieros previsibles de los sistemas públicos de pensiones. En consecuencia, las medidas de política adecuadas consistirían en acometer de forma directa las consecuencias económicas de un aumento del gasto en pensiones, así como en proporcionar incentivos para una formación de capital más dinámica y un mayor dinamismo en el empleo.

2 La reforma del sistema de pensiones

Los problemas previstos a causa del envejecimiento de la población no tendrán precedente en términos de su impacto cuantitativo. La creciente toma de conciencia de los riesgos fiscales y económicos que tales problemas implican, ha estimulado el debate sobre la estructura de los sistemas públicos de prestaciones sociales y ha

llevado a la gradual puesta en práctica de reformas de los sistemas públicos de pensiones en muchos países. Algunos Estados miembros habían colocado ya sus sistemas de pensiones sobre bases financieras más sólidas que en el pasado. No obstante, es patente que sigue siendo necesario abordar sustanciales ajustes adicionales

les de los sistemas de pensiones, o acompañados de reformas en otras áreas de las finanzas públicas. En ausencia de tales cambios, serán necesarios en el futuro aumentos considerables de los tipos de cotización o del endeudamiento público, o bien fuertes recortes de las prestaciones, que pondrán en peligro la eficiencia económica y serán una amenaza para la equidad intergeneracional. Posponer los necesarios cambios de política llevará, en último término, a la necesidad de adoptar medidas aún más dolorosas. En general, se han sometido a intenso debate dos variantes de reforma del sistema de pensiones: (1) el ajuste de los actuales sistemas públicos de pensiones en cuanto a la estructura de las prestaciones y cotizaciones (con frecuencia denominadas «reformas de los parámetros»); y (2) cambios más radicales de los sistemas públicos de pensiones para transformarlos en sistemas de capitalización que basan las prestaciones futuras en los activos acumulados («reformas sistémicas»). En la práctica, se han propuesto también con frecuencia combinaciones de ambas variantes.

Antes de entrar en la discusión de estas dos variantes de la reforma del sistema de pensiones, conviene volver a subrayar el hecho de que la reforma estructural general del sector público y una mayor austeridad fiscal global contribuirán a la financiación de los fuertes aumentos de las pensiones a medio plazo. El estado de las finanzas públicas en el momento en que el cambio demográfico se haga más patente, resultará crucial respecto de la capacidad de los gobiernos para reaccionar ante los desafíos a que habrán de enfrentarse. Una vez que el gasto relacionado con el envejecimiento de la población se encamine por la trayectoria de fuerte crecimiento que se prevé, será difícil que los países cumplan las normas fiscales establecidas para los Estados miembros de la UE manteniendo, al mismo tiempo, una flexibilidad suficiente como para ser capaces de reaccionar ante los cambios cíclicos, u otros cambios imprevistos. Por consiguiente, sería aconsejable que los gobiernos aplicasen en la actualidad una política preventiva de reducción más rápida de los déficit y la deuda pública. Ampliar los márgenes de seguridad presupuestaria hasta cubrir también los riesgos demográficos es, pues, para muchos países, una cuestión de la mayor urgencia. Las favorables

tendencias económicas actuales deberían considerarse como la mejor oportunidad para tomar, cuanto antes, las medidas necesarias.

Además, la evolución a medio plazo de los mercados de trabajo constituye un aspecto crucial en el contexto de las cargas fiscales y económicas en general, relacionadas con el envejecimiento de la población. Como anteriormente se mencionaba, lo que determina los incrementos futuros de las cargas financieras, en el contexto de un sistema público de pensiones de reparto, no es la tasa de dependencia «demográfica», sino más bien la *ratio* cotizante/pensionista (es decir, el número de contribuyentes a un sistema de pensiones en relación con el número de beneficiarios del mismo). Por consiguiente, el aumento de la población activa empleada con respecto a la población total mejorando el funcionamiento de los mercados de trabajo, así como la reducción de los desincentivos actualmente existentes a la oferta de trabajo y a su contratación, son requisitos esenciales para hacer frente a los desafíos previstos.

Reformas de los parámetros

La inercia de los actuales sistemas públicos de pensiones ha hecho que, con frecuencia, las autoridades consideren más factible modificar los parámetros de los sistemas existentes. Además, es cierto que, en el pasado, bastaba con aumentar ligeramente las cotizaciones o las transferencias presupuestarias al sistema de pensiones para restablecer la solvencia de dicho sistema cuando se acumulaban desequilibrios financieros. Sin embargo, dada la magnitud de los problemas previstos provenientes del envejecimiento de la población, serán necesarios cambios más sustanciales de los sistemas de pensiones, que se están debatiendo actualmente en muchos países de la zona del euro. Este debate se está desarrollando en un contexto de rápida globalización de las economías. La resistencia, cada vez mayor, por parte de los contribuyentes y la competencia internacional entre sistemas fiscales están condicionando de forma creciente a los gobiernos en lo tocante a la financiación de aumentos futuros del gasto en pensiones a través de las subidas de impuestos. Por consiguiente, la discusión sobre una reforma efectiva de los parámetros

de los sistemas de pensiones se centra, en gran medida, en diferentes variantes de reducción de las prestaciones, normalmente puestas en práctica de forma gradual y que afectan principalmente a los futuros beneficiarios. Las opciones básicas en cuanto a la reducción de prestaciones son: (1) el aumento de la edad media efectiva de jubilación; (2) la reducción de las tasas de sustitución del ingreso, y (3) el cambio de las normas de indiciación de las pensiones. Normalmente, se considera que es necesario que transcurra un período relativamente largo para que estas reformas sean plenamente efectivas. Esto permitirá a los trabajadores ajustar sus planes de consumo y ahorro gradualmente, de forma que puedan realizar la sustitución de la pérdida esperada en sus pensiones de jubilación, aumentando sus niveles de ahorro mientras se encuentran en edad laboral.

Con frecuencia se estima que el aumento de la edad a la que un empleado adquiere el derecho a percibir una pensión puede justificarse por el aumento de la esperanza de vida y las mejores condiciones de salud del trabajador medio a la edad que tradicionalmente se consideraba adecuada para su jubilación. Hay que tener en cuenta que las edades normales de retiro se fijaron en una época en que la esperanza de vida era significativamente menor que la actual o la que se prevé para el futuro. Además, en las últimas décadas, el trabajador medio ha tendido a retirarse mucho antes de alcanzar la edad de jubilación obligatoria, como consecuencia de los fuertes incentivos que le alentaban a abandonar el mercado de trabajo. Desde un punto de vista presupuestario, el retraso de la edad de jubilación es beneficioso, ya que así aumenta el número de años durante los cuales el trabajador medio contribuye al sistema de pensiones, al tiempo que reduce también el número de años en los que un pensionista medio cobra su pensión. Un grupo de países de la zona del euro ha introducido recientemente aumentos graduales, en varias fases, de las edades de jubilación obligatoria, o ha anunciado su intención de introducirlos. De las diversas estimaciones realizadas se deduce que un aumento de cinco años en la edad de jubilación efectiva aliviaría sustancialmente las futuras cargas financieras de los sistemas de pensiones de algunos países.

Otra propuesta de reforma a la que se alude frecuentemente es la que se refiere al ajuste de tasas medias de sustitución del ingreso. Los elementos clave que caracterizan la generosidad de un sistema de pensiones de reparto son, entre otros, el número de años que se considera para el cálculo del historial laboral de un trabajador, y el factor de devengo de los derechos de pensión en relación con la renta anual estimada. Por lo tanto, las tasas medias de sustitución del ingreso podrían ajustarse modificando estos factores de devengo, o ampliando el número de años que se tienen en cuenta a la hora de calcular los derechos de pensión. La introducción de estas reformas reduciría la generosidad de los sistemas públicos de pensiones, que con frecuencia se califica de excesiva en varios países de la zona del euro, e introduciría elementos adicionales de equidad actuarial, es decir, una proporcionalidad más estrecha entre las cotizaciones pagadas y los derechos de pensión acumulados.

La evolución de las tasas de sustitución del ingreso se verá también alterada por la variación de las reglas de indiciación de las pensiones. Cuando las pensiones se vinculan a los precios y no a los salarios, se produce un ahorro presupuestario significativo. Sin embargo, con esta regla de indiciación, y suponiendo que los salarios reales aumentan en el tiempo, la posición comparativa de la renta de los pensionistas, en relación con la de los trabajadores, se iría erosionando con el tiempo. Por el contrario, cuando la indiciación vincula las pensiones con el crecimiento de los salarios brutos nominales, la posición de los pensionistas mejora en relación con la de los trabajadores, en caso de aumento de los impuestos o las cotizaciones a la Seguridad Social. En consecuencia, un grupo de países, que utiliza los salarios para la indiciación de las pensiones, vincula estas con los salarios netos en vez de con los salarios brutos. El ahorro presupuestario y una distribución más igualitaria de las cargas financieras entre generaciones son los principales argumentos utilizados por los defensores de esta medida. Puede esperarse también un efecto financiero positivo proveniente de la suspensión temporal de la indiciación respecto a los salarios que generaría la reducción permanente de las tasas de sustitución del ingreso

de los actuales pensionistas. Recientemente, algunos países han puesto en práctica medidas que modifican la indicación de las pensiones por un período de tiempo limitado, o han anunciado su intención de hacerlo.

Las reformas de los parámetros iniciadas o discutidas en el pasado han tendido a ser de naturaleza temporal (y algunas de ellas lo fueron, en realidad). Por consiguiente, no situaban a la Seguridad Social sobre bases estables permanentes, dada la posibilidad de variaciones posteriores de las cotizaciones y prestaciones, en caso de que la situación política o financiera aconsejase tales medidas. Los defensores de cambios más fundamentales de los sistemas de pensiones argumentan, por tanto, que la resistencia en contra de las reformas de los parámetros tiene con frecuencia su origen en este problema de credibilidad. Además, dada la aseveración de que la financiación de un sistema general de pensiones de reparto es insostenible bajo las tendencias demográficas actualmente existentes, se ha extendido en las últimas décadas el apoyo a una mayor capitalización de las futuras pensiones, lo cual representa una reforma sistémica, más que de los parámetros.

Reformas sistémicas

Las pensiones capitalizadas proporcionan a quienes cotizan actualmente a la Seguridad Social una cuenta personalizada, que representa unos derechos de propiedad privada similares a la tenencia de cualesquiera otros activos. En un sistema definido de cotizaciones, éstas están predefinidas, generalmente como proporción de la renta salarial, mientras que los derechos de pensión son iguales a una anualidad pagada sobre los activos, más los intereses acumulados en las cuentas personalizadas. En un sistema actuarialmente equilibrado, los tipos de cotización de un sistema de capitalización se fijan al nivel que equilibra el valor actual de todos los ingresos futuros con el valor actual de los pagos futuros, bajo determinados supuestos que se refieren, entre otras cosas, al número de jubilados en el futuro y al crecimiento de los salarios y del número de cotizantes. Esto presenta, respecto de los sistemas de reparto, la importante ventaja de que el tipo de cotización de un sistema de

capitalización indica el valor actual de los costes presentes y futuros de los derechos de pensiones, mientras que dichos costes pueden ser fuertemente infravalorados en los actuales tipos de cotización de los sistemas de reparto. En la zona del euro, los Países Bajos y Finlandia han basado una parte importante de sus sistemas de pensiones en el criterio de capitalización, al igual que ocurre en otros Estados miembros de la UE y otras economías industrializadas.

Cabe distinguir dos tipos de pensiones de capitalización que, de nuevo, se combinan normalmente en los sistemas existentes: los de capitalización parcial y los de capitalización completa. Además, los sistemas de capitalización pueden ser gestionados por el sector público o por empresas privadas, y la participación en los mismos puede ser obligatoria o voluntaria. La capitalización parcial se aplica normalmente en el marco de los sistemas obligatorios de pensiones y ha sido adoptada por algunos de los países de la zona del euro en el pasado. Además, algunos países operan con sistemas similares a los capitalizados. En esos casos, los tipos de cotización se fijan de acuerdo con las exigencias de un sistema de capitalización, es decir, por encima del nivel necesario para financiar los pagos actuales de pensiones. Al mismo tiempo, las cotizaciones no son invertidas, de hecho, en activos, sino que se consideran como ingresos del sector público, el cual puede utilizar los saldos positivos del sistema de pensiones para reducir su endeudamiento. Por consiguiente, se preserva la mencionada función de señal de los tipos de cotización en un sistema de capitalización.

Los sistemas de capitalización ofrecen un vínculo más directo que los sistemas de reparto entre las cotizaciones de los trabajadores y las prestaciones que esperan recibir después de su jubilación. Este vínculo queda con frecuencia difuminado en los sistemas de reparto, debido principalmente al hecho de que estos sistemas cumplen un conjunto de tareas redistributivas —que, con frecuencia, no se relacionan con la provisión de pensiones de jubilación, como por ejemplo, la sustitución de prestaciones a los desempleados por prestaciones de jubilación anticipada— y, normalmente, no pueden ofrecer tasas de rentabilidad sobre las cotizaciones satisfechas similares a

las de mercado. Por consiguiente, se considera que una mayor capitalización contribuye a suavizar las distorsiones en los mercados de trabajo, al crear una correspondencia actuarialmente correcta entre las cotizaciones y las prestaciones. Se ha señalado también que una acumulación de reservas financieras que cubra los compromisos de pago de pensiones implicaría unos costes menores que la financiación por el sistema de reparto. Esto puede demostrarse, en general, en una situación en la que el tipo de interés real se sitúa por encima de la tasa de crecimiento de la productividad más el crecimiento de la población, es decir, si la economía opera en una senda de crecimiento dinámicamente eficiente. Así, las pensiones capitalizadas evitarían, en gran parte, los aumentos adicionales de los tipos de cotización, o las sustanciales reducciones de las pensiones, necesarias para mantener los actuales sistemas de reparto. Al evolucionar hacia una mayor capitalización de los sistemas de pensiones, los mercados de trabajo podrían contar con un amortiguador de los efectos desfavorables de los crecientes costes de los sistemas de pensiones y de las necesidades de financiación asociadas con ellos. También podrían lograrse ganancias de eficiencia y ahorro de costes a través de una mayor implicación de las empresas privadas en la gestión de los fondos de pensiones. Además, esto contribuiría a aislar a la Seguridad Social de las presiones políticas y la haría, por consiguiente, menos vulnerable al ciclo electoral y más fiable desde el punto de vista de la población.

Además, un sistema de capitalización facilitaría una asignación de recursos más eficiente, ya que la acumulación de unos cuantiosos activos de pensiones requeriría –y, de hecho, aceleraría– la evolución de los mercados de capitales en una dirección favorable. La creación de grandes fondos de pensiones crearía una demanda sustancial de instrumentos del mercado de capitales, y se aduce que ello contribuiría a una mayor liquidez y profundidad de dichos mercados. Se ha señalado también que las pensiones capitalizadas permitirían una mayor participación de los trabajadores en los beneficios económicos de la globalización, y reforzaría, por tanto, la aceptación de los mercados de capitales y de los rendimientos de los activos financieros por parte de la población. Por último, se señala con frecuencia que la

transición hacia sistemas de capitalización aumenta el ahorro nacional, contribuyendo así a crear un mayor potencial de crecimiento económico a largo plazo, y se supone que dichos sistemas son más justos que los de reparto desde el punto de vista de la distribución intergeneracional de los costes.

Sin embargo, se han suscitado importantes cuestiones en relación con el paso al sistema de capitalización. La primera y primordial es que la transición de un sistema de reparto a un sistema de capitalización plantea serios problemas. Si los actuales trabajadores entrasen a participar en un plan definido de pensiones y contribuciones, sus cotizaciones se invertirían en sus cuentas de ahorro destinadas a pensiones. Por tanto, el gobierno tendría que satisfacer los derechos de los actuales pensionistas que cotizaron según el sistema de reparto sin poder recurrir a las contribuciones de los trabajadores actuales. El volumen del déficit emergente revelaría los pasivos implícitos acumulados por el sistema de reparto, haciéndolos explícitos.

Además, es posible que el volumen de ahorro que los trabajadores de renta baja pueden dedicar a sus fondos de pensiones, no sea siempre suficiente para mantener un nivel de vida adecuado después de la jubilación. En términos generales, se considera que un inconveniente serio de los sistemas de capitalización con cotizaciones definidas es el riesgo de inversión que impone a los pensionistas, ya que sus derechos de pensión guardan relación, en gran medida, con el rendimiento real de los activos acumulados que son inciertos. Podría, por lo tanto, ocurrir que los fondos de pensiones acumulados no bastasen para compensar suficientemente la pérdida de rentas salariales al alcanzar la edad de jubilación. En esos casos, para poder cumplir las funciones redistributivas, habría que contar con instrumentos fiscales adicionales financiados con impuestos.

También se han puesto en tela de juicio otras supuestas ventajas de los sistemas de capitalización. Se argumenta normalmente que la base financiera de un sistema de reparto se va erosionando gradualmente al disminuir el número de cotizantes. Sin embargo, en principio, un sistema de capitalización depende también de la estructura de edad de la población. En un siste-

ma de capitalización de contribuciones definidas, los jubilados tratarán, al retirarse, de vender los activos acumulados en sus fondos de pensiones a los trabajadores activos. Dada la disminución esperada del número de trabajadores, tanto la demanda de los activos de los pensionistas como el valor de los propios activos y la anualidad correspondiente, pueden ser menores en consecuencia. Otro problema relacionado con la introducción de los sistemas de capitalización surge de la necesidad de invertir un mayor volumen de ahorro privado en los mercados de capitales, lo que posiblemente reduzca el rendimiento de los activos financieros. Este argumento puede responderse, sin embargo, aludiendo a que los fondos de pensiones podrían ser invertidos también en países en los que las necesidades de capital y los rendimientos de los activos financieros son relativamente altos, como ocurre en los países en transición, en las economías emergentes y en los países en vías de desarrollo. En general, los sistemas de capitalización deberían tener la posibilidad de elegir aquellas estrategias de inversión que parezcan ofrecer los rendimientos más altos sin incurrir en riesgos inasumibles, recurriendo, por ejemplo, a

la diversificación internacional de las carteras. En los sistemas existentes, las legislaciones nacionales restringen con frecuencia esta posibilidad.

Resumiendo los distintos puntos de vista, existe una cierta preferencia en el debate en curso por una combinación de elementos de los sistemas de pensiones de reparto y de capitalización, que aproveche las ventajas de ambos sistemas, diversificando, al mismo tiempo, los riesgos. Más concretamente, se sostiene con frecuencia que los sistemas públicos de pensiones de reparto deberían proporcionar únicamente una pensión básica de cuota fija, mientras que dicha pensión debería complementarse con pagos adicionales relacionados con los ingresos obtenidos en el pasado. Estas pensiones complementarias deberían provenir de un fondo de pensiones obligatorio, público o privado, basado en el régimen de capitalización, así como de un fondo de capitalización voluntario y privado. Este enfoque tripartito –con diferente especificación de detalles– ha sido adoptado con éxito por varios países en el pasado y es objeto de debate en muchos otros.

3 Conclusiones

Se espera que el envejecimiento de la población constituya el mayor desafío previsible para las políticas fiscales de la zona del euro en las próximas décadas. Dada la magnitud del cambio esperado en la estructura demográfica de la población y la alta participación del gasto en pensiones en los presupuestos de las Administraciones Públicas, se considera urgente la reforma de los sistemas de pensiones y de los correspondiente ajustes del sector público, con objeto de hacer frente a las futuras necesidades financieras. El principal objetivo de los gobiernos en su tarea de reforma de los sistemas de pensiones debería ser la sostenibilidad a largo plazo de dichos sistemas, más que las necesidades financieras a corto plazo. La mayoría de los países de la zona del euro ha pospuesto la aplicación de las medidas necesarias y, por lo tanto, no parecen estar adecuadamente pre-

parados para hacer frente al aumento previsto del gasto social. Además, un grupo de países muestra todavía un grado excesivamente alto de endeudamiento o no ha alcanzado todavía unas posiciones presupuestarias coherentes con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Estas disposiciones requieren que, como mínimo, los Estados miembros alcancen unas posiciones presupuestarias que permitan la plena operatividad de los estabilizadores automáticos durante el ciclo, sin que se supere el límite de déficit del 3% del PIB. Sin embargo, para hacer frente a los riesgos presupuestarios no relacionados con las fluctuaciones cíclicas, se requieren márgenes de seguridad adicionales. En el futuro próximo, los gobiernos deberían crear tales márgenes de seguridad, acelerando la reducción de sus déficit y de su endeudamien-

to, de forma que las finanzas públicas se encuentren en una situación suficientemente saneada una vez que se haya llegado a la fase álgida del envejecimiento de la población. Las actuales previsiones de un vigoroso crecimiento económico para los próximos años deberían considerarse como la mejor oportunidad para introducir las medidas de política requeridas.

Aunque, en general, unas finanzas públicas saneadas aliviarían la carga financiera resultante del envejecimiento de la población, podría ser necesario también abordar una serie de reformas más específicas de los sistemas de gasto social. En este contexto, deberían enmendarse las distorsiones existentes en los mercados de trabajo de la UE, debidas a las altas cargas fiscales y a los desincentivos a la oferta y demanda de trabajo. En general, las reformas deberían proporcionar una

señal clara en el sentido de que la respuesta política reconociese la urgencia del problema y que estuviese apropiadamente diseñada para enfrentar el tema de la sostenibilidad fiscal a largo plazo, y no meramente para hacer frente a los desequilibrios financieros a corto plazo. Dentro de los sistemas existentes, un ajuste de la edad legal de jubilación y las tasas de reemplazamiento, que potencialmente ligue estos parámetros con la esperanza de vida, constituyen importantes elementos de reforma. Además de un endurecimiento de los derechos de pensión financiados por los sistemas públicos de pensiones de reparto, la gradual utilización, con carácter complementario, de sistemas de capitalización con participación del sector privado, constituiría una contribución positiva a la sostenibilidad de las finanzas públicas. Algunos Estados miembros han encaminado ya con éxito sus políticas por esta vía.



Estadísticas de la zona del euro



Estadísticas

I	Estadísticas de política monetaria	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	4*
1.2	Tipos de interés del BCE	6*
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	6*
1.4	Estadísticas de reservas mínimas	8*
1.5	Posición de liquidez del sistema bancario	9*
2	Evolución monetaria en la zona del euro	
2.1	Balance agregado del Eurosistema	10*
2.2	Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema	11*
2.3	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluyendo el Eurosistema	12*
2.4	Agregados monetarios	14*
2.5	Saldo de créditos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión	17*
2.6	Saldo de depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento	18*
2.7	Saldo de los principales activos y pasivos de las IFM frente a no residentes en la zona del euro	19*
2.8	Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro	20*
3	Mercados financieros y tipos de interés en la zona del euro	
3.1	Tipos de interés del mercado monetario	22*
3.2	Rendimientos de la deuda pública	23*
3.3	Índices de los mercados bursátiles	24*
3.4	Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela	25*
3.5	Emisiones de valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	26*
3.6	Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión, residencia y sector emisor	28*
4	IAPC y otros precios en la zona del euro	
4.1	Índice Armonizado de Precios de Consumo	34*
4.2	Otros indicadores de precios	35*
5	Indicadores de la economía real en la zona del euro	
5.1	Cuentas nacionales	36*
5.2	Otros indicadores de la economía real	38*
5.3	Encuestas empresarial y del consumidor	39*
5.4	Indicadores del mercado laboral	40*
6	Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro	41*
7	Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona	42*
8	Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluyendo reservas)	
8.1	Resumen de la balanza de pagos	44*
8.2	Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital	45*
8.3	Balanza de pagos: cuenta de rentas	46*
8.4	Balanza de pagos: cuentas de inversiones directas y de cartera	47*
8.5	Balanza de pagos: cuenta de otras inversiones y activos de reserva	48*
8.6	Posición de inversión internacional y activos de reserva	50*
9	Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro	52*
10	Tipos de cambio	56*
11	Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE	58*
12	Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE	
12.1	Evolución económica y financiera	59*
12.2	Ahorro, inversión y financiación	60*
	Notas técnicas	61*
	Notas generales	63*

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 financieras de contrapartida de la zona del euro	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales de ajuste
		1	2	3	4	5	6	7	8
2000 Feb	4	116.248	257.465	15.278	4.505	202.290	131.113	69.996	0
	11	116.071	257.133	15.969	4.602	199.257	128.096	69.996	0
	18	116.000	256.516	15.419	4.801	196.077	125.052	69.996	0
	25	115.946	255.627	15.454	4.716	193.309	121.956	69.996	0
Mar	3	115.945	254.584	16.076	4.658	218.321	152.003	64.998	0
	10	115.945	254.985	15.547	4.466	201.929	136.101	64.998	0
	17	115.945	256.714	15.276	4.632	197.820	132.022	64.996	0
	24	115.945	255.508	15.455	4.149	202.874	137.008	64.996	0
	31	115.676	267.136	16.938	4.131	201.733	140.871	60.000	0
Abr	7	115.677	267.192	16.746	4.616	197.546	136.770	60.000	0
	14	115.677	267.972	16.706	4.564	190.999	129.864	60.000	0
	21	115.677	267.366	17.335	4.829	201.782	140.115	60.000	0
	28	115.677	267.406	17.349	4.833	209.911	147.156	59.999	0
May	5	115.677	266.475	17.500	4.834	214.169	152.812	59.999	0
	12	115.677	264.161	18.202	4.680	196.865	135.608	59.999	0
	19	115.677	270.555	17.825	4.988	198.601	137.533	59.999	0
	26	115.677	267.485	17.556	4.988	205.413	144.080	59.995	0
Jun	2	115.677	265.353	19.344	4.850	201.957	140.340	59.905	0
	9	115.677	264.791	18.333	4.722	198.214	136.728	59.905	0
	16	115.677	264.177	18.138	4.717	204.375	142.783	59.905	0
	23	115.677	263.531	18.262	4.529	206.453	142.020	59.905	0
	30	121.188	263.926	18.325	4.130	234.528	172.961	59.907	0

2. Pasivo

		Billetes en circulación	Depósitos en euros de entidades financieras de contrapartida 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	Certificados de deuda emitidos
		1	2	3	4	5	6	7	8
2000 Feb	4	349.983	108.021	107.970	32	0	0	19	7.876
	11	348.690	107.672	107.624	29	0	0	19	7.876
	18	346.113	109.479	109.386	68	0	0	25	7.876
	25	345.046	95.549	95.429	97	0	0	23	7.876
Mar	3	349.733	122.882	122.828	39	0	0	15	7.876
	10	349.984	105.429	105.367	46	0	0	16	7.876
	17	347.725	106.159	105.799	343	0	0	17	7.876
	24	345.861	103.195	102.997	182	0	0	16	7.876
	31	347.917	111.151	110.076	1.075	0	0	0	6.265
Abr	7	351.026	112.258	112.229	29	0	0	0	6.265
	14	351.012	101.179	101.157	22	0	0	0	6.265
	21	355.714	113.857	109.440	4.416	0	0	1	6.265
	28	354.266	111.871	101.478	10.371	0	0	22	6.265
May	5	355.893	122.195	122.129	41	0	0	25	6.265
	12	354.655	104.640	104.335	291	0	0	14	6.265
	19	352.117	118.570	118.401	150	0	0	19	6.265
	26	350.858	115.949	115.908	26	0	0	15	6.265
Jun	2	355.498	114.669	114.637	25	0	0	7	6.265
	9	357.130	109.696	109.665	25	0	0	6	6.265
	16	354.702	116.117	116.072	33	0	0	12	6.265
	23	353.587	109.841	108.429	1.400	0	0	12	6.265
	30	355.726	120.417	120.316	91	0	0	10	6.265

Fuente: BCE.

				Total				
Operaciones temporales estructurales	Facilidad marginal de crédito	Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Otros préstamos	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	18	110	1.053	24.363	59.255	83.072	762.476	2000 Feb 4
0	135	76	954	24.205	59.255	82.933	759.425	11
0	48	30	951	24.071	59.255	83.715	755.854	18
0	21	84	1.252	24.576	59.255	83.324	752.207	25
0	402	96	822	24.850	59.021	84.194	777.649	Mar 3
0	67	97	666	24.916	59.021	83.180	759.989	10
0	30	92	680	24.695	59.021	83.085	757.188	17
0	24	114	732	25.208	59.021	83.018	761.178	24
0	62	69	731	25.309	59.021	84.477	774.421	31
0	132	67	577	24.954	59.021	84.676	770.428	Abr 7
0	289	76	770	25.034	59.021	85.629	765.602	14
0	430	60	1.177	24.944	59.021	86.251	777.205	21
0	1.573	29	1.154	24.937	59.021	83.828	782.962	28
0	144	32	1.182	25.347	59.032	83.446	786.480	May 5
0	92	35	1.131	25.225	59.032	84.232	768.074	12
0	135	30	904	25.103	59.026	84.128	775.903	19
0	193	41	1.104	25.191	59.026	83.886	779.222	26
0	330	81	1.301	25.030	59.026	83.657	774.894	Jun 2
0	163	56	1.362	25.163	59.026	84.056	769.982	9
0	80	49	1.558	24.852	58.986	83.897	774.819	16
0	3.050	53	1.425	25.171	58.986	84.159	776.768	23
0	145	89	1.426	25.086	58.986	86.299	812.468	30

									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			
9	10	11	12	13	14	15	16	17		
50.717	7.030	999	14.477	6.531	55.919	107.483	53.440	762.476	2000 Feb 4	
50.813	6.912	1.046	13.138	6.531	55.150	107.379	54.218	759.425	11	
48.627	7.062	823	11.923	6.531	55.822	107.379	54.219	755.854	18	
60.837	7.792	770	10.520	6.531	55.663	107.379	54.244	752.207	25	
55.238	6.998	807	10.082	6.531	55.879	107.379	54.244	777.649	Mar 3	
54.599	7.076	805	9.877	6.531	56.159	107.379	54.274	759.989	10	
51.599	6.899	882	11.340	6.531	56.554	107.357	54.266	757.188	17	
61.001	7.135	884	9.624	6.532	57.476	107.357	54.237	761.178	24	
52.334	7.001	933	9.924	6.762	59.864	118.011	54.259	774.421	31	
46.811	7.545	900	11.285	6.762	54.965	118.008	54.603	770.428	Abr 7	
51.133	7.086	884	13.039	6.763	55.630	118.007	54.604	765.602	14	
45.684	7.323	958	13.035	6.763	54.995	118.007	54.604	777.205	21	
53.831	7.694	816	13.523	6.763	55.321	118.007	54.605	782.962	28	
45.523	7.357	805	13.271	6.763	55.739	118.007	54.662	786.480	May 5	
46.144	7.120	915	12.361	6.763	56.541	118.007	54.663	768.074	12	
37.673	7.158	921	17.910	6.763	55.540	118.007	54.979	775.903	19	
47.699	7.269	840	14.723	6.763	55.869	118.007	54.980	779.222	26	
40.153	7.242	842	14.362	6.763	56.112	118.007	54.981	774.894	Jun 2	
39.480	7.842	817	13.204	6.763	55.664	118.007	55.114	769.982	9	
41.339	7.081	815	12.578	6.763	56.037	118.007	55.115	774.819	16	
50.836	7.131	819	12.281	6.763	56.123	118.007	55.115	776.768	23	
65.224	7.305	814	13.272	6.691	60.749	120.893	55.112	812.468	30	

Cuadro 1.2

Tipos de interés del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾		Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
				Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
				Tipo fijo	Tipo mínimo ofertado			
		Nivel 1	Variación 2	Nivel 3	Nivel 4	Variación 5	Nivel 6	Variación 7
1999 Ene	1	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
Abr	9	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
Nov	5	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 Feb	4	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
Mar	17	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
Abr	28	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
Jun	9	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...

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.
- 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 de Eurosistema se instrumentarían a través de subasta a tipo variable. El tipo mínimo ofertado se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus ofertas.

Cuadro 1.3

Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas¹⁾

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación

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 ofertado	Tipo marginal	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
2000 Ene 12	914.566	35.000	3,00	-	-	-	14
19	1.145.548	77.000	3,00	-	-	-	14
26	1.520.993	69.000	3,00	-	-	-	14
Feb 2	3.012.630	62.000	3,00	-	-	-	14
9	1.036.648	66.000	3,25	-	-	-	14
16	1.022.832	59.000	3,25	-	-	-	14
23	2.126.309	63.000	3,25	-	-	-	14
Mar 1	2.901.133	89.000	3,25	-	-	-	14
8	1.627.522	47.000	3,25	-	-	-	14
15	4.165.993	85.000	3,25	-	-	-	14
22	1.661.995	52.000	3,50	-	-	-	14
29	3.022.435	89.000	3,50	-	-	-	14
Abr 5	2.869.408	48.000	3,50	-	-	-	14
12	4.290.278	82.000	3,50	-	-	-	15
19	4.277.306	58.000	3,50	-	-	-	15
27	5.492.939	89.000	3,50	-	-	-	13
May 4	4.624.944	64.000	3,75	-	-	-	13
10	6.352.776	72.000	3,75	-	-	-	14
17	6.574.441	66.000	3,75	-	-	-	14
24	7.057.234	78.000	3,75	-	-	-	14
31	7.127.001	62.000	3,75	-	-	-	15
Jun 7	8.491.195	75.000	3,75	-	-	-	14
15	3.544.808	68.000	4,25	-	-	-	13
21	1.867.673	74.000	4,25	-	-	-	14
28 ²⁾	201.612	99.000	-	4,25	4,29	4,32	14
Jul 5	171.848	58.000	-	4,25	4,29	4,30	14

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) Véase nota 3 del cuadro 1.2. El tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo al que se adjudican fondos.

2. Operaciones de financiación a más largo plazo

Fecha de liquidación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días
			Tipo fijo	Tipo marginal ³⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6
1999 Ene 14	79.846	15.000	-	3,13	-	42
14	39.343	15.000	-	3,10	-	70
14	46.152	15.000	-	3,08	-	105
Feb 25	77.300	15.000	-	3,04	-	91
Mar 25	53.659	15.000	-	2,96	2,97	98
Abr 29	66.911	15.000	-	2,53	2,54	91
May 27	72.294	15.000	-	2,53	2,54	91
Jul 1	76.284	15.000	-	2,63	2,64	91
29	64.973	15.000	-	2,65	2,66	91
Ago 26	52.416	15.000	-	2,65	2,66	91
Sep 30	41.443	15.000	-	2,66	2,67	84
Oct 28	74.430	25.000	-	3,19	3,42	91
Nov 25	74.988	25.000	-	3,18	3,27	98
Dic 23	91.088	25.000	-	3,26	3,29	98
2000 Ene 27	87.052	20.000	-	3,28	3,30	91
Mar 2	72.960	20.000	-	3,60	3,61	91
30	74.929	20.000	-	3,78	3,80	91
Abr 27	64.094	20.000	-	4,00	4,01	91
Jun 1	64.317	20.000	-	4,40	4,42	91
29	41.833	20.000	-	4,49	4,52	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 marginal ³⁾	Tipo medio ponderado	
		1	2	3	4	5	6
2000 Ene 5	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

3) Véase nota 2.

Cuadro 1.4

Estadísticas de reservas mínimas

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

(mm de euros; fin de periodo)

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	Instrumentos del mercado monetario	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	7
1999 May	8.797,6	4.867,1	101,1	158,7	1.130,8	541,0	1.999,0
Jun	8.857,3	4.916,6	106,3	152,0	1.145,5	517,6	2.019,3
Jul	8.848,9	4.895,7	109,2	155,5	1.153,5	513,8	2.021,2
Ago	8.856,3	4.893,0	113,2	165,4	1.164,9	484,8	2.035,0
Sep	8.969,1	4.912,7	120,6	170,0	1.166,5	537,2	2.062,1
Oct	9.083,7	4.967,3	129,0	178,5	1.180,3	554,2	2.074,5
Nov	9.295,2	5.079,6	135,9	202,9	1.193,3	562,6	2.121,0
Dic	9.187,4	5.123,4	113,5	169,3	1.204,9	503,5	2.072,8
2000 Ene	9.265,7	5.164,6	108,0	156,8	1.210,3	547,9	2.078,2
Feb	9.338,9	5.189,6	114,5	164,5	1.220,7	553,1	2.096,4
Mar	9.490,8	5.306,7	117,1	174,9	1.231,3	543,8	2.116,9
Abr	9.629,4	5.411,5	116,7	174,7	1.243,2	537,5	2.145,9
May ^(p)	9.636,9	5.386,6	118,4	188,4	1.242,0	540,0	2.161,6

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 evidencia del montante de sus emisiones de valores a menos de 2 años y de sus emisiones de instrumentos del mercado monetario 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.

2. Reservas mantenidas¹⁾

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias ²⁾	Reservas reales mantenidas ³⁾	Exceso de reservas ⁴⁾	Incumplimientos ⁵⁾	Tipos de interés de las reservas obligatorias ⁶⁾
	1	2	3	4	5
1999 Jul	102,0	102,7	0,8	0,0	2,50
Ago	102,8	103,5	0,6	0,0	2,50
Sep	102,6	103,0	0,5	0,0	2,50
Oct	102,8	103,3	0,6	0,0	2,50
Nov	103,4	104,0	0,5	0,0	2,73
Dic	104,9	105,4	0,5	0,0	3,00
2000 Ene	107,7	108,5	0,8	0,0	3,00
Feb	107,5	107,9	0,4	0,0	3,12
Mar	108,0	108,4	0,5	0,0	3,27
Abr	108,7	109,5	0,8	0,0	3,50
May	111,3	111,8	0,5	0,0	3,67
Jun	113,4	113,9	0,5	0,0	3,90
Jul ^(p)	113,3	-	-	-	-

Fuente: BCE.

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

Cuadro 1.5

Posición de liquidez del sistema bancario¹⁾

(mm de euros; medias de saldos diarios)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito ⁴⁾	Base monetaria ⁵⁾
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ³⁾		
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a más largo plazo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999 Feb	328,2	104,6	34,2	3,8	30,2	1,3	0,2	329,3	41,0	28,9	100,3	430,9
Mar	323,6	136,4	45,0	0,4	0,0	1,4	0,0	326,9	49,8	25,0	102,2	430,5
Abr	338,4	130,1	45,0	0,7	0,0	0,3	0,0	331,0	42,9	39,0	101,1	432,3
May	342,5	121,6	45,0	0,8	0,0	0,4	0,0	333,9	36,3	38,0	101,2	435,5
Jun	339,8	132,0	45,0	0,4	0,0	0,6	0,0	337,0	40,4	37,2	101,9	439,6
Jul	342,4	143,1	45,0	0,4	0,0	0,5	0,0	342,1	45,7	39,5	102,9	445,6
Ago	343,2	150,1	45,0	0,5	0,0	1,0	0,0	344,8	47,3	42,1	103,6	449,4
Sep	343,5	150,4	45,0	0,2	0,0	0,7	0,0	342,1	51,4	41,6	103,2	446,0
Oct	349,7	143,0	45,0	0,3	0,0	0,6	0,0	342,5	45,4	45,9	103,5	446,7
Nov	351,8	140,5	53,7	0,3	0,0	0,4	0,0	343,1	51,5	47,3	104,2	447,6
Dic	351,7	150,4	65,0	0,3	0,0	1,0	0,0	354,3	59,0	47,5	105,6	460,8
2000 Ene	362,3	138,5	75,0	1,9	0,0	0,5	3,3	363,0	41,0	61,2	108,7	472,3
Feb	367,8	130,9	70,5	0,1	0,0	0,2	0,0	347,6	49,2	64,2	108,1	455,9
Mar	369,2	136,1	66,2	0,2	0,0	0,3	0,0	347,6	51,7	63,5	108,6	456,4
Abr	377,1	136,7	61,0	0,2	0,0	0,9	0,0	349,7	45,6	69,1	109,7	460,3
May	378,8	142,6	60,0	0,4	0,0	2,3	0,0	353,8	41,9	71,8	112,0	468,2
Jun	378,1	140,9	59,9	0,3	0,2	0,8	0,0	354,1	38,3	72,1	114,2	469,1

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) Incluye las operaciones de política monetaria iniciadas por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM y pendientes al comienzo de la tercera fase de la UEM (excluyendo las operaciones simples y la emisión de certificados de deuda).

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 en la zona del euro

Cuadro 2.1

Balance agregado del Eurosistema¹⁾

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

1. Activo

	Préstamos a residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Acciones y participa- ciones emitidas por residentes en la zona del euro	IFM	Otros residentes en la zona del euro	Resto del mundo ²⁾	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1997	237,2	215,5	21,1	0,6	114,0	0,7	111,8	1,5	2,9	0,5	2,4	324,1	7,0	51,6	736,7
1998 II	293,4	272,1	21,1	0,2	105,4	4,8	99,7	0,8	3,2	0,6	2,6	337,2	7,8	47,9	794,9
III	302,8	281,5	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,8	2,0	2,8	329,4	8,0	50,0	777,6
IV	225,2	204,6	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,5	1,8	3,7	322,3	7,9	49,3	698,0
1999 I	608,5	587,9	20,4	0,2	94,0	1,5	91,9	0,6	8,1	4,0	4,1	426,0	9,3	52,2	1.198,3
1999 May	481,1	460,5	20,4	0,2	93,1	1,6	90,8	0,7	8,2	4,0	4,2	387,6	9,6	51,1	1.030,9
Jun	788,8	768,3	20,4	0,2	92,4	1,5	90,0	0,9	8,7	4,4	4,3	499,4	9,7	47,1	1.446,1
Jul	755,2	734,7	20,4	0,2	92,3	1,5	89,9	0,9	8,7	4,4	4,3	452,0	9,8	51,6	1.369,8
Ago	530,8	510,2	20,4	0,2	91,9	1,1	90,0	0,7	8,8	4,4	4,4	423,0	9,9	52,8	1.117,1
Sep	456,9	436,3	20,4	0,2	92,4	1,4	89,9	1,1	8,7	4,3	4,4	427,9	9,8	47,9	1.043,7
Oct	567,0	546,4	20,4	0,2	92,4	1,9	89,4	1,2	8,6	4,3	4,3	432,6	9,9	53,9	1.164,3
Nov	508,4	487,8	20,4	0,2	92,6	2,1	89,4	1,1	8,8	4,2	4,6	410,3	9,9	56,0	1.086,1
Dic	442,3	422,1	19,7	0,5	89,1	1,9	86,1	1,1	14,1	4,3	9,8	400,6	9,9	55,8	1.011,9
2000 Ene	463,6	443,3	19,8	0,6	90,3	1,7	87,6	1,0	14,2	4,4	9,8	424,3	9,9	52,1	1.054,4
Feb	382,2	361,8	19,8	0,6	93,2	1,8	90,4	1,0	14,2	4,3	9,8	417,5	9,8	52,2	969,0
Mar	443,2	424,3	18,4	0,5	96,2	2,4	92,7	1,1	14,4	4,3	10,1	439,1	9,8	48,6	1.051,3
Abr	465,5	446,6	18,4	0,5	96,7	2,6	93,0	1,1	14,4	4,3	10,1	438,0	9,9	51,1	1.075,5
May ^(p)	469,2	450,3	18,4	0,5	97,2	2,8	93,2	1,2	14,4	4,4	10,1	441,8	10,0	51,6	1.084,2

2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM	Administra- ción Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participacio- nes	Capital y reservas	Resto del mundo ²⁾	Otros pasivos	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1997	354,9	147,0	91,9	51,7	3,4	13,4	14,8	106,0	33,4	67,2	736,7
1998 II	345,5	217,8	159,1	53,4	5,3	14,4	13,3	114,3	27,2	62,5	794,9
III	341,5	211,8	140,2	66,4	5,2	11,9	12,0	109,6	23,2	67,6	777,6
IV	359,1	152,0	94,2	54,4	3,5	8,5	5,3	97,1	18,6	57,4	698,0
1999 I	348,3	549,5	486,6	54,4	8,5	4,9	5,3	138,0	97,9	54,5	1.198,3
1999 May	353,0	419,7	369,5	41,8	8,3	4,9	5,3	137,4	61,5	49,2	1.030,9
Jun	355,8	724,3	672,3	43,1	8,9	4,9	5,3	140,7	171,4	43,8	1.446,1
Jul	363,6	682,7	620,6	55,5	6,6	4,9	5,3	139,9	124,3	49,2	1.369,8
Ago	358,6	463,7	403,2	53,8	6,6	4,9	5,3	139,9	93,9	50,9	1.117,1
Sep	359,4	390,5	332,9	50,1	7,6	3,3	5,3	146,3	88,8	50,1	1.043,7
Oct	361,2	500,6	440,8	50,2	9,5	3,3	5,3	150,6	93,8	49,4	1.164,3
Nov	362,9	443,0	368,3	64,1	10,6	3,3	4,6	150,3	69,5	52,4	1.086,1
Dic	393,0	339,3	277,1	53,4	8,8	3,3	4,6	175,1	49,8	46,9	1.011,9
2000 Ene	365,9	387,5	332,0	47,1	8,4	3,3	4,6	174,6	72,6	45,9	1.054,4
Feb	363,5	311,8	246,7	56,7	8,4	3,3	4,6	173,9	64,4	47,5	969,0
Mar	365,9	372,0	319,6	43,3	9,1	1,7	4,6	185,7	75,1	46,5	1.051,3
Abr	372,3	388,3	334,5	43,4	10,3	1,7	4,6	188,4	75,2	45,0	1.075,5
May ^(p)	371,4	390,7	345,1	34,1	11,5	1,7	4,6	187,6	82,4	45,8	1.084,2

Fuente: BCE.

1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes a la zona del euro.

2) Desde enero de 1999 se incluyen los saldos brutos temporales del Eurosistema con los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no participan en la zona del euro relativos a operaciones realizadas a través del sistema TARGET, con un importe aproximado de 46 mm de euros a final de enero de 2000, de 40 mm de euros a final de febrero, de 51 mm de euros a final de marzo, de 47 mm de euros a final de abril y de 53 mm de euros a final de mayo. Para los saldos correspondientes a los finales de mes de 1999, véase la nota en la edición de febrero del 2000.

Cuadro 2.2

Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo 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				Instrumentos del mercado monetario	Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro		Resto del mundo	Activo fijo	Otros activos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1997	8.436,1	2.905,6	821,4	4.709,1	1.868,4	635,5	1.050,6	182,3	99,7	329,8	94,2	235,6	1.594,8	238,9	796,9	13.364,7
1998 II	8.750,4	3.064,6	808,4	4.877,4	2.007,8	678,1	1.139,4	190,3	104,9	401,5	118,5	283,0	1.668,4	240,3	737,5	13.910,8
III	8.844,1	3.073,7	809,8	4.960,5	2.040,0	705,5	1.137,2	197,3	105,8	381,2	109,8	271,4	1.650,8	237,0	785,8	14.044,4
IV	9.098,4	3.181,5	821,2	5.095,8	2.012,3	721,3	1.102,3	188,7	107,1	424,2	123,3	300,8	1.579,9	243,9	777,4	14.243,2
1999 I	9.252,2	3.277,3	816,8	5.158,1	2.087,4	760,8	1.130,0	196,6	99,1	469,0	126,1	342,9	1.627,6	244,6	877,0	14.656,9
1999 May	9.312,1	3.290,6	809,8	5.211,7	2.140,8	787,4	1.145,2	208,2	102,8	497,2	128,1	369,1	1.621,8	247,5	831,1	14.753,1
Jun	9.452,1	3.330,5	816,5	5.305,1	2.138,3	800,3	1.125,4	212,6	101,9	484,7	124,4	360,3	1.646,0	250,0	865,8	14.938,7
Jul	9.461,6	3.313,2	808,4	5.340,0	2.131,8	801,7	1.114,1	216,0	108,2	483,3	125,9	357,3	1.630,2	254,5	849,0	14.918,5
Ago	9.489,5	3.350,1	804,4	5.335,1	2.152,8	810,4	1.118,2	224,3	110,5	482,7	126,7	356,1	1.632,9	255,3	828,6	14.952,4
Sep	9.568,5	3.384,2	809,4	5.374,9	2.179,9	828,0	1.134,5	217,4	111,1	481,5	129,6	351,9	1.653,3	258,9	816,9	15.070,2
Oct	9.697,4	3.457,5	818,7	5.421,2	2.202,9	840,3	1.147,2	215,4	115,1	484,4	130,9	353,5	1.686,5	261,1	842,6	15.290,0
Nov	9.859,3	3.541,9	831,7	5.485,8	2.217,7	850,0	1.144,6	223,1	128,1	497,9	129,7	368,1	1.764,9	265,3	902,5	15.635,7
Dic	9.764,7	3.420,0	827,5	5.517,1	2.175,5	826,6	1.121,7	227,2	129,9	520,9	137,5	383,4	1.703,0	281,2	922,6	15.497,8
2000 Ene	9.832,8	3.450,8	819,5	5.562,5	2.193,2	834,5	1.131,1	227,6	121,1	526,6	139,4	387,1	1.723,9	282,5	938,0	15.618,1
Feb	9.836,7	3.425,3	814,9	5.596,5	2.215,9	845,1	1.137,2	233,7	130,8	544,1	142,6	401,5	1.768,5	282,1	954,2	15.732,4
Mar	9.979,5	3.499,6	818,2	5.661,7	2.218,4	870,2	1.115,7	232,6	131,8	589,3	152,6	436,7	1.805,8	285,7	960,9	15.971,5
Abr	10.030,0	3.487,1	820,5	5.722,5	2.213,2	879,0	1.093,5	240,7	149,0	604,7	154,7	450,0	1.907,2	287,1	1.002,7	16.193,9
May ^(p)	10.105,4	3.541,0	814,2	5.750,3	2.226,3	895,3	1.082,8	248,2	157,0	624,0	159,7	464,3	1.891,8	287,0	1.004,9	16.296,4

2. Pasivo

																Total
	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro								Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones y participaciones	Instrumentos del mercado monetario	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	16	
1997	0,4	7.773,9	3.009,3	102,1	4.662,5	1.229,6	1.901,2	1.326,3	205,4	252,0	1.924,8	138,8	687,5	1.373,5	1.213,9	13.364,7
1998 II	0,4	8.010,8	3.176,1	93,9	4.740,8	1.292,8	1.899,7	1.346,4	201,9	259,8	2.041,2	145,9	723,4	1.480,1	1.249,1	13.910,8
III	0,4	8.043,6	3.227,5	90,0	4.726,2	1.268,8	1.901,0	1.345,4	211,0	260,4	2.093,2	154,1	725,9	1.482,8	1.284,0	14.044,4
IV	0,4	8.279,3	3.311,7	95,3	4.872,3	1.382,7	1.924,1	1.388,8	176,7	241,2	2.116,0	160,8	742,4	1.500,4	1.202,7	14.243,2
1999 I	0,5	8.330,1	3.390,4	78,9	4.860,8	1.387,1	1.984,9	1.310,5	178,3	279,8	2.193,9	180,5	759,3	1.618,1	1.294,7	14.656,9
1999 May	0,5	8.372,2	3.397,1	78,9	4.896,3	1.434,5	1.974,7	1.314,7	172,4	296,8	2.247,5	190,3	777,6	1.659,2	1.209,0	14.753,1
Jun	0,5	8.447,1	3.438,9	81,9	4.926,3	1.479,6	1.961,1	1.319,1	166,4	305,3	2.269,0	183,2	781,9	1.666,6	1.285,0	14.938,7
Jul	0,5	8.452,7	3.441,0	79,5	4.932,3	1.468,2	1.979,2	1.321,3	163,6	302,3	2.274,8	184,3	788,2	1.646,1	1.269,5	14.918,5
Ago	0,6	8.452,0	3.458,0	84,0	4.910,0	1.439,1	1.988,1	1.320,2	162,6	307,3	2.291,0	195,0	787,9	1.683,1	1.235,5	14.952,4
Sep	0,6	8.508,2	3.503,8	83,1	4.921,3	1.466,9	1.976,3	1.317,5	160,6	307,1	2.329,3	204,1	795,0	1.688,5	1.237,4	15.070,2
Oct	0,6	8.605,0	3.584,7	84,8	4.935,5	1.467,4	1.996,7	1.314,0	157,4	307,6	2.355,7	214,6	801,2	1.753,8	1.251,4	15.290,0
Nov	0,7	8.735,1	3.679,8	81,9	4.973,5	1.501,1	2.005,0	1.308,7	158,6	310,2	2.376,9	243,5	805,2	1.839,5	1.324,6	15.635,7
Dic	0,7	8.709,4	3.579,8	88,6	5.041,0	1.532,3	2.037,4	1.327,1	144,2	309,8	2.364,2	242,1	836,4	1.774,7	1.260,5	15.497,8
2000 Ene	0,7	8.709,0	3.555,9	86,5	5.066,6	1.561,7	2.023,0	1.327,1	154,9	326,3	2.370,2	221,6	856,6	1.837,0	1.296,6	15.618,1
Feb	0,7	8.707,1	3.548,2	87,7	5.071,1	1.554,6	2.040,3	1.316,9	159,4	343,6	2.396,1	233,0	864,1	1.874,7	1.313,1	15.732,4
Mar	0,7	8.774,3	3.596,0	85,4	5.092,9	1.564,6	2.047,0	1.307,1	174,3	343,0	2.421,7	244,6	871,3	1.987,5	1.328,5	15.971,5
Abr	0,7	8.790,4	3.573,4	86,7	5.130,3	1.598,9	2.055,2	1.299,5	176,7	409,7	2.450,6	244,0	880,5	2.066,2	1.352,0	16.193,9
May ^(p)	0,6	8.844,2	3.636,9	78,3	5.129,0	1.582,5	2.074,3	1.291,4	180,8	413,2	2.469,6	255,9	888,1	2.061,9	1.362,9	16.296,4

Fuente: BCE.

Cuadro 2.3

Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluyendo el Eurosistema¹⁾

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

1. Activo: saldos

	Préstamos a residentes en la zona del euro						Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998 Oct	5.829,0	835,2	4.993,8	1.429,7	1.226,7	203,0	274,3	1.968,6	247,1	799,5	10.548,1			
Nov	5.882,8	841,5	5.041,3	1.418,3	1.221,6	196,7	288,8	2.008,4	249,3	821,1	10.668,7			
Dic	5.937,5	841,6	5.095,9	1.377,8	1.188,5	189,2	304,5	1.902,2	251,8	790,6	10.564,4			
1999 Ene	5.949,6	839,4	5.110,1	1.400,2	1.190,4	209,8	320,0	2.047,8	254,1	962,3	10.933,9			
Feb	5.950,9	839,6	5.111,3	1.410,1	1.206,2	203,9	326,8	1.958,8	252,7	979,1	10.878,4			
Mar	5.995,5	837,2	5.158,3	1.419,1	1.221,9	197,2	347,0	2.053,6	253,9	897,9	10.967,0			
Abr	6.009,5	830,0	5.179,5	1.421,9	1.219,4	202,6	359,9	2.058,4	255,9	864,0	10.969,7			
May	6.042,1	830,2	5.211,8	1.444,9	1.236,0	208,9	373,3	2.009,4	257,1	850,0	10.976,7			
Jun	6.142,1	836,9	5.305,2	1.429,0	1.215,5	213,5	364,5	2.145,4	259,6	880,2	11.220,8			
Jul	6.168,9	828,8	5.340,2	1.421,0	1.204,0	216,9	361,7	2.082,2	264,4	868,2	11.166,3			
Ago	6.160,0	824,8	5.335,2	1.433,2	1.208,2	225,0	360,4	2.056,0	265,2	848,4	11.123,1			
Sep	6.204,9	829,8	5.375,1	1.442,9	1.224,4	218,5	356,3	2.081,2	268,7	832,0	11.186,1			
Oct	6.260,4	839,1	5.421,3	1.453,1	1.236,5	216,6	357,8	2.119,1	271,0	864,0	11.325,4			
Nov	6.338,0	852,1	5.486,0	1.458,2	1.234,0	224,2	372,7	2.175,2	275,3	924,8	11.544,2			
Dic	6.364,9	847,3	5.517,7	1.436,1	1.207,8	228,3	393,3	2.103,6	291,2	934,4	11.523,4			
2000 Ene	6.402,4	839,3	5.563,1	1.447,3	1.218,7	228,6	396,9	2.148,2	292,4	956,2	11.643,4			
Feb	6.431,8	834,7	5.597,1	1.462,2	1.227,5	234,7	411,3	2.186,1	291,9	973,1	11.756,4			
Mar	6.498,8	836,6	5.662,2	1.442,0	1.208,4	233,6	446,8	2.244,9	295,5	977,3	11.905,3			
Abr	6.561,8	838,9	5.723,0	1.428,2	1.186,5	241,8	460,1	2.345,2	297,0	1.018,2	12.110,6			
May ^(p)	6.583,4	832,6	5.750,8	1.425,3	1.175,9	249,4	474,4	2.333,6	296,9	1.021,6	12.135,1			

2. Pasivo: saldos

	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 e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998 Oct	313,3	155,1	4.751,0	1.276,0	1.904,4	1.348,9	221,8	325,4	1.391,4	720,0	1.552,2	1.343,8	-4,0	10.548,1
Nov	314,2	148,2	4.772,1	1.323,4	1.897,2	1.349,8	201,8	328,8	1.402,8	717,3	1.606,9	1.355,0	23,4	10.668,7
Dic	323,4	149,7	4.875,8	1.386,2	1.924,1	1.388,8	176,7	303,5	1.398,9	714,3	1.518,9	1.260,1	19,7	10.564,4
1999 Ene	313,2	132,3	4.882,6	1.415,3	1.983,5	1.312,6	171,2	340,0	1.417,8	755,2	1.682,6	1.429,7	-19,7	10.933,9
Feb	312,8	141,1	4.866,6	1.388,9	1.980,2	1.313,6	183,9	355,4	1.433,9	753,5	1.642,9	1.379,5	-7,3	10.878,4
Mar	317,4	133,4	4.869,3	1.395,6	1.984,9	1.310,5	178,3	366,1	1.436,9	767,1	1.716,0	1.349,2	11,7	10.967,0
Abr	319,5	115,8	4.883,6	1.411,1	1.986,8	1.314,0	171,7	387,6	1.453,5	778,0	1.731,0	1.300,2	0,6	10.969,7
May	321,2	120,7	4.904,6	1.442,8	1.974,7	1.314,7	172,4	389,1	1.463,8	783,0	1.720,7	1.258,1	15,4	10.976,7
Jun	323,7	124,9	4.935,2	1.488,5	1.961,1	1.319,1	166,4	391,5	1.472,5	793,6	1.838,0	1.328,8	12,5	11.220,8
Jul	331,7	134,9	4.938,9	1.474,8	1.979,2	1.321,3	163,6	383,3	1.477,0	797,8	1.770,4	1.318,6	13,7	11.166,3
Ago	326,2	137,8	4.916,7	1.445,7	1.988,1	1.320,2	162,6	396,6	1.484,8	796,7	1.776,9	1.286,5	0,9	11.123,1
Sep	327,1	133,2	4.928,8	1.474,4	1.976,3	1.317,5	160,6	403,5	1.505,2	807,3	1.777,3	1.287,4	16,2	11.186,1
Oct	329,4	135,0	4.945,1	1.476,9	1.996,7	1.314,0	157,4	410,5	1.518,8	816,6	1.847,6	1.300,8	21,6	11.325,4
Nov	329,9	146,0	4.984,1	1.511,7	2.005,0	1.308,7	158,6	428,9	1.529,3	821,6	1.909,0	1.377,1	18,4	11.544,2
Dic	349,6	142,0	5.049,8	1.541,1	2.037,4	1.327,1	144,2	425,2	1.540,3	869,8	1.824,5	1.307,4	14,7	11.523,4
2000 Ene	332,7	133,6	5.075,0	1.570,1	2.023,0	1.327,1	154,9	430,1	1.538,6	887,3	1.909,6	1.342,5	-6,1	11.643,4
Feb	330,9	144,4	5.079,5	1.563,0	2.040,3	1.316,9	159,4	449,1	1.553,7	891,2	1.939,1	1.360,6	7,8	11.756,4
Mar	334,2	128,7	5.102,0	1.573,7	2.047,0	1.307,1	174,3	457,5	1.553,7	900,1	2.062,5	1.375,0	-8,3	11.905,3
Abr	337,4	130,1	5.140,7	1.609,3	2.055,2	1.299,5	176,7	506,4	1.573,5	909,9	2.141,4	1.397,0	-25,8	12.110,6
May ^(p)	337,2	112,4	5.140,5	1.594,1	2.074,3	1.291,4	180,8	513,8	1.576,0	911,6	2.144,3	1.408,6	-9,3	12.135,1

Fuente: BCE.

1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes a la zona del euro.

2) 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.

3) Véase el cuadro 2.1, nota 2.

3. Activo: flujos²⁾

	Préstamos a residentes en la zona del euro						Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998 Nov	56,0	6,2	49,7	-11,6	-5,2	-6,4	14,5	22,3	2,3	21,4	104,9			
Dic	64,3	0,2	64,1	-39,7	-32,1	-7,6	15,6	-102,6	2,7	-29,9	-89,5			
1999 Ene	75,4	-1,3	76,7	17,7	12,6	5,1	9,4	120,7	-0,1	158,5	381,6			
Feb	-1,1	0,0	-1,2	9,5	15,7	-6,2	6,7	-114,2	-1,3	16,8	-83,7			
Mar	39,3	-3,2	42,4	25,2	24,1	1,1	19,9	52,2	1,2	-91,5	46,3			
Abr	12,5	-8,7	21,2	3,7	-1,6	5,3	12,9	-6,3	2,0	-33,9	-9,1			
May	31,5	0,1	31,3	22,9	16,6	6,2	13,3	-59,0	1,2	-14,1	-4,2			
Jun	101,3	6,6	94,8	-17,0	-21,4	4,4	-9,4	128,0	2,4	29,8	235,2			
Jul	29,7	-8,0	37,6	-7,6	-11,2	3,6	-2,9	-36,5	4,7	-12,0	-24,5			
Ago	-9,9	-4,1	-5,8	11,5	3,7	7,8	-1,4	-41,6	0,8	-19,8	-60,3			
Sep	46,4	5,1	41,3	9,2	15,8	-6,5	-4,1	20,3	3,6	-9,6	65,8			
Oct	52,1	9,1	43,0	9,5	11,7	-2,2	1,5	19,9	2,0	32,1	117,1			
Nov	73,6	12,7	60,9	3,9	-3,2	7,1	14,8	22,0	4,3	60,8	179,5			
Dic	31,0	-5,1	36,0	-27,6	-31,4	3,8	15,4	-77,0	16,1	6,0	-36,2			
2000 Ene	32,9	-8,1	41,0	14,4	13,7	0,7	3,4	22,5	1,4	21,8	96,4			
Feb	30,0	-4,6	34,7	15,3	9,1	6,2	12,9	32,9	-0,5	16,8	107,4			
Mar	64,8	2,8	61,9	-18,2	-16,2	-1,9	34,1	34,6	3,7	4,5	123,5			
Abr	55,7	1,9	53,8	-16,2	-21,2	5,0	12,6	14,3	1,5	34,0	101,9			
May ^(p)	20,3	-6,1	26,4	1,5	-6,3	7,9	14,3	11,5	-0,1	3,4	50,9			

4. Pasivo: flujos²⁾

	Electivo 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 e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998 Nov	0,9	-6,8	18,9	46,5	-8,5	0,9	-20,0	3,1	10,2	-1,9	40,1	13,1	27,4	104,9
Dic	9,2	1,5	105,9	63,3	28,7	39,0	-25,1	-24,6	-4,5	-3,5	-81,6	-88,9	-3,1	-89,5
1999 Ene	-9,2	-5,4	40,5	29,8	-2,2	14,2	-1,4	13,6	20,3	10,3	156,5	178,7	-23,6	381,6
Feb	-0,4	8,8	-26,2	-27,6	-12,2	0,9	12,6	15,1	12,2	-0,8	-61,5	-50,1	19,2	-83,7
Mar	4,7	-7,6	-0,5	5,3	3,0	-3,1	-5,6	6,4	4,8	12,5	55,6	-42,2	12,8	46,3
Abr	2,1	-17,6	13,1	15,1	1,1	3,4	-6,6	20,9	15,3	11,2	6,6	-50,0	-10,8	-9,1
May	1,7	4,9	19,7	31,2	-12,9	0,6	0,8	1,3	8,6	5,9	-19,3	-41,8	14,8	-4,2
Jun	2,4	4,2	29,2	45,2	-14,4	4,5	-6,0	1,3	7,0	13,1	109,1	72,7	-3,8	235,2
Jul	8,0	10,0	6,8	-12,6	20,0	2,2	-2,8	-7,8	7,7	4,9	-45,7	-9,2	0,6	-24,5
Ago	-5,5	2,9	-24,3	-29,8	7,7	-1,1	-1,1	13,1	4,7	-0,4	-4,9	-33,7	-12,2	-60,3
Sep	0,9	-4,7	13,0	29,2	-11,6	-2,7	-2,0	6,5	20,4	5,2	4,2	4,9	15,3	65,8
Oct	2,2	1,8	13,8	1,6	19,0	-3,6	-3,2	6,6	10,4	7,0	54,6	16,7	4,1	117,1
Nov	0,5	11,0	34,5	33,1	5,7	-5,3	1,1	17,8	6,2	4,1	32,3	76,4	-3,3	179,5
Dic	19,5	-4,0	65,7	29,4	32,3	18,5	-14,4	-14,7	11,1	31,9	-87,8	-58,3	0,4	-36,2
2000 Ene	-16,9	-8,4	22,8	28,1	-15,7	-0,2	10,7	0,8	-3,6	20,0	67,8	37,4	-23,6	96,4
Feb	-1,8	10,8	4,1	-7,2	17,0	-10,2	4,5	19,0	14,9	5,4	25,1	16,1	13,9	107,4
Mar	3,4	-15,8	19,3	9,4	4,9	-9,9	14,9	7,8	-1,5	10,0	102,7	13,9	-16,2	123,5
Abr	3,3	1,4	32,9	33,4	4,9	-7,7	2,3	2,5	14,7	9,6	36,8	15,6	-14,8	101,9
May ^(p)	-0,2	-17,7	2,9	-11,8	19,7	-9,2	4,1	10,5	5,9	3,5	23,8	13,6	8,6	50,9

Cuadro 2.4

Agregados monetarios¹⁾

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

1. Saldos a fin de periodo

	M2								Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
							Total	Índice Dic 98=100 ²⁾			
	M1				Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses					
	Total	Índice Dic 98=100 ²⁾									
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 Oct	313,3	1.340,8	1.654,0	93,11	878,8	1.195,3	3.728,1	95,46	221,8	325,4	82,7
Nov	314,2	1.387,9	1.702,0	95,76	877,1	1.196,1	3.775,2	96,62	201,8	328,8	79,7
Dic	323,4	1.453,5	1.776,9	100,00	894,5	1.234,4	3.905,8	100,00	176,7	303,5	69,7
1999 Ene	313,2	1.483,1	1.796,3	101,19	887,9	1.249,8	3.934,1	100,85	171,2	340,0	54,5
Feb	312,8	1.453,1	1.765,9	99,41	873,1	1.252,5	3.891,5	99,69	183,9	355,4	56,1
Mar	317,4	1.469,1	1.786,5	100,49	872,7	1.250,1	3.909,3	100,07	178,3	366,1	49,1
Abr	319,5	1.481,4	1.800,9	101,28	872,9	1.255,1	3.929,0	100,55	171,7	387,6	53,0
May	321,2	1.510,6	1.831,9	102,99	863,3	1.259,9	3.955,0	101,19	172,4	389,1	57,6
Jun	323,7	1.551,2	1.874,8	105,38	840,2	1.265,7	3.980,7	101,82	166,4	391,5	59,2
Jul	331,7	1.543,6	1.875,3	105,47	853,3	1.270,4	3.999,0	102,35	163,6	383,3	61,7
Ago	326,2	1.513,6	1.839,8	103,43	856,1	1.270,3	3.966,2	101,47	162,6	396,6	63,0
Sep	327,1	1.537,5	1.864,6	104,85	842,1	1.267,8	3.974,5	101,70	160,6	403,5	75,5
Oct	329,4	1.542,0	1.871,4	105,18	857,4	1.265,5	3.994,3	102,11	157,4	410,5	74,0
Nov	329,9	1.575,9	1.905,8	107,02	856,8	1.260,4	4.023,0	102,75	158,6	428,9	75,6
Dic	349,6	1.609,4	1.959,0	109,99	877,5	1.282,9	4.119,5	105,21	144,2	425,2	88,0
2000 Ene	332,7	1.636,4	1.969,1	110,51	860,7	1.283,8	4.113,7	105,01	154,9	430,1	86,2
Feb	330,9	1.626,6	1.957,5	109,84	875,6	1.272,5	4.105,7	104,84	159,4	449,1	89,9
Mar	334,2	1.639,8	1.974,1	110,70	884,5	1.262,2	4.120,7	105,16	174,3	457,5	88,6
Abr	337,4	1.675,2	2.012,6	112,75	892,5	1.254,7	4.159,8	106,04	176,7	506,4	87,9
May ^(p)	337,2	1.656,8	1.994,0	111,89	910,0	1.246,3	4.150,3	105,89	180,8	513,8	86,5

2. Flujos⁴⁾

	M2							Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años	
						Total	Tasa de variación interanual ⁴⁾				
	M1		Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses							
	Total	Tasa de variación interanual ⁴⁾									
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 Nov	0,9	46,3	47,2	8,5	-2,7	0,7	45,2	4,9	-20,0	3,1	-3,2
Dic	9,2	66,1	75,3	9,2	18,9	38,0	132,2	6,0	-25,1	-24,6	-10,3
1999 Ene	-9,2	30,3	21,1	14,7	-3,2	15,3	33,2	7,8	-1,4	13,6	-5,5
Feb	-0,4	-31,2	-31,6	12,6	-16,3	2,6	-45,3	6,5	12,6	15,1	1,1
Mar	4,7	14,6	19,3	11,7	-1,7	-2,6	15,0	6,8	-5,6	6,4	-0,4
Abr	2,1	11,9	14,0	11,5	-0,4	5,0	18,6	6,3	-6,6	20,9	1,0
May	1,7	28,8	30,5	12,1	-10,2	4,7	24,9	6,4	0,8	1,3	4,4
Jun	2,4	40,0	42,5	11,5	-23,7	5,8	24,6	6,3	-6,0	1,3	1,4
Jul	8,0	-6,4	1,6	14,1	14,4	4,8	20,8	7,7	-2,8	-7,8	2,9
Ago	-5,5	-30,8	-36,3	12,8	2,0	-0,1	-34,5	7,0	-1,1	13,1	1,0
Sep	0,9	24,5	25,4	12,8	-13,9	-2,5	9,0	6,9	-2,0	6,5	0,8
Oct	2,2	3,6	5,8	13,0	12,7	-2,4	16,1	7,0	-3,2	6,6	-1,9
Nov	0,5	32,2	32,7	11,8	-2,5	-5,2	25,1	6,3	1,1	17,8	0,7
Dic	19,5	33,4	52,9	10,0	20,8	22,6	96,3	5,2	-14,4	-14,7	12,8
2000 Ene	-16,9	26,1	9,2	9,2	-17,7	0,8	-7,7	4,1	10,7	0,8	-2,2
Feb	-1,8	-10,0	-11,8	10,5	16,4	-11,3	-6,7	5,2	4,5	19,0	3,7
Mar	3,4	11,9	15,3	10,2	7,6	-10,4	12,5	5,1	14,9	7,8	-2,0
Abr	3,3	33,2	36,5	11,3	5,6	-7,6	34,5	5,5	2,3	2,5	0,1
May ^(p)	-0,2	-15,0	-15,2	8,6	18,8	-9,5	-5,9	4,6	4,1	10,5	-0,9

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) Tomando el saldo a fin de diciembre de 1998 (sin desestacionalizar) como 100, el índice muestra el resultado acumulativo de las variaciones, desde esa fecha, calculadas a partir de los flujos, como se describe en la nota 4. La variación porcentual del índice entre dos fechas dadas corresponde a la variación del agregado, excluyendo las reclasificaciones, etc.

M3			Principales contrapartidas de M3									Activos exterio- res netos	
Total	Índice, Dic 98=100 ²⁾		Pasivos a largo plazo de IFM				Créditos ³⁾						
			Depósitos a plazo superior a 2 años	Depósitos con preaviso superior a 3 meses	Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	Crédito a AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Del cual prés- tamos	Índice Dic 98 =100 ²⁾			
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
4.357,9	97,81		1.026,1	209,3	1.308,7	720,0	2.061,9	5.471,1	4.993,8	97,77	416,4	1998 Oct	
4.385,5	98,38		1.020,5	209,6	1.323,1	717,3	2.063,1	5.526,9	5.041,3	98,74	401,5	Nov	
4.455,6	100,00		1.030,2	214,8	1.329,2	714,3	2.030,1	5.589,6	5.095,9	100,00	383,3	Dic	
4.499,8	100,90		1.096,3	123,1	1.363,3	755,2	2.029,8	5.640,0	5.110,1	101,50	365,1	1999 Ene	
4.486,9	100,53		1.107,8	121,8	1.377,7	753,5	2.045,8	5.641,9	5.111,3	101,48	315,9	Feb	
4.502,8	100,87		1.112,9	120,9	1.387,8	767,1	2.059,1	5.702,5	5.158,3	102,32	337,6	Mar	
4.541,3	101,63		1.114,8	118,7	1.400,4	778,0	2.049,4	5.741,9	5.179,5	102,74	327,4	Abr	
4.574,2	102,34		1.112,3	115,1	1.406,3	783,0	2.066,2	5.794,0	5.211,8	103,37	288,7	May	
4.597,9	102,81		1.121,9	114,2	1.413,3	793,6	2.052,3	5.883,3	5.305,2	105,25	307,4	Jun	
4.607,6	103,11		1.126,6	111,9	1.415,3	797,8	2.032,8	5.918,8	5.340,2	105,99	311,8	Jul	
4.588,5	102,63		1.132,6	111,0	1.421,8	796,7	2.033,0	5.920,7	5.335,2	105,88	279,0	Ago	
4.614,1	102,95		1.134,9	111,2	1.429,7	807,3	2.054,2	5.949,9	5.375,1	106,70	304,0	Sep	
4.636,2	103,34		1.139,7	110,6	1.444,7	816,6	2.075,6	5.995,7	5.421,3	107,55	271,5	Oct	
4.686,1	104,34		1.148,7	110,6	1.453,8	821,6	2.086,1	6.082,8	5.486,0	108,76	266,2	Nov	
4.776,9	106,12		1.160,3	112,8	1.452,3	869,8	2.055,0	6.139,2	5.517,7	109,47	279,1	Dic	
4.784,8	106,15		1.162,6	111,8	1.452,5	887,3	2.058,0	6.188,5	5.563,1	110,29	238,6	2000 Ene	
4.804,1	106,61		1.165,1	112,8	1.463,9	891,2	2.062,2	6.243,1	5.597,1	110,97	247,0	Feb	
4.841,1	107,34		1.162,9	113,6	1.465,0	900,1	2.045,0	6.342,7	5.662,2	112,20	182,3	Mar	
4.930,8	108,22		1.163,1	113,2	1.485,6	909,9	2.025,3	6.424,9	5.723,0	113,27	203,8	Abr	
4.931,4	108,39		1.164,7	114,4	1.489,5	911,6	2.008,5	6.474,5	5.750,8	113,79	189,3	May ⁴⁾	

M3			Principales contrapartidas de M3									Activos exterio- res netos	
Total	Tasa de variación interanual ¹⁾	Media móvil de tres meses (centrada)	Pasivos a largo plazo de IFM				Créditos ³⁾						
			Depósitos a plazo superior a 2 años	Depósitos con preaviso superior a 3 meses	Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	Crédito a AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Del cual prés- tamos	Tasa de variación inter- anual ¹⁾			
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
25,1	4,7	4,8	-5,8	0,4	13,4	-1,9	1,0	57,9	49,7	9,3	-17,8	1998 Nov	
72,3	4,7	5,1	9,9	5,5	5,7	-3,5	-31,9	72,1	64,1	9,0	-21,0	Dec	
40,0	5,8	5,3	1,3	-1,1	25,7	10,3	11,3	91,1	76,7	10,4	-35,8	1999 Ene	
-16,5	5,3	5,5	4,1	-1,3	11,0	-0,8	15,7	-0,6	-1,2	9,8	-52,8	Feb	
15,4	5,4	5,3	4,7	-0,8	5,2	12,5	20,9	63,5	42,4	10,0	-3,4	Mar	
34,0	5,3	5,4	1,7	-2,2	14,2	11,2	-10,3	39,4	21,2	9,6	-12,9	Abr	
31,4	5,4	5,4	-2,7	-3,6	4,3	5,9	16,7	50,9	31,3	9,9	-39,6	May	
21,3	5,5	5,6	9,3	-1,0	5,6	13,1	-14,8	89,8	94,8	10,4	18,9	Jun	
13,2	5,9	5,7	5,2	-2,3	4,8	4,9	-19,2	38,4	37,6	10,2	9,2	Jul	
-21,4	5,7	5,8	5,7	-0,9	3,7	-0,4	-0,3	0,6	-5,8	10,0	-36,6	Ago	
14,3	5,9	5,8	2,3	0,2	19,6	5,2	20,8	30,7	41,3	9,9	16,0	Sep	
17,6	5,7	5,9	6,1	-0,6	12,2	7,0	20,8	42,3	43,0	10,0	-34,7	Oct	
44,7	6,1	5,9	8,1	0,1	5,4	4,1	9,5	82,8	60,9	10,1	-10,3	Nov	
79,9	6,1	5,8	11,5	2,1	-1,7	31,9	-36,5	55,3	36,0	9,5	10,8	Dic	
1,5	5,2	5,8	2,0	-0,9	-1,4	20,0	5,7	45,0	41,0	8,7	-45,4	2000 Ene	
20,5	6,0	5,9	0,7	1,0	11,2	5,4	4,5	53,8	34,7	9,4	7,8	Feb	
33,2	6,4	6,3	-2,8	0,8	0,4	10,0	-13,4	94,1	61,9	9,7	-68,1	Mar	
39,5	6,5	6,3	-0,8	-0,4	14,5	9,6	-19,3	71,4	53,8	10,2	-22,5	Abr	
7,8	5,9	-	1,0	1,2	6,8	3,5	-12,4	48,5	26,4	10,1	-12,3	May ⁴⁾	

3) Los créditos incluyen préstamos y tenencias de valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro.

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

Cuadro 2.4 (cont.)

Agregados monetarios¹⁾

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

3. Saldos a fin de período desestacionalizados

									M3		Préstamos a otros residentes en la zona del euro (excluidas AAPP)	
					M2		Instrumentos negociables ⁴⁾		Total	Índice ²⁾	Total	Índice ²⁾
	M1		Otros depósitos a corto plazo ³⁾		Total	Índice ²⁾	Total	Índice ²⁾				
	Total	Índice ²⁾	Total	Índice ²⁾								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998 Oct	1.678,4	94,48	2.087,9	98,07	3.766,4	96,44	633,4	115,20	4.399,8	98,75	5.006,8	98,02
Nov	1.695,8	95,41	2.098,4	98,51	3.794,2	97,10	609,9	110,82	4.404,1	98,80	5.048,9	98,89
Dic	1.719,6	96,78	2.110,2	99,12	3.829,9	98,06	574,6	104,51	4.404,5	98,85	5.066,2	99,42
1999 Ene	1.783,6	100,47	2.110,6	99,29	3.894,1	99,83	579,6	103,70	4.473,7	100,31	5.090,3	101,11
Feb	1.780,7	100,24	2.104,7	98,94	3.885,4	99,53	593,0	105,94	4.478,3	100,33	5.114,2	101,54
Mar	1.800,5	101,28	2.114,6	99,34	3.915,1	100,22	587,8	105,44	4.503,0	100,87	5.161,5	102,39
Abr	1.812,0	101,90	2.118,7	99,50	3.930,7	100,59	602,1	107,40	4.532,9	101,44	5.190,0	102,95
May	1.831,6	102,97	2.122,8	99,66	3.954,3	101,17	605,7	107,97	4.560,1	102,02	5.230,8	103,74
Jun	1.844,9	103,70	2.117,4	99,38	3.962,4	101,35	613,8	109,18	4.576,2	102,33	5.285,0	104,85
Jul	1.864,6	104,86	2.129,8	100,03	3.994,4	102,23	608,3	108,37	4.602,7	103,00	5.321,2	105,62
Ago	1.872,1	105,24	2.132,4	100,11	4.004,5	102,45	615,5	109,55	4.620,0	103,33	5.355,1	106,27
Sep	1.882,7	105,87	2.131,5	100,08	4.014,2	102,71	637,7	111,36	4.651,9	103,79	5.390,2	107,00
Oct	1.891,6	106,31	2.139,4	100,32	4.031,0	103,05	646,5	112,75	4.677,5	104,26	5.435,4	107,83
Nov	1.904,9	106,97	2.141,3	100,32	4.046,2	103,34	662,2	115,22	4.708,3	104,83	5.492,6	108,89
Dic	1.906,8	107,06	2.139,0	100,21	4.045,8	103,33	684,7	117,19	4.730,5	105,09	5.486,9	108,86
2000 Ene	1.948,7	109,36	2.122,2	99,38	4.070,9	103,92	690,0	117,32	4.760,9	105,62	5.538,1	109,79
Feb	1.974,7	110,81	2.130,4	99,84	4.105,2	104,83	696,0	118,32	4.801,1	106,54	5.600,8	111,05
Mar	1.992,7	111,75	2.135,6	100,02	4.128,4	105,36	713,5	121,07	4.841,8	107,36	5.665,4	112,27
Abr	2.008,3	112,51	2.139,7	100,09	4.148,1	105,74	757,8	120,98	4.905,9	107,67	5.735,1	113,51
May ⁵⁾	2.005,0	112,51	2.152,7	100,71	4.157,7	106,08	764,0	122,55	4.921,8	108,18	5.773,5	114,24

4. Flujos desestacionalizados⁵⁾

									M3		Préstamos a otros residentes en la zona del euro (excluidas AAPP)	
					M2		Instrumentos negociables ⁴⁾		Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)
	M1		Otros depósitos a corto plazo ³⁾		Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)				
	Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998 Oct	9,9	0,6	5,4	0,3	15,3	0,4	20,7	3,4	36,0	0,8	33,4	0,7
Nov	16,6	1,0	9,3	0,4	25,9	0,7	-24,1	-3,8	1,8	0,0	44,4	0,9
Dic	24,2	1,4	13,1	0,6	37,3	1,0	-34,7	-5,7	2,6	0,1	26,8	0,5
1999 Ene	65,6	3,8	3,5	0,2	69,1	1,8	-4,4	-0,8	64,7	1,5	86,3	1,7
Feb	-4,0	-0,2	-7,5	-0,4	-11,5	-0,3	12,5	2,2	1,0	0,0	21,5	0,4
Mar	18,5	1,0	8,4	0,4	26,9	0,7	-2,8	-0,5	24,1	0,5	42,8	0,8
Abr	11,0	0,6	3,5	0,2	14,5	0,4	10,9	1,9	25,5	0,6	28,6	0,6
May	19,1	1,1	3,5	0,2	22,5	0,6	3,2	0,5	25,7	0,6	39,8	0,8
Jun	12,9	0,7	-6,0	-0,3	6,9	0,2	6,8	1,1	13,7	0,3	55,6	1,1
Jul	20,8	1,1	13,7	0,6	34,5	0,9	-4,6	-0,7	30,0	0,7	38,8	0,7
Ago	6,7	0,4	1,7	0,1	8,4	0,2	6,6	1,1	15,0	0,3	33,1	0,6
Sep	11,1	0,6	-0,7	0,0	10,4	0,3	10,2	1,7	20,6	0,4	36,6	0,7
Oct	7,9	0,4	5,2	0,2	13,2	0,3	7,9	1,2	21,1	0,5	42,0	0,8
Nov	11,6	0,6	-0,1	0,0	11,5	0,3	14,2	2,2	25,7	0,5	53,4	1,0
Dic	1,7	0,1	-2,2	-0,1	-0,5	0,0	11,3	1,7	10,8	0,2	-1,3	0,0
2000 Ene	40,9	2,1	-17,8	-0,8	23,2	0,6	0,8	0,1	24,0	0,5	46,8	0,9
Feb	25,9	1,3	9,7	0,5	35,6	0,9	5,9	0,8	41,4	0,9	63,3	1,1
Mar	16,7	0,8	3,9	0,2	20,6	0,5	16,2	2,3	36,8	0,8	61,4	1,1
Abr	13,5	0,7	1,6	0,1	15,2	0,4	-0,5	-0,1	14,6	0,3	62,7	1,1
May ⁵⁾	0,1	0,0	13,1	0,6	13,2	0,3	9,8	1,3	23,0	0,5	37,1	0,6

Fuente: BCE.

1) Véase página 14*, nota 1.

2) Véase página 14*, nota 2. Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

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

4) Instrumentos negociables incluyen cesiones temporales, participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario, además de valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.

5) Véase página 15*, nota 4.

Cuadro 2.5

Saldo de créditos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión¹⁾

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

1. Créditos a sectores no financieros distintos de las AAPP

	Empresas no financieras ²⁾				Hogares ²⁾										Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares ²⁾
					Crédito al consumo ³⁾			Crédito para compra de vivienda ³⁾			Otras finalidades				
		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		15
1998 II	2.200,5	785,1	320,8	1.094,6	2.373,6	78,2	121,8	190,2	28,4	49,7	1.344,7	113,9	79,2	367,6	37,5
III	2.223,6	775,1	324,3	1.124,3	2.420,4	80,2	126,0	195,1	28,9	48,6	1.379,3	111,8	86,6	364,0	36,8
IV	2.286,8	813,3	316,2	1.157,3	2.479,6	84,6	128,4	199,8	28,2	42,0	1.419,6	114,3	82,0	380,7	36,9
1999 I	2.258,7	818,7	338,5	1.101,4	2.527,5	86,5	147,6	187,3	15,4	66,9	1.464,0	135,5	99,3	325,1	35,8
II	2.330,1	844,0	352,6	1.133,5	2.593,0	84,6	152,8	192,9	18,7	63,7	1.513,6	138,3	99,2	329,1	35,8
III	2.344,9	831,5	362,3	1.151,2	2.653,5	86,2	155,6	195,3	19,5	64,3	1.561,4	136,2	97,8	337,3	36,2
IV	2.417,7	857,9	372,8	1.186,9	2.718,2	88,7	154,5	194,2	19,9	60,4	1.619,2	142,1	100,2	339,0	37,4
2000 I ^(p)	2.491,1	892,3	389,6	1.209,2	2.768,0	90,2	160,9	197,9	20,2	59,5	1.654,0	140,6	100,8	344,0	39,1

2. Créditos a instituciones financieras no monetarias

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾				Empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾			
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	16	17	18	19	20	21	22	23
1998 II	246,3	148,1	51,4	46,8	23,4	16,4	2,1	4,8
III	247,5	143,3	54,2	50,0	35,2	27,2	2,4	5,6
IV	264,0	158,0	52,9	53,0	27,8	19,0	2,5	6,3
1999 I	300,3	183,6	54,8	61,8	35,9	27,0	3,0	5,9
II	306,0	192,0	52,3	61,7	40,3	28,8	2,7	8,8
III	298,7	181,1	53,3	64,3	41,7	32,9	2,8	6,0
IV	314,8	190,4	54,6	69,7	29,2	20,6	2,7	5,9
2000 I ^(p)	331,8	203,3	55,9	72,7	32,8	21,6	3,9	7,3

3. Créditos a las AAPP

	AAPP ²⁾										
	Administración Central ⁴⁾	Otras AAPP									
		Administración Regional					Administración Local				Administraciones de Seguridad Social
		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años			
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
1998 II	830,1	219,1	271,8	8,6	15,6	247,6	333,5	19,9	13,0	300,6	5,6
III	831,5	216,5	273,7	7,8	14,2	251,7	326,1	18,3	11,2	296,7	15,3
IV	841,7	201,6	291,2	11,4	13,5	266,3	334,9	18,9	10,9	305,2	14,0
1999 I	837,2	220,7	276,7	12,1	20,9	243,7	327,4	19,4	12,5	295,5	12,4
II	836,9	212,0	279,2	11,5	20,5	247,1	328,4	20,0	10,9	297,5	17,3
III	829,8	206,2	278,4	10,1	21,3	247,0	328,4	19,8	10,4	298,2	16,8
IV	844,0	199,9	289,9	15,0	22,1	252,7	338,7	20,5	11,8	306,4	15,6
2000 I ^(p)	833,0	197,0	288,5	13,2	24,0	251,3	332,1	19,9	10,7	301,5	15,5

Fuente: BCE.

1) No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Los datos son parcialmente estimados.

2) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: Empresas no financieras: S11; hogares: S14; instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares: S15; intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones (correspondiente al sector otros intermediarios financieros del SEC 95), S123 (incluidos auxiliares financieros, S124); empresas de seguros y fondos de pensiones: S125; AAPP: S13.

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

4) No se dispone de desglose por plazos de los créditos a la Administración Central.

Cuadro 2.6

Saldo de depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento¹⁾

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

1. Depósitos mantenidos por sectores no financieros distintos de AAPP

	Empresas no financieras ²⁾					Hogares ²⁾				
	1	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	6	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales
		2	3	4	5		7	8	9	10
1998 II	704,9	390,1	245,4	26,5	42,9	3.256,4	768,4	1.120,7	1.311,8	55,6
III	705,6	392,2	250,5	25,4	37,5	3.225,1	745,6	1.111,0	1.311,6	56,8
IV	743,2	435,6	252,4	25,6	29,5	3.313,1	794,1	1.116,4	1.355,0	47,7
1999 I	726,1	393,2	285,9	23,5	23,5	3.222,5	797,3	1.110,7	1.275,0	39,5
II	739,0	425,9	263,7	25,7	23,7	3.237,1	841,3	1.082,5	1.280,7	32,6
III	743,3	427,3	268,4	25,4	22,1	3.232,1	843,5	1.075,4	1.279,2	33,9
IV	768,2	443,6	279,3	23,8	21,5	3.299,3	870,1	1.098,7	1.291,1	39,4
2000 I ^(p)	781,0	444,0	288,9	24,5	23,6	3.292,3	886,3	1.093,9	1.269,6	42,5

2. Depósitos mantenidos por instituciones financieras no monetarias

	Intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾					Empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾				
	1	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	6	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales
		2	3	4	5		7	8	9	10
1998 II	248,8	70,3	79,5	10,7	88,2	402,7	26,6	358,8	4,7	12,6
III	254,1	68,6	77,8	10,3	97,4	408,3	24,8	363,1	4,4	16,0
IV	259,2	79,1	83,4	9,3	87,3	410,9	28,6	367,5	4,6	10,2
1999 I	375,5	127,4	141,9	4,7	101,5	424,9	32,0	379,1	3,0	10,8
II	400,1	132,9	164,9	4,7	97,6	429,9	36,4	379,5	3,3	10,7
III	390,1	122,0	172,4	5,2	90,4	435,2	31,8	388,6	3,3	11,5
IV	397,8	142,6	181,2	4,7	69,3	446,3	32,0	399,2	3,3	11,9
2000 I ^(p)	433,7	157,6	178,7	5,6	91,8	456,5	34,2	405,9	3,2	13,1

3. Depósitos mantenidos por las AAPP

	AAPP ²⁾																
	1	Admi- nistración Central	Otras AAPP														
			Administración Regional						Administración Local					Administraciones de Seguridad Social			
			Depó- sitos a la vista	Depó- sitos a plazo	Depó- sitos disponi- bles con preaviso	Cesio- nes tempo- rales		Depó- sitos a la vista	Depó- sitos a plazo	Depó- sitos disponi- bles con preaviso	Cesio- nes tempo- rales		Depó- sitos a la vista	Depó- sitos a plazo	Depó- sitos disponi- bles con preaviso	Cesio- nes tempo- rales	
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17			
1998 II	285,5	147,3	51,1	7,4	43,5	0,1	0,1	45,7	21,8	19,3	3,4	1,2	41,3	15,0	23,8	1,3	1,2
III	297,0	156,4	52,7	7,8	44,6	0,1	0,2	47,2	21,7	20,3	3,5	1,6	40,8	14,3	23,7	1,3	1,5
IV	299,4	149,7	53,7	10,1	43,5	0,1	0,1	52,8	25,7	22,3	3,5	1,2	43,1	12,9	28,3	1,1	0,8
1999 I	253,8	133,4	25,6	7,4	17,9	0,1	0,2	52,9	24,1	23,9	3,2	1,7	41,9	14,3	25,6	1,0	1,0
II	254,5	124,9	27,3	8,1	18,9	0,2	0,1	54,3	26,1	24,1	3,4	0,7	47,9	18,2	27,6	1,1	1,0
III	262,0	133,2	27,8	8,7	18,7	0,1	0,2	54,4	24,5	25,4	3,3	1,1	46,6	17,1	27,2	0,9	1,5
IV	280,7	142,0	31,6	10,2	21,1	0,1	0,2	59,0	27,1	27,2	3,4	1,2	48,1	16,0	30,6	0,7	0,7
2000 I ^(p)	267,8	128,7	28,7	8,3	20,2	0,1	0,1	58,5	25,6	27,5	3,3	2,1	51,9	18,3	31,9	0,7	1,1

Fuente: BCE.

1) No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Los datos son parcialmente estimados.

2) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: Empresas no financieras: S11; hogares: S14; (incluidas instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares: S15); intermediarios financieros no monetarios, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones (correspondiente al sector otros intermediarios financieros del SEC 95), S123 (incluidos auxiliares financieros, S124); empresas de seguros y fondos de pensiones: S125; AAPP: S13.

Cuadro 2.7

Saldo de los principales activos y pasivos de las IFM frente a no residentes en la zona del euro¹⁾

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

1. Eurosistema²⁾

	Préstamos a no residentes				Valores distintos de acciones emitidos por no residentes				Acciones y participaciones emitidas por no residentes			Depósitos mantenidos por no residentes			
	1	Bancos 3)4)	No bancos		5	Bancos 3)	No bancos		9	Bancos 3)	Otros	12	Bancos 3)	No bancos	
			AAPP	Otros			AAPP	Otros						AAPP	Otros
	2	3	4	6	7	8	10	11	13	14	15				
1998 II	93,7	77,3	12,9	3,4	91,6	9,3	80,9	1,5	1,0	0,3	0,8	14,4	9,1	5,0	0,3
III	78,7	70,4	4,4	3,9	94,0	3,0	89,8	1,2	0,6	0,1	0,5	10,3	9,5	0,4	0,4
IV	84,4	71,6	11,6	1,1	120,8	2,3	116,2	2,3	0,6	0,1	0,5	12,8	12,1	0,4	0,4
1999 I	108,4	97,1	8,4	2,9	185,4	3,9	178,7	2,9	0,4	0,1	0,3	91,9	89,6	0,4	1,8
II	191,4	174,7	13,1	3,7	175,2	4,5	166,9	3,8	0,4	0,1	0,3	165,2	162,8	0,2	2,2
III	108,1	99,0	6,8	2,3	176,2	4,0	168,1	4,1	0,4	0,1	0,3	82,6	80,6	0,4	1,5
IV	59,6	45,6	7,4	6,6	193,9	5,7	184,4	3,8	0,6	0,1	0,5	43,2	39,8	0,3	3,2
2000 I ^(p)	92,9	81,8	8,9	2,2	199,7	4,8	189,2	5,7	0,5	0,1	0,4	68,3	66,7	0,2	1,4

2. IFM, excluyendo el Eurosistema

	Préstamos a no residentes				Valores distintos de acciones emitidos por no residentes				Acciones y participaciones emitidas por no residentes			Depósitos mantenidos por no residentes				
	1	2	Bancos ³⁾⁴⁾		5	6	Bancos ³⁾		9	10	11	12	13	Bancos ³⁾		15
			AAPP	Otros			AAPP	Otros						AAPP	Otros	
1998 II	1.336,5	963,3	65,9	307,4	282,0	81,2	92,0	108,8	56,6	16,9	39,7	1.487,2	1.123,2	61,6	302,4	
III	1.323,6	949,8	68,7	305,1	271,1	66,6	84,1	120,4	57,6	23,0	34,7	1.485,9	1.159,3	34,0	292,7	
IV	1.253,0	889,8	70,7	292,5	272,4	64,5	89,4	118,5	55,2	21,9	33,3	1.501,9	1.139,6	39,2	323,0	
1999 I	1.267,2	896,0	61,1	310,1	300,1	71,5	105,6	123,0	58,5	22,3	36,1	1.618,1	1.204,4	70,8	342,9	
II	1.248,2	849,8	63,9	334,4	320,7	78,3	104,1	138,3	75,2	32,5	42,7	1.666,6	1.215,6	63,1	387,9	
III	1.254,4	850,5	64,5	339,4	319,6	87,6	90,0	142,0	77,6	37,7	39,9	1.688,5	1.230,2	62,6	395,7	
IV	1.277,2	862,8	64,8	349,6	340,1	94,0	89,6	156,5	80,1	37,4	42,7	1.773,5	1.278,4	72,0	423,1	
2000 I ^(p)	1.330,7	890,2	66,2	374,2	370,6	103,4	98,9	168,3	99,1	45,4	53,7	1.986,1	1.437,9	71,1	477,1	

3. IFM, incluyendo el Eurosistema

	Préstamos a no residentes				Valores distintos de acciones emitidos por no residentes				Acciones y participaciones emitidas por no residentes			Depósitos mantenidos por no residentes					
	Bancos ³⁾⁴⁾		No bancos		5	Bancos ³⁾		No bancos		9	Bancos ³⁾	Otros	12	Bancos ³⁾		No bancos	
	1	2	3	4		AAPP	Otros	AAPP	Otros					AAPP	Otros		
																13	14	15
1998	II	1.430,2	1.040,6	78,8	310,8	373,6	90,4	172,9	110,3	57,7	17,2	40,5	1.501,6	1.132,3	66,5	302,8	
	III	1.402,3	1.020,2	73,1	309,0	365,1	69,7	173,8	121,6	58,2	23,0	35,1	1.496,2	1.168,8	34,3	293,1	
	IV	1.337,4	961,5	82,3	293,6	393,2	66,8	205,6	120,8	55,8	22,0	33,8	1.514,7	1.151,7	39,6	323,4	
1999	I	1.375,6	993,1	69,5	313,0	485,5	75,4	284,3	125,9	58,8	22,4	36,4	1.710,0	1.294,0	71,3	344,7	
	II	1.439,6	1.024,5	77,0	338,1	495,9	82,7	271,0	142,1	75,6	32,5	43,0	1.831,8	1.378,4	63,3	390,1	
	III	1.362,5	949,5	71,3	341,7	495,8	91,6	258,1	146,1	78,0	37,8	40,2	1.771,0	1.310,8	63,0	397,2	
	IV	1.336,9	908,5	72,2	356,2	534,0	99,7	273,9	160,3	80,7	37,5	43,2	1.816,8	1.318,2	72,3	426,3	
2000	I ^(p)	1.423,5	972,0	75,1	376,4	570,3	108,2	288,1	174,0	99,6	45,5	54,1	2.054,4	1.504,6	71,3	478,5	

Fuente: BCE.

1) No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Los datos son parcialmente estimados.

2) La aplicación de nuevas normas sobre declaración de datos a partir de enero de 1999 hizo que se produjeran rupturas importantes en las series en el primer trimestre de ese año.

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 depósitos colocados por IFM con bancos situados fuera de la zona del euro.

Cuadro 2.8

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

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

Saldos de pasivos

1. Depósitos colocados por residentes en la zona del euro

	Emitidos por IFM								Emitidos por no IFM							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 II	3.280,8	2.937,1	39,2	304,5	213,9	20,9	42,9	26,9	4.897,6	4.742,9	18,7	135,9	99,5	15,8	10,2	10,5
III	3.310,6	2.932,0	41,1	337,4	234,1	27,1	44,2	32,0	4.889,2	4.736,7	19,7	132,7	95,2	12,7	13,7	11,2
IV	3.405,4	3.024,3	41,3	339,8	237,7	27,3	50,3	24,5	5.025,5	4.878,3	19,9	127,2	91,2	13,2	13,2	9,7
1999 I	3.877,0	3.453,2	49,1	374,6	263,6	27,1	54,5	29,4	5.002,5	4.850,6	23,7	128,1	89,2	14,2	14,5	10,2
II	4.111,3	3.712,2	44,0	355,0	252,8	27,0	51,5	23,6	5.059,6	4.899,3	25,7	134,6	96,6	15,0	12,5	10,5
III	3.836,7	3.430,1	46,0	360,6	253,4	30,0	56,1	21,0	5.061,5	4.901,1	25,8	134,6	95,9	16,3	11,9	10,4
IV	3.856,9	3.448,1	42,4	366,4	258,1	33,9	54,1	20,2	5.191,3	5.027,2	24,0	140,1	100,8	17,3	11,5	10,5
2000 I ^(p)	3.915,6	3.482,9	51,3	381,4	263,1	38,8	59,6	19,8	5.230,1	5.056,7	28,4	145,1	105,5	17,2	11,7	10,6

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

	Emitidos por bancos ³⁾								Emitidos por no bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 II	1.132,3	460,7	121,4	550,3	425,7	40,9	49,9	33,7	372,7	147,8	32,6	192,3	140,3	18,9	11,6	21,5
III	1.168,8	464,3	127,3	577,2	443,6	47,5	54,1	32,0	330,8	143,1	28,8	158,9	122,3	13,8	11,2	11,6
IV	1.151,7	455,3	123,5	572,9	438,1	56,1	52,6	26,1	366,4	154,5	33,2	178,6	131,3	22,8	12,1	12,5
1999 I	1.294,0	556,5	128,4	609,2	470,4	52,9	53,1	32,7	415,2	178,1	36,8	200,3	149,2	24,2	12,9	13,9
II	1.378,4	613,9	135,3	629,2	501,2	39,2	52,3	36,5	453,2	193,3	40,9	219,0	168,0	24,5	11,7	14,8
III	1.310,8	553,8	130,1	626,9	495,6	43,9	53,5	33,9	458,8	199,8	43,4	215,7	161,9	27,5	11,4	14,8
IV	1.318,2	539,0	120,9	658,3	526,0	48,8	50,7	32,8	498,5	214,0	46,7	237,9	183,4	27,3	13,0	14,2
2000 I ^(p)	1.504,6	597,4	155,5	751,6	588,7	63,9	64,4	34,7	549,8	236,8	54,3	258,7	198,3	32,6	12,5	15,3

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

	Valores distintos de acciones y participaciones								Instrumentos del mercado monetario							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 II	2.053,9	1.833,8	22,5	197,6	112,7	37,6	30,6	16,7	160,2	144,2	0,7	15,3	10,9	1,8	1,2	1,3
III	2.105,7	1.891,4	26,0	188,3	105,3	33,9	33,4	15,8	166,1	147,9	0,6	17,6	15,5	1,0	0,7	0,3
IV	2.121,3	1.903,5	27,7	190,1	106,6	35,4	33,2	15,0	169,4	155,4	0,6	13,4	11,3	0,9	1,1	0,1
1999 I	2.199,2	1.967,3	26,7	205,3	119,5	35,4	35,2	15,1	185,4	169,8	0,8	14,9	12,6	0,8	1,3	0,2
II	2.274,3	2.026,8	32,2	215,3	125,7	35,4	37,1	17,0	188,1	170,3	1,4	16,5	13,8	1,1	1,5	0,2
III	2.334,5	2.079,9	33,8	220,9	127,7	38,5	37,2	17,4	207,4	187,8	1,2	18,4	13,3	2,7	2,2	0,2
IV	2.368,6	2.108,4	35,2	225,0	128,0	42,4	36,9	17,6	245,4	220,5	1,5	23,4	17,2	3,6	2,3	0,4
2000 I ^(p)	2.426,2	2.144,6	37,5	244,1	136,1	49,2	36,7	22,2	246,2	221,8	1,7	22,7	15,8	4,2	2,0	0,7

Fuente: BCE.

1) No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Los datos son parcialmente estimados.

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.

Saldos de activos

4. Préstamos a residentes en la zona del euro

	IFM								No IFM							
	Total monedas	Total							Total monedas	Total						
		Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras		Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 II	3.336,7	-	-	-	-	-	-	-	5.707,9	5.545,5	25,3	137,0	80,8	13,5	38,4	4,4
III	3.355,3	-	-	-	-	-	-	-	5.792,7	5.630,4	26,3	136,0	77,7	12,7	42,8	2,9
IV	3.386,1	-	-	-	-	-	-	-	5.937,5	5.764,0	26,6	147,0	79,0	15,4	48,8	3,8
1999 I	3.865,2	-	-	-	-	-	-	-	5.995,5	5.798,9	20,2	176,4	99,9	18,3	53,7	4,5
II	4.098,8	-	-	-	-	-	-	-	6.142,1	5.931,2	21,3	189,6	108,9	19,5	57,9	3,2
III	3.820,5	-	-	-	-	-	-	-	6.204,9	5.985,0	23,3	196,6	106,9	23,9	61,6	4,2
IV	3.842,1	-	-	-	-	-	-	-	6.364,9	6.132,6	22,3	210,0	114,7	28,3	62,4	4,6
2000 I ^(p)	3.923,9	-	-	-	-	-	-	-	6.498,8	6.232,9	32,0	234,0	128,1	34,7	67,0	4,2

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							Total monedas	Total						
		Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras		Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 II	683,9	656,0	5,9	22,0	13,8	2,5	1,1	4,6	1.430,3	1.389,7	8,6	32,0	15,6	6,4	2,5	7,6
III	706,8	679,7	7,2	20,0	12,9	2,9	1,4	2,9	1.416,1	1.380,3	10,2	25,6	14,0	7,0	2,3	2,3
IV	722,4	680,9	17,8	23,6	15,8	3,6	1,8	2,5	1.377,8	1.340,9	10,6	26,3	14,7	8,2	2,3	1,1
1999 I	762,3	726,7	7,8	27,9	18,3	5,6	1,3	2,7	1.419,1	1.386,6	3,9	28,5	15,4	10,2	2,0	0,9
II	801,7	767,6	6,5	27,6	18,3	5,2	1,1	3,0	1.429,0	1.398,8	3,2	26,9	13,6	10,2	2,1	1,1
III	829,4	795,4	6,8	27,2	17,8	5,1	1,7	2,6	1.442,9	1.412,7	3,1	27,1	13,0	10,4	2,2	1,6
IV	828,5	793,9	7,3	27,3	18,2	4,8	2,3	2,0	1.436,1	1.403,6	5,4	27,1	12,7	10,3	1,9	2,2
2000 I ^(p)	872,6	835,0	10,7	26,9	17,4	4,9	2,0	2,7	1.442,0	1.410,1	4,7	27,2	13,3	10,9	2,0	1,0

6. Préstamos a no residentes en la zona del euro

	Bancos ³⁾								No bancos							
	Total monedas	Total							Total monedas	Total						
		Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras		Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 II	1.040,6	417,6	84,9	538,1	409,3	62,8	28,7	37,3	386,3	181,5	20,9	183,9	162,9	4,6	11,1	5,3
III	1.020,2	419,3	98,3	502,6	365,2	67,5	26,7	43,2	378,8	174,7	24,5	179,6	156,5	5,3	11,9	5,9
IV	961,5	371,7	74,1	515,7	375,8	74,7	27,0	38,1	372,6	148,1	26,8	197,8	171,6	8,3	13,3	4,5
1999 I	993,1	457,8	76,3	459,0	325,1	62,3	27,2	44,4	384,4	134,1	29,0	221,4	193,7	7,7	14,4	5,6
II	1.024,5	474,4	80,5	469,6	349,1	52,9	26,2	41,4	417,2	139,9	35,0	242,3	211,7	8,0	16,3	6,3
III	949,5	428,1	78,4	442,9	320,3	54,1	28,3	40,2	413,6	143,4	36,9	233,3	198,7	10,8	18,0	5,8
IV	908,5	388,9	74,9	444,6	323,4	53,9	30,0	37,4	431,8	138,6	39,6	253,5	217,0	11,1	18,8	6,7
2000 I ^(p)	972,0	426,8	90,5	454,7	322,7	58,1	33,2	40,7	455,4	145,7	40,0	269,7	229,7	13,7	20,0	6,3

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

	Emitidos por bancos ³⁾								Emitidos por no bancos							
	Total monedas	Total							Total monedas	Total						
		Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras		Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 II	90,4	18,1	5,3	67,1	38,6	4,5	0,7	23,3	278,0	49,3	25,9	202,7	141,3	20,4	3,8	37,3
III	69,7	20,3	-4,3	53,7	39,7	5,2	1,0	7,8	290,2	41,5	31,5	217,2	161,1	30,1	4,4	21,6
IV	66,8	19,6	5,6	41,5	28,1	4,9	0,8	7,6	321,2	48,1	31,0	242,1	182,2	35,7	4,2	19,8
1999 I	75,4	19,5	5,6	50,3	35,0	5,3	0,9	9,1	409,8	52,4	31,0	326,4	255,1	37,2	4,3	29,7
II	82,7	21,7	6,4	54,7	39,2	5,6	1,2	8,8	412,9	66,7	33,8	312,3	247,8	37,1	4,9	22,5
III	91,6	33,9	6,1	51,5	38,1	5,9	1,0	6,5	403,6	80,5	30,9	292,2	237,4	33,5	4,5	16,8
IV	99,7	38,0	7,2	54,5	39,5	6,9	1,0	7,1	433,0	91,3	31,4	310,4	253,2	34,4	4,7	18,1
2000 I ^(p)	108,2	39,7	7,0	61,6	45,8	6,5	1,0	8,2	460,2	85,7	34,5	340,0	274,0	39,2	6,1	20,7

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

Cuadro 3.1

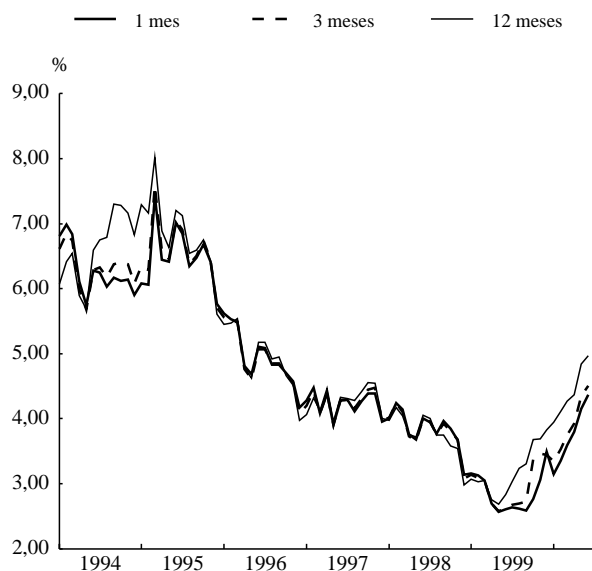
Tipos de interés del mercado monetario¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ⁴⁾					Estados Unidos ⁵⁾	Japón ⁶⁾
	Depósitos a 1 día ²⁾ ³⁾	Depósitos a 1 mes ³⁾	Depósitos a 3 meses ⁵⁾	Depósitos a 6 meses ⁵⁾	Depósitos a 12 meses ⁵⁾	Depósitos a 3 meses	Depósitos a 3 meses
	1	2	3	4	5	6	7
1995	5,62	6,51	6,59	6,68	6,86	6,04	1,23
1996	4,04	4,95	4,92	4,89	4,93	5,51	0,57
1997	3,98	4,23	4,24	4,25	4,28	5,76	0,62
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
1999 Jun	2,56	2,61	2,63	2,68	2,84	5,18	0,10
Jul	2,52	2,63	2,68	2,90	3,03	5,31	0,11
Ago	2,44	2,61	2,70	3,05	3,24	5,45	0,09
Sep	2,43	2,58	2,73	3,11	3,30	5,57	0,10
Oct	2,50	2,76	3,38	3,46	3,68	6,18	0,25
Nov	2,94	3,06	3,47	3,48	3,69	6,10	0,30
Dic	3,04	3,49	3,44	3,51	3,83	6,13	0,33
2000 Ene	3,04	3,15	3,34	3,56	3,95	6,04	0,15
Feb	3,28	3,36	3,54	3,73	4,11	6,10	0,13
Mar	3,51	3,59	3,75	3,94	4,27	6,20	0,14
Abr	3,69	3,80	3,93	4,09	4,37	6,31	0,12
May	3,92	4,15	4,35	4,53	4,84	6,75	0,10
Jun	4,29	4,37	4,50	4,68	4,96	6,79	0,13
2000 Jun 2	4,16	4,28	4,47	4,65	4,96	6,85	0,10
9	4,33	4,43	4,55	4,75	5,04	6,81	0,11
16	4,24	4,36	4,48	4,63	4,91	6,78	0,11
23	4,51	4,42	4,53	4,70	5,01	6,77	0,14
30	4,75	4,42	4,55	4,78	5,04	6,77	0,23

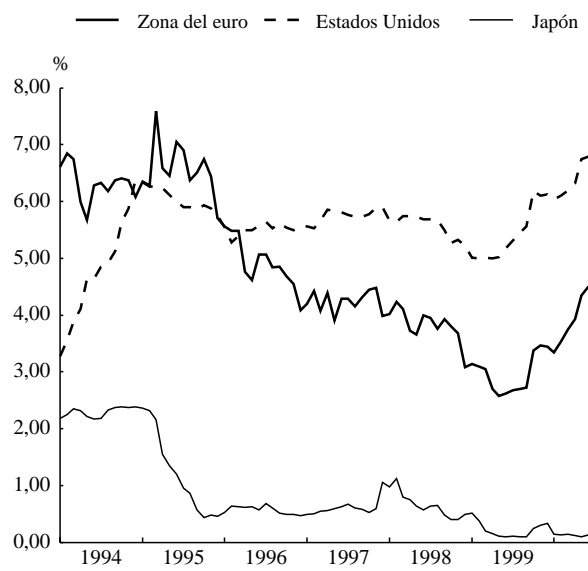
Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro

(mensual)



Tipos a 3 meses del mercado monetario

(mensual)



Fuentes: Reuters y BCE.

1) Los tipos mensuales y anuales son medias del período, excepto el tipo a un día hasta diciembre de 1998.

2) Hasta diciembre de 1998, tipos ofrecidos en la toma de depósitos. A partir de enero de 1999, la columna 1 recoge el índice medio a un día para la zona del euro (EONIA).

3) Hasta diciembre de 1998, datos fin de período; a partir de entonces, medias del período.

4) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

5) A partir de enero de 1999, tipos interbancarios de oferta de la zona del euro (EURIBOR). Hasta diciembre de 1998, tipos de oferta en el interbancario de Londres (LIBOR) cuando se dispone de ellos.

6) Tipos de oferta en el interbancario de Londres (LIBOR).

Cuadro 3.2

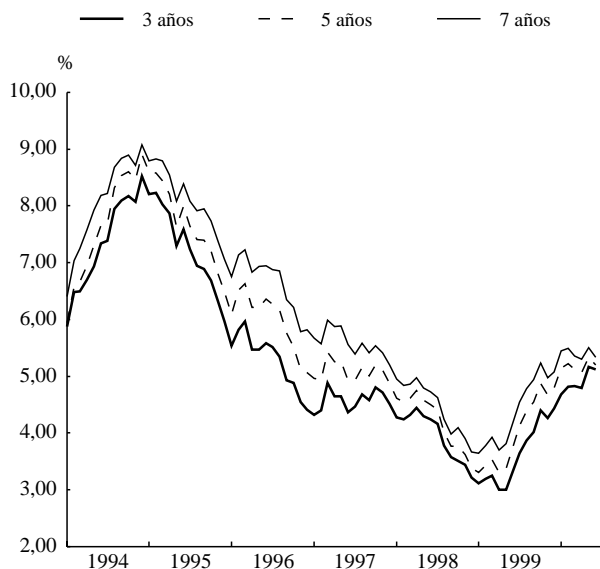
Rendimientos de la deuda pública¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ²⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
1995	5,69	5,97	6,48	7,06	8,73	6,69	3,32
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	7,23	6,54	3,03
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,99	6,45	2,15
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
1999 Jun	3,09	3,34	3,77	4,20	4,53	5,90	1,60
Jul	3,30	3,64	4,13	4,55	4,86	5,80	1,69
Ago	3,56	3,87	4,39	4,78	5,06	5,94	1,89
Sep	3,66	4,02	4,55	4,94	5,24	5,91	1,75
Oct	4,07	4,40	4,87	5,23	5,47	6,10	1,78
Nov	3,99	4,27	4,67	4,97	5,18	6,03	1,81
Dic	4,18	4,43	4,79	5,07	5,30	6,26	1,73
2000 Ene	4,38	4,68	5,14	5,44	5,70	6,66	1,71
Feb	4,55	4,82	5,23	5,49	5,66	6,52	1,83
Mar	4,59	4,83	5,12	5,35	5,49	6,26	1,81
Abr	4,58	4,79	5,06	5,30	5,41	6,00	1,75
May	5,00	5,16	5,34	5,51	5,52	6,42	1,71
Jun	5,02	5,12	5,19	5,33	5,35	6,10	1,69
2000 Jun 2	4,93	5,04	5,10	5,25	5,26	6,12	1,68
9	5,12	5,18	5,22	5,33	5,33	6,12	1,66
16	4,91	5,02	5,10	5,26	5,27	5,97	1,63
23	5,10	5,22	5,30	5,43	5,44	6,19	1,69
30	5,07	5,16	5,23	5,39	5,41	6,03	1,75

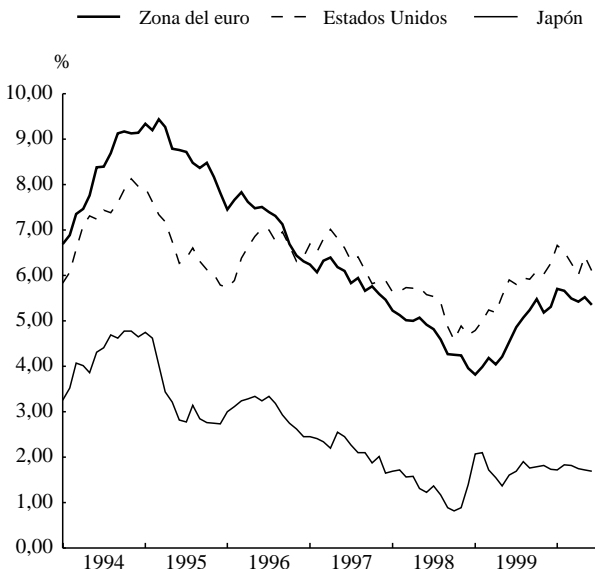
Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensual)



Rendimientos de la deuda pública a 10 años

(mensual)



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

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

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

Cuadro 3.3

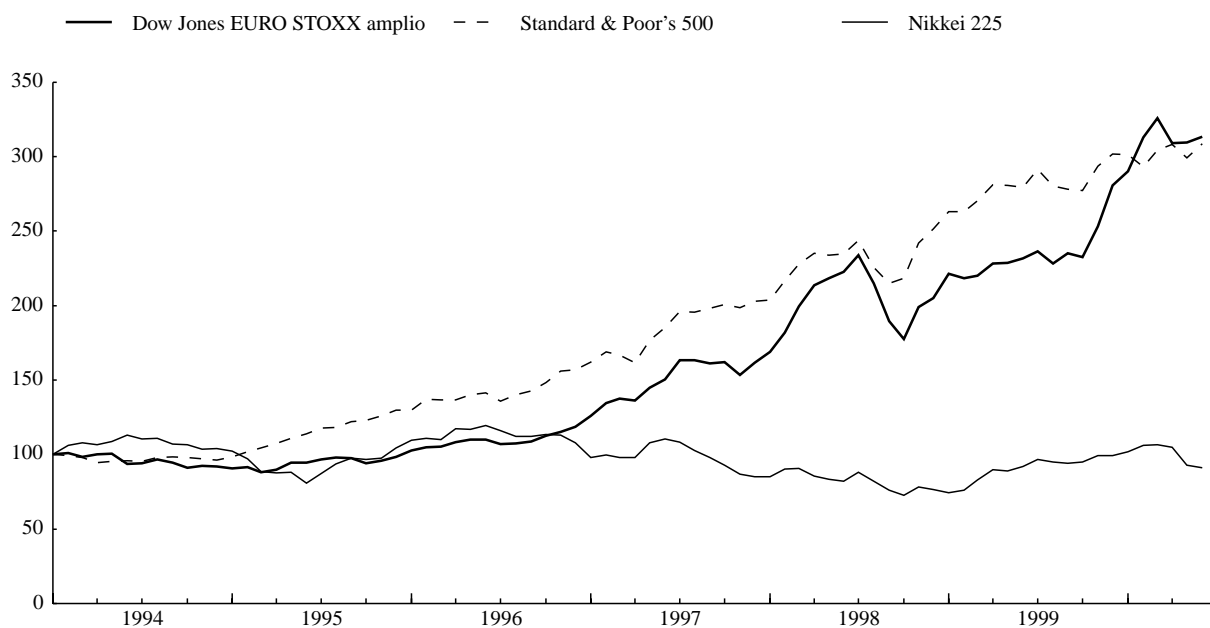
Índices de los mercados bursátiles

(niveles del índice en puntos)¹⁾

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Industrial	Tecnología	Gas, agua, electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	130,5	1.388,1	150,6	127,9	141,1	131,2	117,0	124,5	146,0	132,3	161,9	166,4	542,2	17.363,4
1996	151,6	1.657,5	181,1	146,8	180,6	159,5	129,9	134,7	150,0	166,3	202,4	230,2	671,2	21.061,7
1997	207,6	2.319,6	233,4	191,9	231,9	227,3	184,4	168,0	227,7	205,5	324,4	301,8	873,9	18.373,4
1998	280,5	3.076,3	257,9	245,0	295,5	249,3	281,3	218,4	333,6	282,1	487,7	348,6	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	306,0	718,8	392,8	1.327,8	16.829,9
1999 Jun	321,7	3.749,5	279,8	265,9	327,3	299,0	288,5	284,4	440,2	300,3	694,1	377,6	1.322,6	17.136,0
Jul	328,1	3.846,2	294,7	265,5	330,4	316,0	289,6	294,5	481,6	302,3	687,0	392,9	1.381,0	18.008,6
Ago	316,8	3.691,3	302,1	251,2	319,3	314,7	279,2	288,8	455,2	289,8	649,7	380,3	1.327,5	17.670,3
Sep	325,9	3.772,8	294,3	257,5	328,7	312,3	289,8	297,8	480,8	296,1	683,3	383,3	1.318,2	17.532,8
Oct	322,4	3.742,6	282,7	253,2	321,5	295,4	290,9	294,4	489,0	281,9	695,7	395,5	1.312,6	17.697,9
Nov	351,2	4.160,0	294,9	265,0	333,2	305,7	310,3	314,7	589,9	297,4	836,2	427,1	1.391,6	18.440,3
Dic	389,1	4.590,1	334,6	288,4	327,7	307,4	318,6	366,0	755,7	311,7	1.051,7	398,2	1.429,0	18.430,6
2000 Ene	402,4	4.714,7	338,2	296,9	319,8	300,6	318,9	379,8	836,4	310,1	1.143,2	366,6	1.427,5	18.905,6
Feb	433,8	5.090,6	309,3	308,1	307,6	299,7	313,6	396,4	989,4	346,4	1.423,7	371,3	1.388,4	19.700,9
Mar	452,1	5.317,1	302,5	316,1	305,4	310,5	325,4	402,7	1.070,1	374,6	1.496,0	377,8	1.442,2	19.823,0
Abr	428,6	5.149,1	306,8	293,7	313,3	329,1	339,0	382,2	957,4	353,9	1.236,7	411,1	1.459,7	19.517,7
May	429,4	5.174,7	304,2	294,5	322,3	353,1	340,0	388,0	1.004,4	356,4	1.135,1	435,5	1.416,7	17.222,5
Jun	434,7	5.274,2	274,6	294,8	326,1	349,8	350,0	385,4	1.052,1	349,7	1.149,7	456,4	1.462,0	16.969,3
2000 Jun 2	444,7	5.428,3	285,1	301,8	320,3	352,8	349,3	395,1	1.082,5	369,8	1.223,4	450,3	1.477,3	16.800,1
9	437,4	5.293,0	282,8	296,1	322,7	347,6	348,5	392,8	1.070,2	359,4	1.168,7	435,2	1.456,9	16.861,9
16	435,1	5.281,6	268,0	293,3	329,0	348,1	352,5	387,6	1.055,1	348,0	1.152,3	452,4	1.464,5	16.318,3
23	432,0	5.240,6	261,9	292,5	328,1	353,3	346,6	381,1	1.076,3	340,3	1.115,0	472,6	1.441,5	16.963,2
30	424,6	5.145,4	273,3	286,2	331,4	348,0	354,1	368,5	993,5	337,5	1.075,1	484,9	1.454,6	17.411,1

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

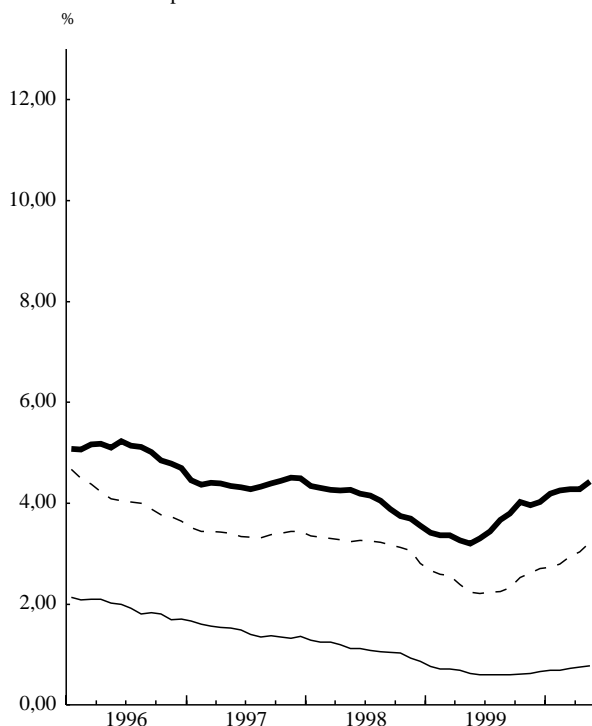
(en porcentaje; medias del período)

	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
1997	1,46	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,58	6,64	10,61	6,63
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,74	5,80	10,05	5,87
1999	0,65	2,44	2,45	3,57	2,15	2,76	5,66	5,10	9,38	5,29
1999 May	0,63	2,24	2,24	3,21	2,16	2,48	5,55	4,72	9,31	4,84
Jun	0,60	2,22	2,22	3,30	2,15	2,45	5,49	4,78	9,29	4,96
Jul	0,60	2,24	2,24	3,45	2,14	2,63	5,40	4,96	9,21	5,18
Ago	0,60	2,25	2,26	3,67	2,00	2,73	5,42	5,16	9,31	5,47
Sep	0,60	2,32	2,32	3,79	1,99	2,80	5,38	5,19	9,29	5,53
Oct	0,61	2,52	2,52	4,03	2,00	2,93	5,58	5,55	9,36	5,79
Nov	0,63	2,62	2,62	3,96	2,02	3,01	5,74	5,54	9,36	5,77
Dic	0,67	2,70	2,71	4,02	2,04	3,05	5,82	5,51	9,37	5,80
2000 Ene	0,69	2,74	2,74	4,19	2,05	3,18	5,92	5,74	9,51	6,03
Feb	0,70	2,79	2,80	4,25	2,06	3,18	6,01	5,84	9,52	6,13
Mar	0,72	2,95	2,95	4,28	2,07	3,33	6,09	5,84	9,54	6,10
Abr	0,76	3,04	3,04	4,27	2,09	3,44	6,26	5,99	9,62	6,12
May	0,78	3,22	3,22	4,43	2,10	3,65	6,42	6,16	9,70	6,30

Tipos de interés de los depósitos

(mensual)

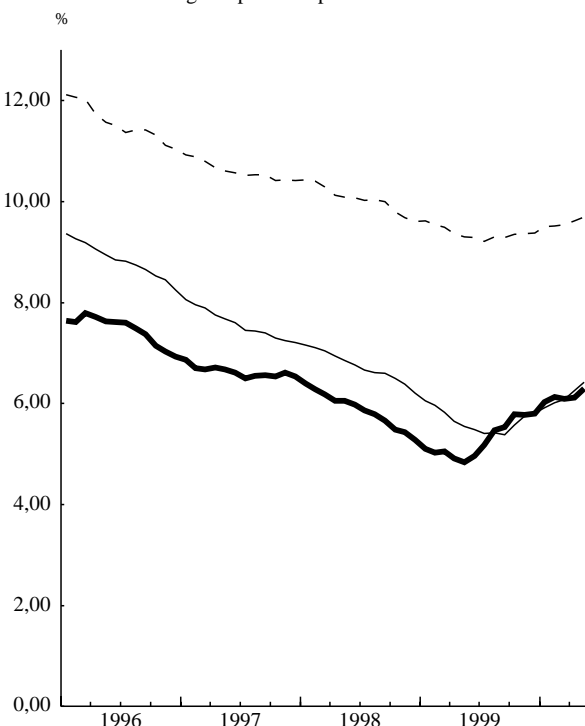
- A la vista
- - - A plazo hasta 1 año
- A plazo más de 2 años



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

Emissiones de valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda¹⁾²⁾

(mm de euros; operaciones realizadas durante el periodo y saldos a fin de periodo; valores nominales)

1. A corto plazo³⁾

	Emissiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ⁴⁾				En otras	
					Emissiones	Amortizaciones	Emissiones netas	Saldo vivo	Emissiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	217,0	200,1	16,8	579,0	212,0	196,0	16,0	554,8	5,0	4,1
May	172,0	172,5	-0,5	579,0	165,4	167,7	-2,2	552,6	6,6	4,8
Jun	175,7	187,1	-11,4	567,4	169,8	182,4	-12,7	540,3	5,9	4,7
Jul	209,8	212,1	-2,3	563,5	203,3	205,9	-2,6	536,0	6,5	6,2
Ago	181,8	164,7	17,2	581,7	175,0	159,0	16,0	552,1	6,8	5,6
Sep	192,1	188,2	4,0	585,5	185,0	183,3	1,7	553,2	7,1	4,8
Oct	198,3	189,9	8,4	596,1	192,3	182,9	9,4	563,1	6,0	7,0
Nov	195,0	176,6	18,4	615,1	187,6	169,9	17,7	580,7	7,5	6,7
Dic	171,4	169,2	2,2	618,2	162,6	163,5	-0,8	580,0	8,7	5,7
2000 Ene	250,7	266,0	-15,3	599,4	239,3	255,7	-16,4	562,1	11,4	10,3
Feb	252,5	239,1	13,5	613,8	239,9	230,0	9,9	572,1	12,6	9,0
Mar	269,6	249,2	20,4	633,1	257,4	240,0	17,3	590,3	12,2	9,2
Abr	251,6	249,7	1,9	635,4	239,5	238,5	1,0	590,7	12,1	11,1

2. A largo plazo³⁾

	Emissiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ⁴⁾				En otras	
					Emissiones	Amortizaciones	Emissiones netas	Saldo vivo	Emissiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	126,3	99,1	27,3	5.623,3	116,6	94,4	22,2	5.207,6	9,7	4,7
May	129,0	78,9	50,1	5.675,9	119,7	72,0	47,7	5.256,0	9,3	6,9
Jun	117,4	65,5	51,8	5.729,6	107,2	59,5	47,6	5.303,5	10,2	6,0
Jul	130,7	87,2	43,5	5.768,7	121,6	77,0	44,6	5.349,2	9,1	10,1
Ago	70,7	49,4	21,3	5.795,9	62,3	43,7	18,6	5.368,5	8,4	5,7
Sep	138,3	74,8	63,5	5.857,9	123,3	66,9	56,4	5.425,1	15,0	7,8
Oct	115,5	75,0	40,5	5.904,1	106,9	69,4	37,6	5.463,8	8,5	5,6
Nov	104,4	78,4	26,0	5.936,4	94,8	71,9	22,8	5.486,7	9,6	6,4
Dic	76,7	109,5	-32,8	5.910,0	70,3	96,3	-26,0	5.458,6	6,4	13,2
2000 Ene	109,5	94,7	14,8	5.930,2	100,9	87,2	13,7	5.474,2	8,6	7,5
Feb	122,5	70,0	52,5	5.983,1	111,4	62,1	49,3	5.524,1	11,1	7,9
Mar	123,7	93,4	30,3	6.023,8	113,9	83,2	30,8	5.556,9	9,8	10,3
Abr	106,0	74,1	31,9	6.062,9	98,7	68,2	30,5	5.587,2	7,3	5,9

3. Total

	Emissiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ⁴⁾				En otras	
					Emissiones	Amortizaciones	Emissiones netas	Saldo vivo	Emissiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	343,3	299,2	44,1	6.202,3	328,6	290,4	38,3	5.762,4	14,7	8,8
May	301,0	251,4	49,6	6.254,9	285,2	239,7	45,5	5.808,6	15,9	11,7
Jun	293,1	252,6	40,4	6.297,0	276,9	241,9	35,0	5.843,8	16,1	10,7
Jul	340,5	299,3	41,3	6.332,2	325,0	282,9	42,0	5.885,2	15,6	16,3
Ago	252,5	214,1	38,4	6.377,6	237,3	202,7	34,5	5.920,7	15,3	11,4
Sep	330,4	262,9	67,5	6.443,4	308,3	250,2	58,1	5.978,3	22,1	12,7
Oct	313,8	265,0	48,9	6.500,2	299,3	252,3	47,0	6.027,0	14,6	12,7
Nov	299,4	255,0	44,4	6.551,5	282,3	241,8	40,5	6.067,4	17,1	13,1
Dic	248,1	278,7	-30,7	6.528,2	232,9	259,8	-26,9	6.038,6	15,1	18,9
2000 Ene	360,2	360,7	-0,5	6.529,6	340,1	342,8	-2,7	6.036,4	20,0	17,9
Feb	375,0	309,1	65,9	6.596,9	351,3	292,1	59,2	6.096,3	23,7	17,0
Mar	393,3	342,7	50,7	6.656,9	371,3	323,2	48,1	6.147,2	22,0	19,5
Abr	357,6	323,7	33,8	6.698,2	338,2	306,7	31,4	6.177,9	19,4	17,0

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

1) Se calcula que la cobertura de los datos para los residentes en la zona del euro se sitúa en torno al 95% del total emitido.

2) Las emisiones netas no coinciden con la variación de saldos por cambios en la valoración, reclasificaciones y otros ajustes.

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ³⁾				Emisiones totales en euros ⁴⁾				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,8	24,2	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Abr
1,7	26,4	.	.	.	.	.	.	.	.	May
1,2	27,1	19,2	22,7	-3,5	22,8	566,4	568,8	-2,3	563,1	Jun
0,3	27,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
1,2	29,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
2,3	32,3	28,0	18,6	9,4	31,7	591,3	566,8	24,5	584,8	Sep
-1,0	33,0	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
0,8	34,4	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
3,0	38,2	21,8	20,0	1,8	34,6	564,4	536,3	28,0	614,6	Dic
1,1	37,3	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
3,6	41,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
3,0	42,8	34,3	32,0	2,3	38,7	770,9	757,7	13,1	629,0	Mar
0,9	44,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ³⁾				Emisiones totales en euros ⁴⁾				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
5,0	415,7	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Abr
2,4	419,9	.	.	.	.	.	.	.	.	May
4,2	426,1	55,4	11,8	43,6	514,9	398,9	237,8	161,2	5.818,4	Jun
-1,1	419,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
2,7	427,3	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
7,2	432,8	63,5	12,4	51,1	566,3	370,7	200,1	170,7	5.991,4	Sep
2,9	440,2	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
3,2	449,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
-6,8	451,4	49,2	21,3	27,9	594,5	321,2	258,9	62,3	6.053,1	Dic
1,1	455,9	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
3,2	459,0	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
-0,5	466,9	67,7	21,0	46,7	657,0	393,8	253,4	140,4	6.213,9	Mar
1,5	475,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

monedas		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ³⁾				Emisiones totales en euros ⁴⁾				
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
5,9	439,9	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Abr
4,2	446,3	.	.	.	.	.	.	.	.	May
5,4	453,2	74,6	34,5	40,1	537,8	965,4	806,5	158,8	6.381,5	Jun
-0,8	447,0	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
3,9	456,9	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
9,5	465,2	91,5	31,0	60,5	597,9	962,1	766,9	195,2	6.576,2	Sep
1,9	473,3	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
3,9	484,1	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
-3,8	489,7	71,0	41,3	29,7	629,1	885,6	795,3	90,3	6.667,7	Dic
2,2	493,2	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
6,8	500,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
2,6	509,7	102,0	53,0	49,0	695,7	1.164,7	1.011,2	153,6	6.842,9	Mar
2,4	520,3	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

3) «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.

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

Cuadro 3.6

Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión, residencia y sector emisor¹⁾²⁾³⁾

(mm de euros; datos a fin de período; valores nominales)

Saldos en circulación

1. A corto plazo⁴⁾

	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) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	554,8	181,4	8,7	61,0	300,7	3,0	.	.	.	.
May	552,6	179,8	8,5	59,7	301,7	2,9	.	.	.	.
Jun	540,3	174,0	8,3	58,6	296,5	2,9	22,8	8,3	8,7	5,0
Jul	536,0	178,8	6,8	60,9	286,5	3,0	.	.	.	.
Ago	552,1	191,3	7,0	62,3	288,7	2,8	.	.	.	.
Sep	553,2	200,6	6,8	64,6	278,6	2,5	31,7	11,2	12,0	7,3
Oct	563,1	213,9	6,6	66,1	273,6	3,0	.	.	.	.
Nov	580,7	237,3	6,4	67,5	266,0	3,5	.	.	.	.
Dic	580,0	248,7	5,7	66,5	254,4	4,8	34,6	14,4	12,1	6,3
2000 Ene	562,1	229,2	6,2	66,1	257,1	3,5	.	.	.	.
Feb	572,1	240,4	6,2	65,8	256,7	3,0	.	.	.	.
Mar	590,3	250,9	6,0	66,7	264,1	2,6	38,7	16,3	12,5	8,6
Abr	590,7	245,7	5,8	72,3	264,1	2,8	.	.	.	.

2. A largo plazo⁴⁾

	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) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	5.207,6	1.892,4	135,2	187,0	2.899,8	93,2	.	.	.	.
May	5.256,0	1.916,2	141,0	185,1	2.920,0	93,6	.	.	.	.
Jun	5.303,5	1.927,7	160,3	187,6	2.934,2	93,7	514,9	136,0	68,8	80,8
Jul	5.349,2	1.932,4	167,3	194,1	2.961,2	94,1	.	.	.	.
Ago	5.368,5	1.938,2	168,8	194,2	2.973,3	94,0	.	.	.	.
Sep	5.425,1	1.964,1	176,7	195,3	2.994,1	94,9	566,3	153,2	75,9	101,0
Oct	5.463,8	1.983,5	179,1	198,6	3.008,9	93,7	.	.	.	.
Nov	5.486,7	1.993,8	186,6	197,9	3.014,2	94,2	.	.	.	.
Dic	5.458,6	1.976,6	189,0	196,6	3.002,2	94,1	594,5	159,1	81,8	113,7
2000 Ene	5.474,2	1.984,1	189,5	191,4	3.015,0	94,3	.	.	.	.
Feb	5.524,1	2.004,0	191,7	191,3	3.042,1	95,0	.	.	.	.
Mar	5.556,9	2.022,9	193,0	194,7	3.050,3	95,9	657,0	182,1	91,9	133,1
Abr	5.587,2	2.041,4	194,6	200,0	3.054,4	96,7	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	5.762,4	2.073,8	143,9	247,9	3.200,5	96,3	.	.	.	.
May	5.808,6	2.096,0	149,5	244,9	3.221,7	96,5	.	.	.	.
Jun	5.843,8	2.101,6	168,6	246,2	3.230,7	96,6	537,8	144,3	77,5	85,8
Jul	5.885,2	2.111,2	174,1	255,0	3.247,6	97,2	.	.	.	.
Ago	5.920,7	2.129,5	175,8	256,5	3.262,0	96,8	.	.	.	.
Sep	5.978,3	2.164,7	183,5	260,0	3.272,7	97,4	597,9	164,4	87,9	108,2
Oct	6.027,0	2.197,4	185,7	264,7	3.282,5	96,6	.	.	.	.
Nov	6.067,4	2.231,1	193,0	265,4	3.280,2	97,7	.	.	.	.
Dic	6.038,6	2.225,3	194,7	263,1	3.256,6	99,0	629,1	173,5	93,9	120,0
2000 Ene	6.036,4	2.213,2	195,7	257,6	3.272,2	97,7	.	.	.	.
Feb	6.096,3	2.244,4	198,0	257,1	3.298,7	98,1	.	.	.	.
Mar	6.147,2	2.273,9	199,0	261,4	3.314,4	98,5	695,7	198,4	104,4	141,6
Abr	6.177,9	2.287,1	200,4	272,3	3.318,5	99,5	.	.	.	.

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

1) Se calcula que la cobertura de los datos para los residentes en la zona del euro se sitúa en torno al 95% del total emitido.

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

3) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: IFM (incluido el Eurosistema) comprende el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona del euro (S121) y otras instituciones financieras monetarias (S122); instituciones financieras no monetarias incluye otros intermediarios financieros (S123), auxiliares financieros (S124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S125); sociedades no financieras (S11); Administración Central (S1311); otras AAPP comprende la Administración Regional (S1312), la Administración Local (S1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S1314).

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	
0,3	0,3	0,1	563,1	182,3	17,0	63,6	296,9	3,2	0,1	1999 Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May
0,3	0,6	0,3	584,8	211,8	18,8	71,9	279,0	3,1	0,3	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
0,3	0,6	0,8	614,6	263,0	17,8	72,8	254,7	5,5	0,8	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
0,2	0,3	0,7	629,0	267,2	18,5	75,3	264,3	3,0	0,7	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	
78,1	27,5	123,7	5.818,4	2.063,7	229,1	268,4	3.012,3	121,2	123,7	1999 Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May
82,7	29,4	124,1	5.991,4	2.117,3	252,6	296,3	3.076,8	124,3	124,1	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
86,6	29,3	124,0	6.053,1	2.135,7	270,8	310,3	3.088,8	123,4	124,0	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
96,0	30,6	123,4	6.213,9	2.205,0	284,9	327,7	3.146,3	126,5	123,4	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	
78,5	27,9	123,8	6.381,5	2.246,0	246,1	332,0	3.309,2	124,4	123,8	1999 Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May
83,1	30,0	124,3	6.576,2	2.329,1	271,3	368,2	3.355,8	127,4	124,3	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
86,9	29,9	124,8	6.667,7	2.398,8	288,6	383,1	3.343,6	128,9	124,8	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
96,2	31,0	124,1	6.842,9	2.472,3	303,4	403,0	3.410,6	129,5	124,1	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

4) «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.

5) En este cuadro, el término «bancos (incluidos bancos centrales)» se emplea para designar a las entidades similares a IFM (incluido el Eurosistema) residentes fuera de la zona del euro.

6) Incluye al Banco Europeo de Inversiones. El BCE está incluido dentro del Eurosistema.

Cuadro 3.6 (cont.)

Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión, residencia y sector emisor¹⁾²⁾³⁾

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

Emissiones brutas

1. A corto plazo⁴⁾

	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) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	212,0	112,4	1,5	40,8	56,0	1,3	.	.	.	.
May	165,4	87,6	1,5	34,1	40,4	1,8	.	.	.	.
Jun	169,8	95,7	1,9	34,8	36,4	0,9	19,2	6,8	7,2	4,5
Jul	203,3	110,9	1,7	42,5	46,9	1,4	.	.	.	.
Ago	175,0	92,3	2,0	35,8	43,8	1,1	.	.	.	.
Sep	185,0	105,1	1,2	37,8	40,0	0,8	28,0	9,7	10,6	6,7
Oct	192,3	107,3	1,5	41,3	40,7	1,5	.	.	.	.
Nov	187,6	117,7	1,2	33,7	33,0	2,0	.	.	.	.
Dic	162,6	117,9	0,9	23,0	18,5	2,3	21,8	9,6	6,9	4,2
2000 Ene	239,3	154,7	2,1	40,0	41,2	1,3	.	.	.	.
Feb	239,9	155,4	1,9	44,2	37,0	1,4	.	.	.	.
Mar	257,4	169,8	1,7	45,0	40,0	0,9	34,3	14,7	10,7	7,9
Abr	239,5	141,4	2,0	51,3	43,3	1,4	.	.	.	.

2. A largo plazo⁴⁾

	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) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	116,6	50,4	6,1	6,5	51,4	2,2	.	.	.	.
May	119,7	46,5	7,5	0,9	63,7	1,1	.	.	.	.
Jun	107,2	39,9	20,1	5,3	40,9	0,9	55,4	15,4	11,9	16,4
Jul	121,6	35,5	9,1	8,8	67,2	1,0	.	.	.	.
Ago	62,3	27,6	2,2	1,7	30,5	0,2	.	.	.	.
Sep	123,3	55,7	9,5	3,7	53,0	1,4	63,5	21,2	9,8	22,2
Oct	106,9	49,8	4,0	5,5	46,5	1,0	.	.	.	.
Nov	94,8	45,3	9,1	2,9	36,1	1,3	.	.	.	.
Dic	70,3	39,3	4,4	1,6	23,5	1,5	49,2	13,7	7,8	15,9
2000 Ene	100,9	40,7	2,0	0,1	57,3	0,7	.	.	.	.
Feb	111,4	50,5	3,9	3,4	51,7	2,0	.	.	.	.
Mar	113,9	52,4	2,6	4,6	52,5	1,7	67,7	24,9	10,1	18,6
Abr	98,7	45,6	3,1	6,6	41,6	1,8	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	328,6	162,8	7,6	47,3	107,4	3,5	.	.	.	.
May	285,2	134,1	9,0	35,0	104,1	2,9	.	.	.	.
Jun	276,9	135,6	22,1	40,2	77,2	1,9	74,6	22,3	19,1	20,9
Jul	325,0	146,4	10,8	51,3	114,1	2,4	.	.	.	.
Ago	237,3	119,9	4,2	37,5	74,3	1,4	.	.	.	.
Sep	308,3	160,9	10,7	41,6	93,0	2,2	91,5	30,9	20,4	28,9
Oct	299,3	157,1	5,6	46,9	87,2	2,5	.	.	.	.
Nov	282,3	163,0	10,3	36,6	69,2	3,3	.	.	.	.
Dic	232,9	157,2	5,3	24,6	42,1	3,8	71,0	23,3	14,8	20,1
2000 Ene	340,1	195,4	4,1	40,1	98,4	2,1	.	.	.	.
Feb	351,3	205,9	5,8	47,6	88,6	3,4	.	.	.	.
Mar	371,3	222,1	4,3	49,7	92,5	2,7	102,0	39,6	20,8	26,6
Abr	338,2	187,0	5,0	57,9	84,9	3,3	.	.	.	.

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

1) Se calcula que la cobertura de los datos para los residentes en la zona del euro se sitúa en torno al 95% del total emitido.

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

3) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: IFM (incluido el Eurosistema) comprende el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona del euro (S121) y otras instituciones financieras monetarias (S122); instituciones financieras no monetarias incluye otros intermediarios financieros (S123), auxiliares financieros (S124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S125); sociedades no financieras (S11); Administración Central (S131); otras AAPP comprende la Administración Regional (S1312), la Administración Local (S1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S1314).

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Abr
0,3	0,2	0,1	566,4	302,5	12,1	114,2	133,1	4,3	0,1	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
0,3	0,5	0,2	591,3	318,0	15,4	122,9	131,0	3,8	0,2	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
0,2	0,2	0,7	564,4	352,6	10,6	102,2	92,4	5,8	0,7	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
0,2	0,2	0,6	770,9	494,6	16,3	137,1	118,3	3,9	0,6	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Abr
6,4	2,1	3,3	398,9	152,2	45,7	29,1	162,4	6,3	3,3	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
5,0	2,1	3,2	370,7	140,0	30,6	36,5	155,7	4,7	3,2	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
6,6	1,0	4,2	321,2	148,1	25,4	26,0	112,7	4,8	4,2	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
9,6	1,9	2,6	393,8	168,4	18,6	26,8	171,1	6,4	2,6	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Abr
6,7	2,3	3,4	965,4	454,8	57,8	143,3	295,5	10,6	3,4	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
5,3	2,6	3,5	962,1	458,0	46,0	159,3	286,7	8,5	3,5	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
6,8	1,1	5,0	885,6	500,7	36,0	128,2	205,1	10,7	5,0	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
9,8	2,1	3,2	1.164,7	663,1	34,9	163,9	289,4	10,2	3,2	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

4) «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.

5) En este cuadro, el término «bancos (incluidos bancos centrales)» se emplea para designar a las entidades similares a IFM (incluido el Eurosistema) residentes fuera de la zona del euro.

6) Incluye al Banco Europeo de Inversiones. El BCE está incluido dentro del Eurosistema.

Cuadro 3.6 (cont.)

Valores distintos de acciones denominados en euros, por plazo a la emisión, residencia y sector emisor¹⁾²⁾³⁾

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

Emissiones netas

1. A corto plazo⁴⁾

	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) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	16,0	9,2	-0,1	3,0	4,0	-0,1	.	.	.	.
May	-2,2	-1,7	-0,2	-1,2	1,0	-0,1	.	.	.	.
Jun	-12,7	-6,2	-0,1	-1,2	-5,2	0,0	-3,5	-4,6	0,8	0,7
Jul	-2,6	5,2	-0,1	2,3	-10,1	0,1	.	.	.	.
Ago	16,0	12,3	0,2	1,4	2,3	-0,3	.	.	.	.
Sep	1,7	9,9	-0,1	2,3	-10,1	-0,3	9,4	3,1	3,5	2,4
Oct	9,4	12,7	-0,2	1,5	-5,0	0,4	.	.	.	.
Nov	17,7	23,5	-0,3	1,4	-7,6	0,6	.	.	.	.
Dic	-0,8	10,9	-0,4	-0,9	-11,6	1,3	1,8	2,8	-0,3	-1,3
2000 Ene	-16,4	-18,0	0,6	-0,4	2,7	-1,4	.	.	.	.
Feb	9,9	11,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	.	.	.	.
Mar	17,3	9,8	-0,3	0,8	7,4	-0,4	2,3	1,2	-0,2	1,9
Abr	1,0	-4,2	-0,1	5,5	-0,4	0,1	.	.	.	.

2. A largo plazo⁴⁾

	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) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	22,2	18,2	4,1	3,5	-4,6	1,0	.	.	.	.
May	47,7	23,2	5,8	-1,8	20,1	0,4	.	.	.	.
Jun	47,6	11,7	19,2	2,5	14,2	0,0	43,6	10,7	10,9	15,2
Jul	44,6	5,0	5,7	6,6	26,9	0,5	.	.	.	.
Ago	18,6	5,2	1,4	0,0	12,0	-0,1	.	.	.	.
Sep	56,4	25,9	7,7	1,1	20,7	0,9	51,1	17,1	7,1	20,1
Oct	37,6	18,3	2,4	3,4	14,8	-1,3	.	.	.	.
Nov	22,8	9,6	7,6	-0,1	5,3	0,5	.	.	.	.
Dic	-26,0	-15,4	2,4	-1,1	-11,9	0,0	27,9	5,6	6,0	12,8
2000 Ene	13,7	5,3	0,5	-5,4	13,2	0,1	.	.	.	.
Feb	49,3	19,3	2,2	-0,1	27,0	0,8	.	.	.	.
Mar	30,8	17,6	1,0	3,0	8,3	0,9	46,7	18,5	7,6	15,4
Abr	30,5	18,3	1,5	5,3	4,6	0,8	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Abr	38,3	27,5	4,0	6,5	-0,6	0,9	.	.	.	.
May	45,5	21,5	5,6	-3,0	21,1	0,3	.	.	.	.
Jun	35,0	5,4	19,2	1,4	9,0	0,0	40,1	6,1	11,7	15,8
Jul	42,0	10,2	5,5	8,8	16,9	0,6	.	.	.	.
Ago	34,5	17,5	1,7	1,4	14,3	-0,4	.	.	.	.
Sep	58,1	35,8	7,6	3,4	10,6	0,6	60,5	20,2	10,6	22,5
Oct	47,0	31,0	2,2	4,8	9,8	-0,8	.	.	.	.
Nov	40,5	33,1	7,3	1,3	-2,3	1,1	.	.	.	.
Dic	-26,9	-4,5	2,0	-2,0	-23,6	1,2	29,7	8,4	5,7	11,5
2000 Ene	-2,7	-12,7	1,1	-5,8	16,0	-1,2	.	.	.	.
Feb	59,2	30,4	2,3	-0,4	26,6	0,4	.	.	.	.
Mar	48,1	27,4	0,7	3,8	15,7	0,5	49,0	19,6	7,5	17,3
Abr	31,4	14,1	1,4	10,8	4,1	1,0	.	.	.	.

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

1) Se calcula que la cobertura de los datos para los residentes en la zona del euro se sitúa en torno al 95% del total emitido.

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

3) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: IFM (incluido el Eurosistema) comprende el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona del euro (S121) y otras instituciones financieras monetarias (S122); instituciones financieras no monetarias incluye otros intermediarios financieros (S123), auxiliares financieros (S124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S125); sociedades no financieras (S11); Administración Central (S1311); otras AAPP comprende la Administración Regional (S1312), la Administración Local (S1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S1314).

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Abr
-0,1	-0,1	-0,1	-2,3	-3,3	0,4	1,3	-0,3	-0,3	-0,1	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
0,0	0,3	0,1	24,5	30,5	3,4	8,4	-17,9	-0,1	0,1	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
0,0	0,0	0,6	28,0	49,9	-1,2	0,6	-24,2	2,3	0,6	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
-0,1	-0,3	-0,2	13,1	3,9	0,2	2,1	9,5	-2,5	-0,2	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Abr
4,7	1,5	0,5	161,2	63,8	40,1	19,4	34,5	3,0	0,5	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
4,6	1,8	0,4	170,7	53,2	22,0	27,8	64,2	3,1	0,4	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
3,9	-0,1	-0,3	62,3	18,1	18,4	15,0	12,0	-0,9	-0,3	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
7,1	0,9	-2,8	140,4	60,7	11,4	12,8	55,7	2,7	-2,8	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Abr
4,6	1,4	0,4	158,8	60,5	40,4	20,6	34,2	2,7	0,4	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
4,6	2,1	0,6	195,2	83,7	25,4	36,2	46,3	3,0	0,6	Jul
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
3,9	-0,1	0,2	90,3	68,0	17,2	15,7	-12,2	1,4	0,2	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
7,0	0,5	-3,0	153,6	64,7	11,6	14,9	65,2	0,2	-3,0	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr

4) «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.

5) En este cuadro, el término «bancos (incluidos bancos centrales)» se emplea para designar a las entidades similares a IFM (incluido el Eurosistema) residentes fuera de la zona del euro.

6) Incluye al Banco Europeo de Inversiones. El BCE está incluido dentro del Eurosistema.

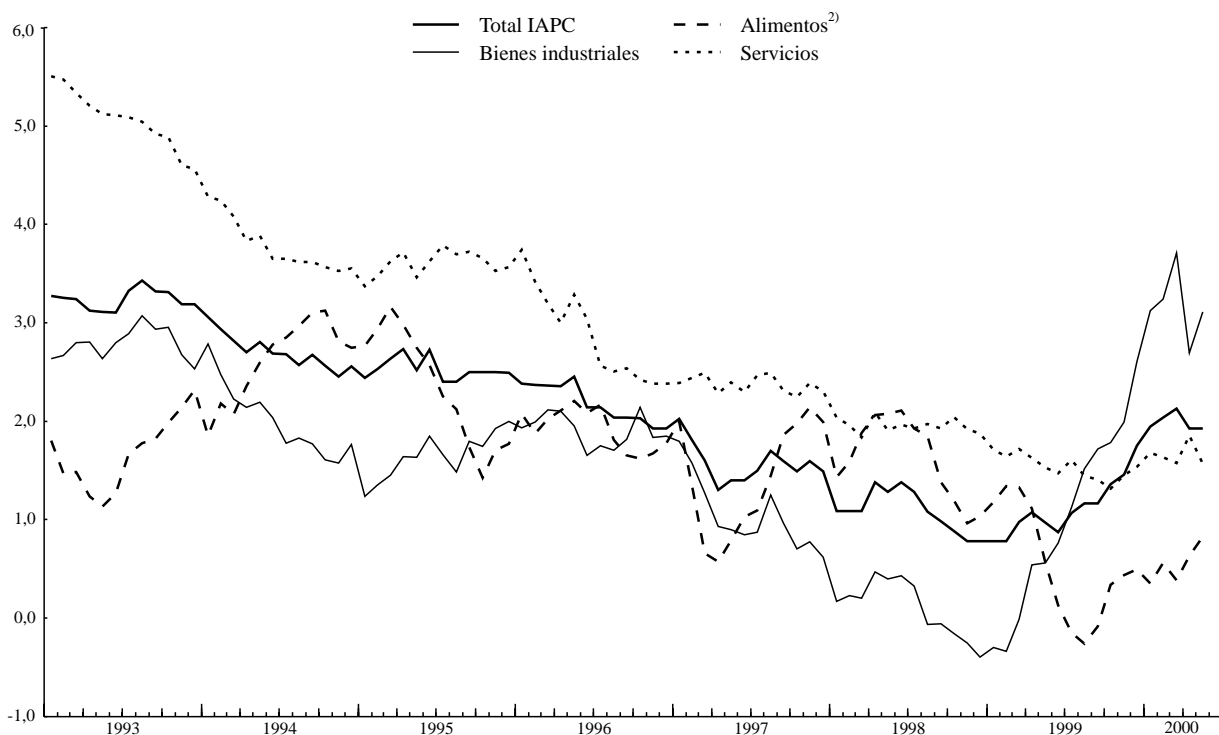
4 IAPC y otros precios en la zona del euro

Cuadro 4.1

Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice 1996 = 100)	Total	Bienes						Servicios	
			Alimentos ²⁾	Alimentos ²⁾		Bienes industriales	Bienes industriales no energéticos	Energía		
				Alimentos elaborados ²⁾	Alimentos no elaborados					
Ponderación sobre el total (%) ³⁾	100,0	100,0	62,7	20,9	12,6	8,2	41,8	32,8	9,0	37,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	97,9	2,5	2,0	2,3	2,5	2,1	1,6	1,6	1,9	3,6
1996	100,0	2,2	1,9	1,9	2,0	1,9	1,9	1,8	2,4	2,9
1997	101,6	1,6	1,2	1,4	1,4	1,4	1,0	0,5	2,8	2,4
1998	102,7	1,1	0,6	1,6	1,4	1,9	0,1	0,9	-2,6	2,0
1999	103,8	1,1	0,8	0,5	0,9	0,0	1,0	0,7	2,2	1,5
1999 I	103,1	0,8	0,3	1,3	1,2	1,4	-0,2	0,8	-3,9	1,7
II	103,8	1,0	0,6	0,6	0,8	0,3	0,6	0,6	0,5	1,5
III	104,1	1,1	0,9	-0,2	0,6	-1,4	1,5	0,6	4,6	1,5
IV	104,4	1,5	1,5	0,4	0,9	-0,3	2,1	0,6	7,8	1,4
2000 I	105,2	2,0	2,3	0,4	1,0	-0,3	3,4	0,6	13,6	1,6
1999 May	103,8	1,0	0,6	0,6	0,7	0,4	0,6	0,6	0,3	1,5
Jun	103,8	0,9	0,5	0,1	0,7	-0,7	0,8	0,6	1,2	1,5
Jul	104,0	1,1	0,7	-0,1	0,7	-1,4	1,1	0,6	2,9	1,6
Ago	104,1	1,2	0,9	-0,3	0,6	-1,6	1,5	0,6	4,7	1,4
Sep	104,1	1,2	1,1	-0,1	0,6	-1,1	1,7	0,5	6,2	1,4
Oct	104,2	1,4	1,3	0,3	0,8	-0,4	1,8	0,5	6,3	1,3
Nov	104,3	1,5	1,5	0,4	0,9	-0,3	2,0	0,6	7,1	1,5
Dic	104,7	1,7	1,9	0,5	1,0	-0,2	2,6	0,6	10,0	1,5
2000 Ene	104,8	1,9	2,2	0,4	1,0	-0,5	3,1	0,7	12,0	1,7
Feb	105,2	2,0	2,3	0,6	1,0	0,0	3,2	0,5	13,5	1,6
Mar	105,6	2,1	2,6	0,4	1,0	-0,5	3,7	0,6	15,3	1,6
Abr	105,7	1,9	2,0	0,6	0,9	0,2	2,7	0,5	10,5	1,9
May	105,8	1,9	2,3	0,8	1,0	0,6	3,1	0,6	12,2	1,6



Fuente: Eurostat. Los datos anteriores a 1995 son estimaciones realizadas a partir de las definiciones nacionales y no son totalmente comparables con los datos del IAPC que comienzan en 1995.

1) Se amplía la cobertura a partir de enero del 2000. El cambio afecta a las tasas de variación interanual durante el año 2000. Véase una breve descripción en las notas generales.

2) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

3) Referido al índice del periodo 2000.

Cuadro 4.2

Otros indicadores de precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Precios industriales y de mercancías

	Precios de producción industrial									Precios en el mercado mundial de materias primas ²⁾		Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)
	Total, excluida construcción		Manufacturas						Construcción ¹⁾	Total	Total, excluida energía	
	Índice 1995=100			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	-	-	2,9	-	0,2	2,1	13,0
1996	100,4	0,4	0,8	-1,2	1,2	1,9	1,7	2,0	1,3	6,5	-6,9	15,9
1997	101,4	1,1	0,8	1,2	0,3	0,8	0,1	1,2	1,3	10,0	12,9	17,1
1998	100,6	-0,8	-0,6	-2,3	0,5	0,5	0,1	0,7	0,2	-21,2	-12,5	12,0
1999	100,5	0,0	0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	0,9	17,8	-3,1	17,1
1999 II	99,7	-1,3	-0,9	-2,8	0,0	-0,1	0,1	-0,2	0,8	5,9	-8,2	15,0
III	101,1	0,7	1,1	0,7	-0,1	0,2	0,2	0,2	1,2	31,0	1,1	19,7
IV	102,6	3,1	3,2	4,9	0,1	0,5	0,4	0,5	0,9	61,5	14,0	23,0
2000 I	104,5	5,7	5,6	9,6	0,4	0,7	0,7	0,7	.	78,3	19,9	27,1
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	53,7	18,3	29,1
1999 Jun	99,8	-1,0	-0,8	-2,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-	12,8	-4,2	15,6
Jul	100,6	0,0	0,3	-0,6	-0,1	0,0	0,1	0,0	-	22,7	-2,3	18,1
Ago	101,0	0,7	1,2	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,1	-	29,2	-0,5	19,2
Sep	101,6	1,4	1,8	1,9	-0,1	0,3	0,4	0,3	-	41,4	6,6	21,8
Oct	102,0	2,2	2,4	3,3	0,0	0,5	0,4	0,5	-	44,3	10,7	20,8
Nov	102,5	3,1	3,2	4,8	0,1	0,5	0,4	0,6	-	60,4	11,9	23,5
Dic	103,2	4,1	4,1	6,7	0,1	0,5	0,5	0,5	-	81,3	19,3	24,8
2000 Ene	103,9	5,1	5,0	8,5	0,3	0,6	0,6	0,6	-	76,2	19,4	24,9
Feb	104,5	5,8	5,7	9,8	0,5	0,7	0,7	0,7	-	87,6	20,0	27,6
Mar	105,2	6,3	6,1	10,5	0,5	0,8	0,8	0,8	-	72,0	20,2	28,4
Abr	105,3	5,7	5,4	9,8	0,5	1,0	0,8	1,1	-	43,9	19,4	24,6
May	.	.	.	.	.	.	.	.	-	61,9	22,8	30,4
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	-	55,2	12,9	31,5

2. Deflatores del producto interior bruto

	Deflatores del producto interior bruto ⁴⁾ (d)							
	PIB		Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones ⁵⁾	Importaciones ⁵⁾
	Índice 1995 =100							
	13	14	15	16	17	18	19	20
1995	100,0	2,7	2,7	2,9	2,9	1,7	2,9	2,7
1996	102,0	2,0	2,0	2,5	2,2	0,9	0,9	0,8
1997	103,6	1,5	1,7	1,8	1,6	0,9	1,8	2,5
1998	105,2	1,6	1,1	1,3	1,4	0,8	-0,1	-1,5
1999	106,4	1,2	1,4	1,4	2,2	0,7	-0,5	0,2
1997 IV	104,3	1,6	1,6	1,8	1,8	1,0	2,4	2,5
1998 I	104,6	1,7	1,5	1,5	1,2	0,9	1,4	0,8
II	105,0	1,6	1,3	1,5	1,2	1,0	0,8	-0,4
III	105,4	1,6	1,0	1,2	1,6	0,8	-0,5	-2,6
IV	105,8	1,5	0,8	1,0	1,6	0,4	-1,8	-4,0
1999 I	106,1	1,4	0,9	1,1	1,9	0,3	-1,9	-3,8
II	106,3	1,3	1,2	1,3	2,2	0,4	-1,5	-1,5
III	106,6	1,1	1,6	1,4	2,4	1,0	-0,2	1,4
IV	106,7	0,9	1,8	1,7	2,3	1,3	1,7	4,8

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 10 y 11 (HWWA, Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburgo), columna 12 (International Petroleum Exchange) y columnas 13 a 20 (BCE: cálculos basados en datos de Eurostat).

1) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

2) Hasta diciembre de 1998, en ECU; a partir de entonces, en euros.

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

4) Elaborado, principalmente, según el SEC 95; hasta el final de 1998 los datos se basan en deflatores nacionales en moneda nacional.

5) Los deflatores de importaciones y exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluyendo el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

5 Indicadores de la economía real en la zona del euro

Cuadro 5.1

Cuentas nacionales¹⁾

PIB y componentes del gasto

1. Precios corrientes

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

	PIB						Saldo exterior ³⁾		
	1	2	Demanda interior				7	8	9
			Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1995	5.307,9	5.209,4	2.995,8	1.093,6	1.094,1	25,9	98,5	1.568,0	1.469,6
1996	5.530,9	5.404,9	3.140,3	1.143,3	1.122,3	-0,9	126,0	1.656,8	1.530,8
1997	5.643,6	5.493,3	3.191,6	1.151,1	1.137,7	12,9	150,3	1.825,7	1.675,4
1998	5.865,4	5.720,9	3.315,7	1.174,3	1.193,4	37,4	144,6	1.939,6	1.795,0
1999	6.111,4	6.000,8	3.465,7	1.225,2	1.267,2	42,8	110,5	2.025,3	1.914,7
1998 IV	1.489,4	1.457,6	843,9	297,8	303,8	12,1	31,8	480,7	448,9
1999 I	1.506,5	1.476,7	854,2	302,7	309,8	10,0	29,8	479,9	450,1
II	1.517,6	1.490,5	861,4	305,1	313,6	10,4	27,1	494,8	467,7
III	1.536,0	1.508,7	871,1	307,8	320,9	8,9	27,3	516,3	489,0
IV	1.551,3	1.525,0	878,9	309,6	322,9	13,6	26,3	534,2	507,9
2000 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios constantes

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

	PIB						Saldo exterior ³⁾		
	10	11	Demanda interior				16	17	18
			Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾			
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1995	5.307,9	5.209,4	2.995,8	1.093,6	1.094,1	25,9	98,5	1.568,0	1.469,6
1996	5.380,9	5.261,3	3.040,4	1.112,9	1.106,3	1,6	119,7	1.636,1	1.516,4
1997	5.502,6	5.348,6	3.084,9	1.122,3	1.130,1	11,3	154,0	1.804,2	1.650,2
1998	5.652,0	5.528,1	3.176,3	1.132,6	1.179,2	39,9	123,9	1.928,1	1.804,2
1999	5.784,4	5.685,3	3.255,6	1.148,8	1.236,0	44,8	99,1	2.012,1	1.913,0
1998 IV	1.420,4	1.397,2	801,3	283,9	298,6	13,4	23,2	480,4	457,2
1999 I	1.429,9	1.410,0	808,1	286,4	303,9	11,7	19,9	481,0	461,1
II	1.438,1	1.416,7	810,4	286,8	306,8	12,6	21,5	494,2	472,8
III	1.452,1	1.424,7	816,5	287,5	312,0	8,6	27,3	511,8	484,5
IV	1.464,3	1.433,8	820,6	288,1	313,3	11,8	30,4	525,1	494,6
2000 I	1.475,2	1.443,8	820,4	291,1	319,9	12,4	31,5	541,8	510,3

(tasas de variación interanual)

1995	2,2	2,0	1,8	0,6	2,5	—	—	7,8	7,4
1996	1,4	1,0	1,5	1,8	1,1	—	—	4,3	3,2
1997	2,3	1,7	1,5	0,8	2,2	—	—	10,3	8,8
1998	2,7	3,4	3,0	0,9	4,3	—	—	6,9	9,3
1999	2,3	2,8	2,5	1,4	4,8	—	—	4,4	6,0
1998 IV	2,0	3,2	3,1	1,0	3,7	—	—	2,1	6,0
1999 I	1,8	2,9	2,7	1,4	3,9	—	—	0,5	3,7
II	2,0	2,9	2,4	1,3	5,4	—	—	2,2	5,2
III	2,5	2,9	2,4	1,6	5,1	—	—	5,5	7,0
IV	3,1	2,6	2,4	1,5	4,9	—	—	9,3	8,2
2000 I	3,2	2,4	1,5	1,6	5,3	—	—	12,6	10,7

Fuente: Eurostat.

1) Elaborado, principalmente, según el SEC 95. 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 e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro. No son totalmente homogéneos con los cuadros 8 y 9.

Valor añadido por ramas de actividad¹⁾

3. Precios corrientes

(índice: 1995=100, desestacionalizado)

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFIM ²⁾	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		
Participación en el total (%) ³⁾	100	2,6	23,7	6,0	20,7	25,4	21,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1995	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1996	104,0	105,7	102,2	99,7	102,9	106,9	104,7	101,3	104,9
1997	105,8	104,8	104,0	96,4	105,4	110,2	105,6	99,3	108,7
1998	109,6	105,7	107,6	96,1	110,2	115,2	108,7	99,1	115,0
1999	113,6	104,8	109,4	100,5	114,7	121,3	113,0	100,4	123,6
1998 IV	111,1	105,2	107,6	97,4	112,1	117,9	110,7	99,9	117,9
1999 I	112,2	105,5	107,7	99,3	113,4	119,4	111,8	100,2	121,3
II	112,9	104,1	108,2	99,8	113,9	120,4	112,9	100,5	123,1
III	114,2	104,3	110,1	100,9	115,3	122,0	113,5	100,2	124,1
IV	115,3	105,2	111,7	102,0	116,3	123,3	113,9	100,6	125,8
2000 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.

4. Precios constantes⁴⁾

(índice: 1995=100, desestacionalizado)

	Valor añadido bruto							Consumo intermedio de SIFIM ²⁾	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		
Participación en el total (%) ³⁾	100	2,6	23,7	6,0	20,7	25,4	21,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1995	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1996	101,4	106,1	100,0	98,2	100,6	103,7	101,4	102,9	101,4
1997	103,8	107,0	103,3	96,1	104,1	106,9	102,0	106,2	103,6
1998	106,7	109,5	106,5	94,9	108,4	110,6	103,4	110,9	106,5
1999	109,1	111,9	108,3	97,0	112,1	113,9	104,6	115,5	110,2
1998 IV	107,2	109,9	106,2	94,8	109,4	111,9	104,0	113,1	107,6
1999 I	107,8	111,0	106,4	96,2	110,7	112,4	104,3	113,1	108,9
II	108,5	111,1	107,5	96,6	111,3	113,3	104,4	114,4	109,4
III	109,6	112,8	109,1	97,2	112,7	114,4	104,8	116,6	110,3
IV	110,4	112,7	110,3	97,8	113,5	115,5	105,0	118,0	112,3
2000 I	111,4	111,6	111,6	98,3	114,6	116,9	105,5	119,2	111,7

(tasas de variación interanual)

1995	2,3	0,9	3,0	-0,3	2,2	3,1	1,5	-0,1	0,6
1996	1,4	6,1	0,0	-1,8	0,6	3,7	1,4	2,9	1,4
1997	2,3	0,9	3,3	-2,1	3,5	3,1	0,6	3,3	2,2
1998	2,8	2,3	3,1	-1,3	4,1	3,4	1,4	4,4	2,8
1999	2,3	2,2	1,7	2,2	3,3	3,0	1,2	4,2	3,5
1998 IV	1,9	0,7	0,8	-1,7	3,4	3,1	1,6	4,8	3,4
1999 I	1,8	1,1	0,1	0,3	3,0	2,9	1,5	3,9	3,2
II	1,9	1,6	0,6	2,6	3,1	2,6	1,1	4,1	3,2
III	2,5	3,4	2,1	2,8	3,6	3,1	1,1	4,5	3,3
IV	3,0	2,6	3,9	3,1	3,7	3,3	1,0	4,3	4,4
2000 I	3,4	0,5	4,9	2,2	3,5	4,1	1,1	5,4	2,5

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Estimaciones basadas en datos nacionales incompletos y, por tanto, presentados como índices.

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

3) Participación de cada rama de actividad en el valor añadido total en 1995.

4) Valor añadido a precios de 1995.

Cuadro 5.2

Otros indicadores de la economía real¹⁾

1. Producción industrial

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total, incluyendo construcción		Total, excluyendo construcción		Manufacturas						Construcción
	Índice, (d) 1995 = 100		Índice, (d) 1995 = 100			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Bienes de consumo no duradero		
									Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	100,1	2,8	100,1	3,5	3,6	2,6	7,3	.	-1,2	1,8	0,5
1996	100,1	0,0	100,4	0,3	0,1	-0,2	2,4	-0,3	0,1	-0,4	-1,6
1997	103,9	3,8	104,7	4,3	5,0	5,5	4,7	2,8	4,2	2,3	0,4
1998	107,7	3,7	109,1	4,2	4,8	4,0	6,5	2,4	5,6	2,1	0,6
1999	109,9	2,0	111,0	1,8	1,8	2,1	2,1	1,8	2,6	1,8	3,1
1999 I	108,2	0,3	109,3	0,3	0,1	-0,1	0,9	0,8	0,6	0,8	0,4
II	108,6	1,0	110,0	0,6	0,5	0,5	1,2	0,4	1,5	0,5	3,4
III	110,7	2,4	111,6	2,3	2,2	3,0	2,5	2,2	3,0	2,0	3,4
IV	112,0	4,1	113,3	3,9	4,4	5,2	3,7	3,7	5,3	3,9	4,9
2000 I	113,6	5,0	114,7	4,7	5,1	5,5	7,4	1,6	10,1	0,7	4,7
1999 May	108,7	0,3	109,9	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	0,4	1,3	1,0	3,0
Jun	109,4	2,1	110,6	1,8	1,6	1,8	2,8	1,6	3,0	1,6	4,0
Jul	109,9	1,5	111,1	1,2	1,0	2,0	0,7	1,4	1,9	1,3	3,5
Ago	111,3	3,4	111,6	3,5	3,3	3,7	4,2	4,2	6,9	2,6	2,9
Sep	110,7	2,6	112,1	2,4	2,5	3,3	2,9	1,5	2,1	2,0	3,6
Oct	111,2	2,9	112,8	2,7	3,0	3,5	2,8	2,5	3,0	3,0	3,4
Nov	112,4	4,4	113,5	4,2	4,7	5,1	3,7	4,7	5,5	4,6	4,3
Dic	112,5	5,1	113,6	4,9	5,7	7,2	4,5	3,9	8,0	4,2	7,5
2000 Ene	112,1	3,0	113,7	3,1	3,2	4,4	5,5	-0,8	6,4	-0,3	2,5
Feb	114,7	7,0	114,8	5,6	6,5	6,5	8,1	3,4	12,1	1,8	12,6
Mar	114,0	5,0	115,7	5,3	5,5	5,5	8,2	2,2	11,4	0,7	-0,2
Abr	.	.	116,6	6,5	6,8	5,9	9,3	5,4	13,2	2,9	.
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

(tasas de variación interanual, 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 ²⁾ (d)	
	Índice, 1995 = 100		Índice, 1995 = 100							
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
1995	100,0	.	100,0	.	.	.	.	.	777	0,8
1996	102,1	2,1	100,5	0,5	0,6	.	-1,0	-0,1	826	6,2
1997	104,4	2,3	101,7	1,2	1,2	0,9	0,6	1,1	861	4,2
1998	108,1	3,5	104,4	2,7	1,8	2,8	1,8	3,9	923	7,2
1999	111,6	3,3	106,9	2,4	3,1	1,6	1,2	2,6	973	5,4
1999 I	110,2	3,3	106,2	2,7	2,8	2,1	1,8	1,3	970	6,4
II	110,7	2,8	106,2	2,2	2,9	1,6	1,9	2,5	982	8,5
III	111,8	2,8	107,0	1,9	3,0	0,9	-1,4	3,5	990	6,4
IV	113,6	4,2	108,3	2,8	3,5	1,6	2,5	3,0	951	-0,1
2000 I	114,1	3,5	108,7	2,4	3,3	0,3	0,4	3,9	984	1,5
1999 May	110,5	1,9	106,0	1,5	1,8	0,8	-0,2	1,3	969	5,7
Jun	111,6	3,9	106,9	3,1	4,8	2,1	3,1	2,8	978	7,8
Jul	111,7	2,7	106,9	1,9	2,6	1,2	-0,1	3,4	1.045	10,4
Ago	112,1	3,0	107,3	2,1	3,0	1,8	0,3	4,2	962	5,1
Sep	111,6	2,6	106,9	1,8	3,4	-0,2	-4,3	2,9	965	2,1
Oct	113,5	4,9	108,4	3,7	4,8	2,1	3,9	3,1	970	2,9
Nov	113,9	3,7	108,3	2,2	2,8	1,3	1,6	3,0	957	-1,2
Dic	113,4	3,9	108,1	2,6	2,9	1,5	2,2	3,1	925	-2,6
2000 Ene	113,8	3,8	108,5	2,6	3,7	0,6	-0,5	3,3	976	0,7
Feb	114,8	4,9	109,3	3,6	3,7	2,7	5,3	5,1	997	5,4
Mar	113,7	1,9	108,3	1,1	2,6	-2,2	-3,2	3,4	978	-0,8
Abr	115,5	4,9	110,0	4,0	4,5	2,2	0,6	4,5	977	-2,1
May	.	.	.	.	.	.	.	.	990	1,9

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 20 y 21 (BCE: cálculos basados en datos de AEFA/A.A.A., Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

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

2) Medias mensuales.

Cuadro 5.3

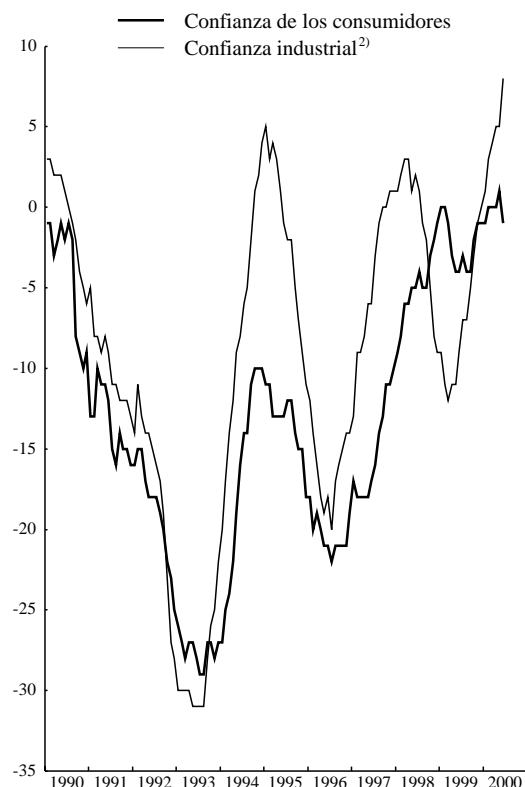
Encuestas empresarial y del consumidor

(porcentajes netos, desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Industrias de manufacturas				Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Indicador de confianza de los consumidores
	Indicador de confianza	Expectativas de producción	Evaluación de la cartera de pedidos	Utilización de la capacidad productiva ¹⁾ (porcentaje)			
	1	2	3	4	5	6	7
1995	-2	10	-8	82,6	-27	-12	-13
1996	-16	-1	-30	80,6	-36	-11	-20
1997	-4	11	-15	81,0	-33	-9	-15
1998	-1	11	-5	83,0	-19	-3	-5
1999	-7	7	-17	81,8	-7	-5	-2
1999 II	-10	3	-21	81,8	-7	-4	-4
III	-6	8	-17	81,6	-7	-7	-4
IV	-1	14	-9	81,9	-3	-7	-1
2000 I	3	15	-2	83,0	0	0	0
II	6	17	5	83,7	2	3	0
1999 Jun	-9	5	-22	-	-6	-9	-4
Jul	-7	7	-18	-	-5	-6	-3
Ago	-7	7	-17	-	-9	-7	-4
Sep	-5	10	-15	-	-8	-7	-4
Oct	-3	13	-11	-	-6	-9	-2
Nov	-1	15	-9	-	0	-9	-1
Dic	0	13	-6	-	-4	-2	-1
2000 Ene	1	13	-4	-	2	-2	-1
Feb	3	16	-2	-	-2	-3	0
Mar	4	15	1	-	0	5	0
Abr	5	15	3	-	2	-3	0
May	5	16	4	-	1	4	1
Jun	8	20	8	-	3	7	-1

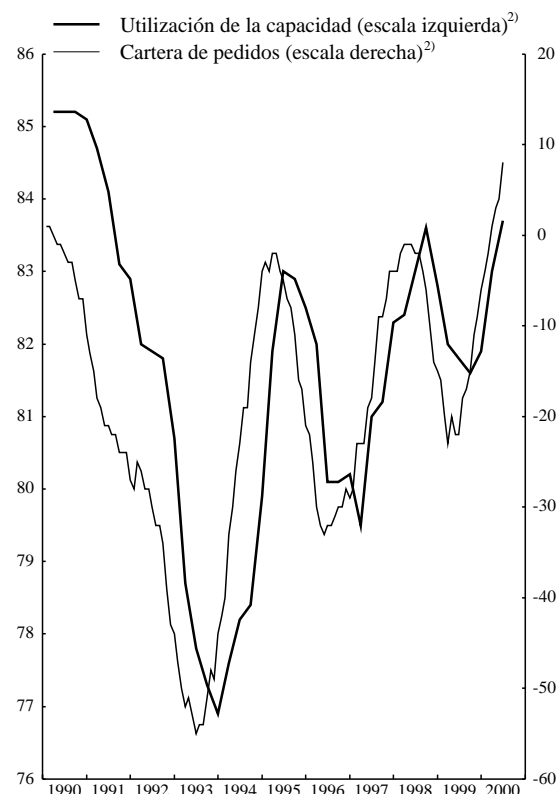
Indicadores de confianza de los consumidores y de la industria

(porcentajes netos, mensual; desestacionalizados)



Utilización de la capacidad productiva y cartera de pedidos

(capacidad utilizada, porcentajes, trimestral; cartera de pedidos, porcentajes netos, mensual; desestacionalizadas)



Fuente: Encuestas empresarial y del consumidor de la Comisión Europea.

1) Los datos sobre la utilización de la capacidad productiva se recogen en enero, abril, julio y octubre. Los datos anuales son medias de las encuestas de los cuatro trimestres.

2) Manufacturas.

Cuadro 5.4

Indicadores del mercado laboral

1. Ocupados y parados¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Ocupados						Parados (d)			
	Total economía				Industria (excluida construcción)	Servicios	Total		Adultos ²⁾	Jóvenes ²⁾
	Índice, 1995 = 100		Asalariados	Autónomos			Millones	% de la población activa	% de la población activa	% de la población activa
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	100,0	.	.	.	.	.	14,357	11,4	9,6	23,3
1996	100,3	0,3	0,3	0,5	-1,4	1,4	14,790	11,6	9,8	23,9
1997	100,9	0,6	0,7	0,2	-0,4	1,2	14,875	11,6	9,9	23,2
1998	102,2	1,3	1,5	0,8	1,0	1,8	14,079	10,9	9,4	21,3
1999	103,7	1,4	1,7	-0,1	0,2	2,0	12,979	10,0	8,7	19,0
1999 I	102,6	1,5	1,7	0,5	0,7	2,2	13,362	10,3	8,9	19,9
II	103,0	1,5	1,8	-0,1	0,1	2,1	13,075	10,0	8,8	19,2
III	103,3	1,3	1,6	-0,4	0,0	1,9	12,900	9,9	8,7	18,8
IV	103,7	1,3	1,6	-0,4	0,1	1,8	12,577	9,6	8,5	18,0
2000 I	.	.	.	.	.	.	12,325	9,4	8,3	17,9
1999 May	-	-	-	-	-	-	13,068	10,0	8,8	19,2
Jun	-	-	-	-	-	-	13,016	10,0	8,7	19,0
Jul	-	-	-	-	-	-	12,977	9,9	8,7	19,0
Ago	-	-	-	-	-	-	12,924	9,9	8,7	18,9
Sep	-	-	-	-	-	-	12,801	9,8	8,6	18,5
Oct	-	-	-	-	-	-	12,626	9,7	8,5	18,1
Nov	-	-	-	-	-	-	12,573	9,6	8,5	18,0
Dic	-	-	-	-	-	-	12,533	9,6	8,5	17,9
2000 Ene	-	-	-	-	-	-	12,460	9,5	8,4	18,0
Feb	-	-	-	-	-	-	12,343	9,5	8,3	17,9
Mar	-	-	-	-	-	-	12,173	9,3	8,2	17,7
Abr	-	-	-	-	-	-	12,054	9,2	8,1	17,5
May	-	-	-	-	-	-	11,929	9,2	8,1	17,2

2. Costes laborales y productividad

(tasas de variación interanual)

	Costes laborales unitarios del total economía y sus componentes (d)			Índices de costes laborales y sus componentes ³⁾					Ganancias por trabajador en manufacturas
	Costes laborales unitarios	Remuneración por asalariado	Productividad del trabajo	Total	Sueklos y salarios	Otros	Industria	Servicios	
							Total	Total	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	
1995	1,5	3,4	1,9	-	-	-	-	-	3,9
1996	1,9	3,2	1,2	3,4	3,0	4,3	3,5	3,9	3,7
1997	0,7	2,4	1,7	2,5	2,4	2,8	2,3	2,6	2,6
1998	0,0	1,4	1,4	1,6	1,8	1,1	1,7	1,2	2,9
1999	1,1	1,9	0,8	2,1	2,3	1,6	2,2	1,7	2,4
1998 I	-1,6	1,1	2,7	1,7	1,9	0,9	1,4	1,4	2,4
II	0,0	1,2	1,2	1,7	1,9	1,0	1,9	1,3	3,2
III	0,3	1,2	0,9	1,5	1,6	1,3	1,8	1,1	3,0
IV	0,7	1,2	0,4	1,7	1,9	1,2	1,9	1,2	3,2
1999 I	1,6	1,7	0,1	1,9	2,0	1,5	2,1	1,3	2,8
II	1,6	2,1	0,5	2,0	2,1	1,5	1,9	1,9	2,5
III	0,9	2,0	1,1	2,2	2,4	1,7	2,3	1,9	2,2
IV	0,4	2,1	1,7	2,4	2,6	1,7	2,5	1,7	1,9
2000 I	.	.	.	3,5	3,6	.	3,5	3,3	.

Fuentes: BCE: cálculos basados en datos de Eurostat (columnas 1 a 6 y 18); Eurostat (columnas 7 a 10, 14 a 17) y BCE: cálculos basados en datos nacionales (columnas 11 a 13 y 19).

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Debido a diferencias en la cobertura, los datos trimestrales no se corresponden totalmente con los anuales. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) Adultos, 25 años o más; jóvenes, hasta 25 años; expresados como porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

3) Costes laborales por hora para el total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad. Debido a su diferente cobertura, los datos de los componentes no son acordes con el total.

6 Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro

Cuadro 6

Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

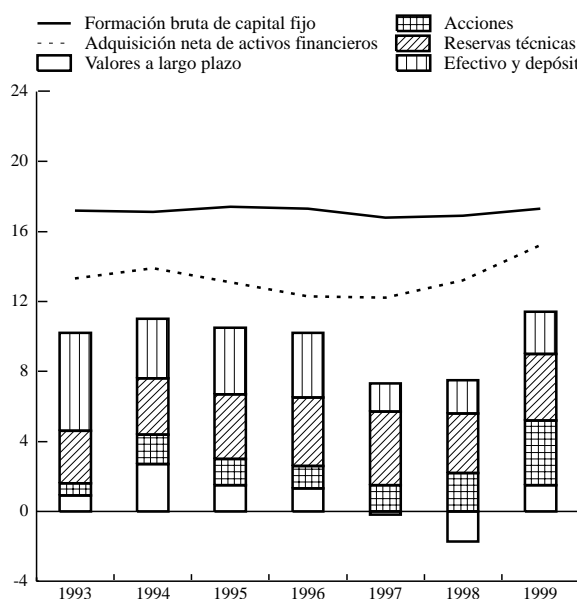
	Ahorro e inversión en la zona del euro ¹⁾			Inversión de los sectores privados no financieros ^{1) 2)}							
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital fijo	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital fijo	Sociedades no financieras	Adquisición neta de activos financieros	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones	Valores a largo plazo	Acciones	Reservas técnicas de seguro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1992	21,3	22,5	-0,9	18,8	11,8	13,5	4,0	1,6	0,4	1,4	2,9
1993	20,4	20,7	0,6	17,2	10,4	13,3	5,6	0,5	0,9	0,7	3,0
1994	20,8	20,3	0,3	17,1	10,2	13,9	3,4	2,5	2,7	1,7	3,2
1995	21,8	20,7	0,5	17,4	10,6	13,1	3,8	1,9	1,5	1,5	3,7
1996	21,5	20,4	1,0	17,3	10,5	12,3	3,7	0,2	1,3	1,3	3,9
1997	21,9	19,9	1,6	16,8	10,4	12,2	1,6	-0,6	-0,2	1,5	4,2
1998	22,0	19,9	1,2	16,9	10,6	13,2	1,9	-2,3	-1,7	2,2	3,4
1999	21,5	20,3	0,4	17,3	10,9	15,2	2,4	1,5	1,5	3,7	3,8

	Financiación de los sectores privados no financieros ^{1) 2)}								Transac- ciones financieras netas ³⁾	Inversión financiera en % sobre el total de inversión bruta ⁴⁾	Contracción neta de pasivos en % sobre el total de financiación ⁵⁾
	Ahorro bruto	Hogares	Contracción neta de pasivos	Valores distintos de acciones	Valores a largo plazo	Acciones	Préstamos	Préstamos a largo plazo			
	12	13	14	15	16	17	18	19			
1992	21,0	13,1	10,2	0,7	0,6	1,4	6,7	4,7	3,3	41,8	32,7
1993	20,7	12,7	7,9	1,3	1,4	1,5	3,6	4,4	5,4	43,6	27,6
1994	20,7	11,9	9,7	1,0	1,1	1,8	3,9	4,0	4,2	44,8	31,9
1995	21,6	12,0	6,7	-1,8	-1,7	1,4	4,8	3,3	6,4	43,0	23,7
1996	21,0	11,6	8,1	0,2	0,0	1,7	5,4	4,4	4,2	41,6	27,8
1997	20,1	10,4	8,6	0,1	0,0	1,4	6,2	4,6	3,6	42,1	30,0
1998	19,0	9,8	10,7	0,4	0,2	2,4	7,0	5,0	2,5	43,9	36,0
1999	18,5	10,4	13,4	1,0	0,6	1,7	9,6	7,1	1,8	46,8	42,0

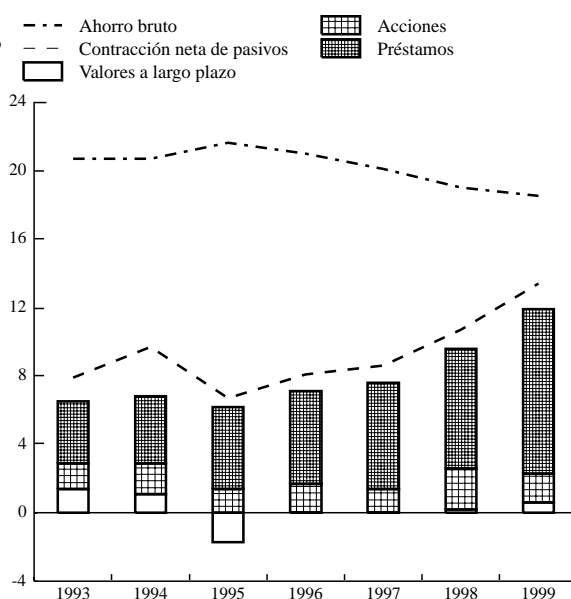
Inversión y financiación de los sectores privados no financieros^{1) 2)}

(en porcentaje del PIB)

Inversión



Financiación



Fuente: BCE.

1) Principales categorías de financiación e inversión.

2) Los sectores privados no financieros se componen de sociedades no financieras, hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

3) Columna 6 - columna 14.

4) Columna 6 ÷ (columna 4 + columna 6).

5) Columna 14 ÷ (columna 12 + columna 14).

7 Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona

Cuadro 7

Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas

(porcentajes del PIB)

1. Recursos y empleos de la zona del euro¹⁾

	Recursos							Empleos							
	Total	Recursos corrientes	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Recursos de capital	Total	Empleos corrientes	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transferencias a los hogares	Empleos de capital	Inversión
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1991	46,4	46,0	11,8	13,0	16,7	2,3	0,3	50,8	45,9	11,2	5,4	5,1	20,4	4,8	3,3
1992	47,5	46,8	11,9	13,0	17,1	2,4	0,7	52,1	47,4	11,4	5,5	5,5	21,4	4,7	3,2
1993	48,3	47,8	12,1	13,3	17,5	2,4	0,5	53,8	49,1	11,6	5,7	5,8	22,3	4,7	3,1
1994	47,7	47,3	11,6	13,5	17,5	2,4	0,4	52,7	48,3	11,3	5,4	5,5	22,3	4,4	2,9
1995	47,2	46,7	11,6	13,3	17,3	2,5	0,5	52,2	47,7	11,2	5,3	5,7	22,3	4,5	2,7
1996	48,0	47,5	12,0	13,4	17,6	2,5	0,5	52,3	48,3	11,2	5,3	5,7	22,8	4,0	2,6
1997	48,3	47,6	12,2	13,6	17,5	2,5	0,7	50,9	47,1	11,0	5,3	5,1	22,6	3,7	2,4
1998	47,8	47,3	12,4	14,2	16,5	2,4	0,5	49,9	46,0	10,7	5,2	4,7	22,1	3,9	2,4
1999	48,5	47,9	12,9	14,4	16,4	2,4	0,5	49,7	45,7	10,7	5,2	4,2	22,1	4,0	2,5

2. Ahorro, déficit y deuda de la zona del euro¹⁾

	Ahorro bruto	Déficit (-) / superávit (+)				Déficit / superávit primario	Ajuste entre déficit y deuda ²⁾	Variación de la deuda ³⁾				Deuda bruta nominal consolidada			
		Total	Estado	Administraciones Territoriales	Seguridad Social			Total	Efectivo, depósitos y créditos	Valores a corto plazo	Valores a medio y largo plazo	Total	Efectivo, depósitos y créditos	Valores a corto plazo	Valores a medio y largo plazo
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
1991	0,1	-4,4	-4,2	-0,5	0,3	0,7	0,6	5,0	1,3	0,3	3,3	57,3	18,4	9,5	29,3
1992	-0,6	-4,6	-4,0	-0,5	-0,1	1,0	2,0	6,6	1,7	1,1	3,8	60,8	19,1	10,2	31,5
1993	-1,3	-5,5	-4,9	-0,6	-0,1	0,3	2,4	7,9	1,5	0,0	6,4	67,2	20,1	9,9	37,2
1994	-1,0	-5,0	-4,3	-0,7	0,0	0,5	0,8	5,8	0,2	0,9	4,7	69,8	19,4	10,3	40,1
1995	-1,0	-5,0	-4,1	-0,5	-0,3	0,7	2,7	7,6	2,6	0,0	5,0	74,0	21,0	9,8	43,2
1996	-0,8	-4,3	-3,6	-0,5	-0,2	1,4	-0,6	3,7	0,2	0,4	3,1	75,2	20,5	9,9	44,9
1997	0,5	-2,6	-2,3	-0,3	0,1	2,5	-0,4	2,2	-0,1	-0,6	2,9	74,6	19,6	8,9	46,1
1998	1,3	-2,0	-2,2	0,1	0,1	2,6	-0,5	1,5	-0,4	-0,6	2,5	72,9	18,4	7,9	46,7
1999	2,3	-1,2	-1,6	0,1	0,3	3,1	0,5	1,6	-0,2	-0,8	2,7	72,1	17,5	6,8	47,7

3. Déficit (-) / superávit (+) de los países de la zona del euro

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	-3,7	-3,4	-5,0	-4,2	-0,6	-7,1	2,7	-1,8	-3,8	-3,8	-3,2
1997	-2,0	-2,6	-3,2	-3,0	0,8	-2,7	3,6	-1,2	-1,9	-2,6	-1,5
1998	-1,0	-1,7	-2,6	-2,7	2,1	-2,8	3,2	-0,8	-2,5	-2,1	1,3
1999	-0,9	-1,1	-1,1	-1,8	2,0	-1,9	2,4	0,5	-2,0	-2,0	2,3
2000 ⁴⁾	-0,5	-1,0	-0,7	-1,5	1,7	-1,5	2,6	1,0	-1,7	-1,5	4,1

4. Deuda bruta nominal consolidada de los países de la zona del euro

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1996	128,3	59,8	68,0	57,1	74,1	122,1	6,2	75,3	68,3	63,6	57,1
1997	123,0	60,9	66,7	59,0	65,3	119,8	6,0	70,3	63,9	60,3	54,1
1998	117,4	60,7	64,9	59,3	55,6	116,3	6,4	67,0	63,5	56,5	49,0
1999	114,4	61,0	63,5	58,6	52,4	114,9	6,2	63,6	64,5	56,7	47,1
2000 ⁴⁾	110,0	60,7	62,3	58,2	45,2	110,8	5,8	58,7	64,0	57,0	42,6

Fuentes: BCE para los datos agregados de la zona del euro; para los déficit/superávit y deuda de los países: Comisión Europea.

1) Los recursos, empleos y déficit agregados se basan en el SEC 95. Las transacciones entre países no están consolidadas.

2) Diferencias entre la variación anual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit en porcentaje del PIB.

3) Variación anual de la deuda bruta nominal consolidada en porcentaje del PIB: $[deuda(t) - deuda(t-1)] \div PIB(t)$.

4) Predicciones de la Comisión Europea.

8 Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluyendo reservas)

Cuadro 8.1

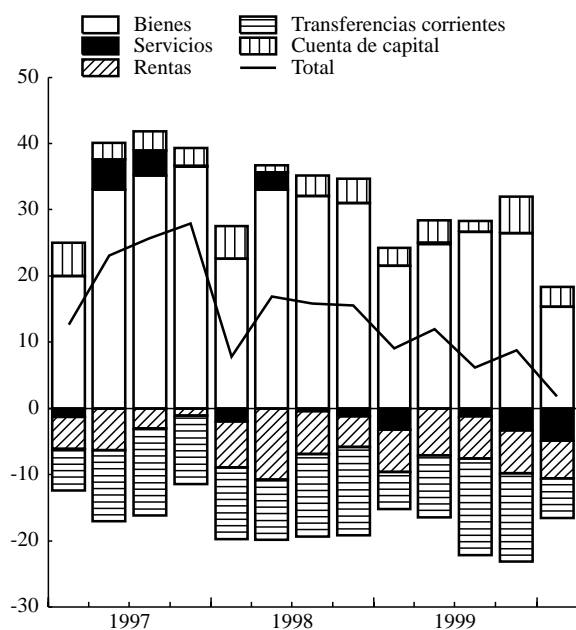
Resumen de la balanza de pagos^{1) 2)}

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

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transferencias corrientes		Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	76,2	124,8	7,1	-15,2	-40,5	13,1	.	-48,1	-22,8	.	.	.	.
1998	43,3	118,8	-0,9	-28,8	-45,8	12,7	-69,1	-102,6	-85,3	-8,2	118,5	8,5	13,1
1999	22,8	99,5	-7,5	-26,4	-42,8	13,3	-64,3	-138,8	-28,9	-1,0	90,8	13,7	28,2
1999 I	6,4	21,5	-3,2	-6,4	-5,5	2,8	-33,1	-15,6	-54,7	-1,4	33,0	5,5	24,0
II	8,6	24,8	0,2	-7,1	-9,3	3,4	-28,3	-52,6	-7,0	-0,6	25,3	6,6	16,2
III	4,5	26,6	-1,1	-6,4	-14,6	1,7	-6,7	-23,3	29,8	1,5	-16,1	1,4	0,5
IV	3,4	26,5	-3,3	-6,5	-13,4	5,5	3,8	-47,3	3,0	-0,5	48,5	0,2	-12,6
2000 I	-1,2	15,3	-4,8	-5,7	-6,0	3,1	60,2	149,2	-180,9	-1,9	94,0	-0,2	-62,0
1999 Feb	2,3	6,9	0,0	-2,5	-2,2	-0,1	6,8	-6,2	-26,4	-0,4	34,8	5,0	-9,0
Mar	6,4	9,8	-0,4	-1,6	-1,4	0,2	-40,3	-4,6	-37,1	0,9	-2,1	2,7	33,7
Abr	4,8	8,0	-0,4	0,1	-2,9	0,5	-5,1	-14,6	13,6	3,5	-9,3	1,8	-0,2
May	-1,5	5,9	0,7	-4,9	-3,2	1,4	-11,0	-19,1	-28,5	-3,9	37,0	3,5	11,1
Jun	5,4	11,0	-0,1	-2,3	-3,2	1,4	-12,2	-18,9	7,9	-0,1	-2,3	1,3	5,4
Jul	6,4	14,6	-0,1	-3,6	-4,5	0,7	-24,4	-9,8	-3,2	0,8	-11,5	-0,8	17,3
Ago	1,3	6,5	-0,5	0,1	-4,8	0,6	27,2	-7,2	12,0	1,9	20,0	0,5	-29,0
Sep	-3,2	5,6	-0,6	-2,9	-5,2	0,4	-9,5	-6,3	20,9	-1,2	-24,6	1,7	12,3
Oct	2,2	10,5	-0,2	-3,9	-4,1	1,5	14,7	-7,3	-13,5	-1,8	37,2	0,1	-18,4
Nov	1,6	8,4	-1,8	-0,7	-4,3	1,1	-4,5	-19,4	13,6	1,6	-1,0	0,6	1,8
Dic	-0,5	7,7	-1,3	-1,9	-5,0	2,8	-6,4	-20,6	2,9	-0,3	12,2	-0,5	4,0
2000 Ene	-6,6	0,9	-1,9	-4,3	-1,3	1,4	17,1	2,0	-17,5	-1,3	35,5	-1,6	-11,9
Feb	2,4	6,3	-2,0	-0,8	-1,0	0,2	9,7	144,7	-138,7	2,6	0,2	0,8	-12,3
Mar	3,0	8,1	-0,9	-0,6	-3,7	1,4	33,3	2,4	-24,7	-3,2	58,2	0,6	-37,8
Abr	-3,2	6,0	-1,2	-3,9	-4,0	1,5	5,0	-6,2	-7,9	2,1	16,8	0,2	-3,4

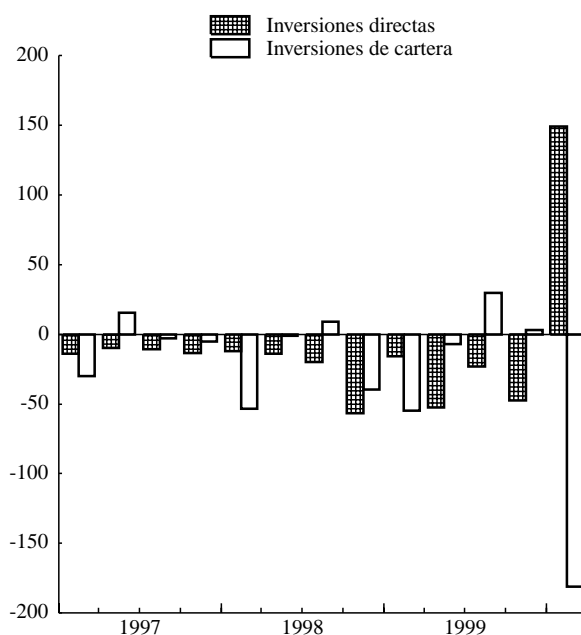
Cuenta corriente y cuenta de capital

[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 acerca de la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

Cuadro 8.2

Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital¹⁾

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

	Cuenta corriente										Cuenta de capital	
	Total		Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1997	1.212,2	1.136,0	744,1	619,3	217,9	210,8	189,5	204,7	60,7	101,1	18,9	5,8
1998	1.264,0	1.220,6	772,4	653,6	232,0	232,8	198,5	227,3	61,1	106,9	17,8	5,1
1999	1.303,8	1.280,9	796,0	696,5	236,0	243,5	205,0	231,4	66,8	109,6	19,6	6,3
1999 I	300,8	294,4	179,7	158,2	50,7	53,9	46,6	53,0	23,8	29,3	4,4	1,7
II	325,2	316,6	193,1	168,2	59,3	59,1	58,0	65,1	14,8	24,2	4,6	1,2
III	323,2	318,7	199,9	173,2	62,5	63,6	47,9	54,4	12,9	27,5	3,1	1,5
IV	354,7	351,3	223,4	196,9	63,6	66,8	52,5	59,0	15,3	28,6	7,5	2,0
2000 I	355,3	356,5	219,0	203,7	56,3	61,2	54,4	60,2	25,5	31,4	4,3	1,2
1999 Feb	95,1	92,8	57,4	50,5	17,2	17,2	14,2	16,7	6,2	8,4	0,7	0,8
Mar	110,4	103,9	68,8	59,0	18,7	19,0	17,7	19,3	5,3	6,6	0,6	0,5
Abr	105,8	101,0	63,3	55,3	18,5	18,9	19,1	19,1	4,9	7,8	1,0	0,4
May	102,6	104,2	60,7	54,9	19,2	18,5	17,3	22,2	5,4	8,6	1,8	0,3
Jun	116,8	111,4	69,1	58,1	21,6	21,7	21,6	23,8	4,6	7,8	1,9	0,5
Jul	115,9	109,4	72,8	58,2	22,7	22,8	15,7	19,3	4,6	9,1	1,3	0,6
Ago	98,3	97,0	58,8	52,3	19,1	19,6	16,2	16,1	4,2	9,0	1,0	0,4
Sep	109,0	112,2	68,2	62,7	20,6	21,2	16,1	19,0	4,1	9,4	0,8	0,5
Oct	115,7	113,5	74,0	63,5	20,9	21,1	15,9	19,8	4,9	9,1	2,0	0,5
Nov	117,6	116,0	75,3	66,9	20,5	22,3	17,1	17,8	4,7	9,0	1,8	0,7
Dic	121,3	121,8	74,1	66,4	22,2	23,4	19,5	21,4	5,6	10,6	3,7	0,8
2000 Ene	110,8	117,4	63,7	62,8	17,8	19,7	16,4	20,6	13,0	14,3	1,8	0,4
Feb	114,4	112,0	71,8	65,6	17,9	19,9	17,8	18,6	6,9	7,9	0,6	0,4
Mar	130,0	127,1	83,5	75,4	20,7	21,6	20,3	20,9	5,6	9,2	1,9	0,4
Abr	115,9	119,1	72,3	66,3	20,0	21,2	18,7	22,6	4,8	8,9	2,1	0,5

Fuente: BCE.

1) Véanse las notas generales acerca de la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

Cuadro 8.3

Balanza de pagos: cuenta de rentas

(mm de euros; flujos brutos)

	Total		Rentas del trabajo		Rentas de la inversión							
					Total		Inversiones directas		Inversiones de cartera		Otras inversiones	
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	205,0	231,4	9,6	4,9	195,4	226,5	42,4	38,4	61,9	98,5	91,1	89,7
1999 I	46,6	53,0	2,3	0,9	44,4	52,1	7,8	8,8	13,6	21,7	23,0	21,6
II	58,0	65,1	2,3	1,3	55,7	63,8	12,7	8,1	17,4	31,4	25,5	24,3
III	47,9	54,4	2,3	1,4	45,6	53,0	9,5	9,8	15,7	22,4	20,4	20,7
IV	52,5	59,0	2,7	1,3	49,7	57,6	12,4	11,6	15,2	23,0	22,2	23,0

	Rentas de las inversiones directas				Rentas de las inversiones de cartera							
	Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
							Total		Bonos y obligaciones		Instrumentos del mercado monetario	
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
1999	37,4	33,8	5,0	4,6	9,7	27,3	52,2	71,2	49,9	70,2	2,3	1,0
1999 I	6,9	8,0	0,9	0,9	1,6	3,7	12,0	18,0	11,6	17,3	0,5	0,7
II	11,5	7,0	1,2	1,1	3,3	12,8	14,1	18,6	13,5	18,1	0,6	0,5
III	8,2	8,6	1,3	1,2	2,4	4,9	13,3	17,5	12,7	17,7	0,6	-0,2
IV	10,7	10,2	1,7	1,4	2,4	5,8	12,8	17,2	12,1	17,2	0,7	0,0

Fuente: BCE.

Cuadro 8.4

Balanza de pagos: cuentas de inversiones directas y de cartera¹⁾

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

1. Inversiones directas; inversiones de cartera por instrumentos²⁾

	Inversiones directas		Inversiones de cartera									
	En el exterior	En la zona del euro	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	11	12
1997	-93,4	45,3	.	.	-98,7	98,3	-203,3	-187,1	-16,3	118,5	102,7	15,8
1998	-183,0	80,4	-302,1	216,8	-98,7	98,3	-203,3	-187,1	-16,3	118,5	102,7	15,8
1999	-212,9	74,1	-316,5	287,5	-153,7	97,7	-162,7	-149,0	-13,8	189,8	119,2	70,6
1999 I	-36,3	20,8	-65,3	10,7	-21,7	-5,4	-43,6	-43,8	0,1	16,1	2,9	13,2
II	-76,9	24,3	-85,6	78,6	-40,9	31,3	-44,7	-52,5	7,8	47,3	33,7	13,7
III	-26,9	3,6	-64,3	94,1	-37,2	27,1	-27,0	-21,0	-6,1	67,0	42,3	24,7
IV	-72,7	25,4	-101,2	104,2	-53,9	44,8	-47,3	-31,7	-15,7	59,4	40,4	19,1
2000 I	-57,7	206,9	-130,8	-50,0	-102,2	-106,4	-28,7	-25,5	-3,1	56,4	30,6	25,8
1999 Feb	-12,0	5,8	-16,2	-10,2	-4,3	1,9	-11,9	-13,2	1,3	-12,1	-18,0	6,0
Mar	-12,5	7,9	-30,0	-7,1	-11,0	-16,9	-19,0	-21,2	2,3	9,7	5,2	4,5
Abr	-23,3	8,7	-22,2	35,8	-11,7	8,2	-10,5	-14,8	4,3	27,6	27,7	-0,1
May	-28,3	9,1	-37,9	9,4	-15,7	10,8	-22,2	-23,3	1,1	-1,4	-9,2	7,8
Jun	-25,3	6,4	-25,5	33,4	-13,5	12,3	-12,0	-14,4	2,4	21,1	15,2	5,9
Jul	-3,6	-6,2	-22,0	18,8	-9,8	11,0	-12,2	-11,8	-0,3	7,8	0,4	7,4
Ago	-12,8	5,6	-22,8	34,8	-14,8	5,5	-8,0	-6,5	-1,5	29,3	21,8	7,5
Sep	-10,5	4,3	-19,5	40,4	-12,6	10,5	-6,9	-2,7	-4,2	29,9	20,1	9,8
Oct	-15,2	7,9	-24,2	10,8	-13,2	10,2	-11,1	-5,4	-5,6	0,6	1,5	-0,9
Nov	-22,4	3,0	-35,4	49,0	-18,3	16,1	-17,1	-12,2	-4,9	32,9	32,7	0,2
Dic	-35,2	14,5	-41,5	44,4	-22,4	18,5	-19,1	-14,0	-5,1	25,9	6,2	19,7
2000 Ene	-5,4	7,4	-25,1	7,6	-22,0	4,0	-3,1	-6,1	2,9	3,6	0,1	3,5
Feb	-19,4	164,2	-68,1	-70,6	-52,6	-92,0	-15,5	-12,6	-2,9	21,4	5,6	15,8
Mar	-33,0	35,4	-37,6	12,9	-27,6	-18,4	-10,0	-6,9	-3,2	31,4	24,9	6,5
Abr	-18,6	12,4	-25,8	17,9	-18,2	-4,7	-7,6	-4,7	-2,8	22,6	13,9	8,7

2. Inversiones de cartera, activos, por instrumentos y sectores tenedores

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
					Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario			
	Eurosistema	AAPP	IFM (excluido el Eurosistema)	Otros sectores	Eurosistema	AAPP	IFM (excluido el Eurosistema)	Otros sectores	Eurosistema	AAPP	IFM (excluido el Eurosistema)	Otros sectores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	0,1	-2,0	3,3	-155,1	0,7	-1,6	-17,7	-130,4	0,6	-0,1	-8,0	-6,2
1999 I	0,1	-0,4	1,1	-22,5	0,1	-0,4	5,1	-48,6	1,4	-0,2	-1,1	0,0
II	0,0	-0,3	-3,0	-37,7	0,8	-0,3	-10,5	-42,5	0,5	-0,5	1,1	6,6
III	0,0	-0,5	6,1	-42,9	0,1	-0,6	-4,4	-16,1	-1,0	0,4	-1,0	-4,4
IV	-0,1	-0,9	-1,0	-51,9	-0,3	-0,3	-7,8	-23,3	-0,3	0,1	-7,0	-8,4

Fuente: BCE.

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

2) Véanse las notas generales acerca de la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

Cuadro 8.5

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 clasificadas por sectores^{1) 2)}

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluyendo el Eurosistema)						Otros sectores	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-67,5	186,0	-0,7	3,5	-1,4	-7,7	-22,6	178,1	-34,2	34,8	11,6	143,3	-42,8	12,1
1999	-58,0	148,8	9,4	0,0	-0,7	-13,4	-24,8	137,4	-50,4	39,7	25,6	97,7	-41,9	24,7
1999 I	-34,6	67,7	2,9	0,0	-3,3	-4,2	-13,4	58,6	-13,9	7,1	0,6	51,5	-20,9	13,3
II	1,0	24,4	4,4	0,0	3,9	-2,9	8,2	19,4	-15,6	13,2	23,9	6,2	-15,6	7,8
III	-28,1	12,0	-0,3	0,0	-1,6	-2,4	-8,6	10,3	-14,3	8,1	5,7	2,2	-17,7	4,1
IV	3,8	44,7	2,3	0,0	0,3	-3,9	-11,1	49,1	-6,5	11,3	-4,5	37,8	12,2	-0,5
2000 I	-69,5	163,5	-3,5	0,0	-6,4	-3,2	-29,5	169,1	-11,0	24,7	-18,5	144,4	-30,2	-2,4
1999 Feb	30,9	3,9	-4,5	0,0	-2,2	-0,6	48,5	1,5	-0,6	-3,2	49,1	4,6	-10,9	3,1
Mar	-0,8	-1,3	-1,0	0,0	-1,1	1,2	3,2	-8,1	-7,1	6,8	10,3	-14,9	-1,8	5,6
Abr	10,5	-19,8	0,4	0,0	-0,2	0,3	15,0	-20,8	-4,7	2,7	19,7	-23,5	-4,8	0,7
May	-10,7	47,6	3,1	0,0	1,0	-0,9	-13,4	50,4	-3,9	6,1	-9,5	44,3	-1,4	-1,9
Jun	1,1	-3,5	0,9	0,0	3,0	-2,3	6,6	-10,1	-7,1	4,5	13,7	-14,6	-9,4	9,0
Jul	-14,2	2,7	0,8	0,0	-1,7	-1,2	-8,2	0,4	-2,1	3,7	-6,0	-3,2	-5,1	3,5
Ago	-5,1	25,1	-1,5	0,0	0,2	-0,1	-2,6	26,3	-5,4	0,1	2,8	26,2	-1,2	-1,1
Sep	-8,8	-15,8	0,5	0,0	-0,1	-1,1	2,2	-16,4	-6,8	4,3	9,0	-20,7	-11,4	1,7
Oct	-16,8	53,9	0,3	0,0	-1,1	-1,1	-20,8	51,1	-3,1	3,5	-17,7	47,5	4,9	4,0
Nov	-71,8	70,8	-1,7	0,0	1,1	-1,8	-68,5	71,6	1,0	-0,4	-69,4	72,0	-2,7	1,0
Dic	92,3	-80,1	3,8	0,0	0,3	-1,0	78,2	-73,6	-4,4	8,2	82,5	-81,8	10,0	-5,5
2000 Ene	-4,1	39,6	-0,3	0,0	-2,2	-1,2	8,3	41,3	-3,4	7,8	11,7	33,5	-9,9	-0,5
Feb	-32,6	32,9	-1,8	0,0	-4,1	-0,5	-22,4	30,3	-2,9	8,3	-19,5	22,1	-4,4	3,1
Mar	-32,8	91,0	-1,3	0,0	-0,1	-1,5	-15,4	97,5	-4,7	8,7	-10,7	88,8	-16,0	-5,0
Abr	-26,0	42,8	3,1	0,0	0,9	0,5	-27,9	41,8	-5,2	4,9	-22,7	36,9	-2,1	0,5

2. Otras inversiones clasificadas por sectores e instrumentos¹⁾

2.1. Eurosistema

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	1	2	3	4	5	6
1999	10,0	0,0	10,0	-0,7	0,0	-0,7
1999 I	3,6	0,0	3,6	-0,7	0,0	-0,7
II	4,3	0,0	4,3	0,1	0,0	0,1
III	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
IV	2,4	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

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

2) Véanse las notas generales acerca de la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

2.2. Administraciones Públicas

	Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1999	-0,3	0,0	-0,4	1,5	-13,1	-11,6	-1,9	-0,2	-2,1
1999 I	-0,2	0,0	-0,2	-2,9	-4,1	-7,0	-0,3	-0,1	-0,4
II	-0,1	0,0	-0,1	5,7	-2,7	3,0	-1,8	-0,2	-2,0
III	-0,1	0,0	-0,1	-1,2	-2,5	-3,7	-0,3	0,1	-0,2
IV	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-3,9	-3,9	0,4	0,0	0,4

2.3. IFM (excluyendo el Eurosistema)

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	16	17	18	19	20	21
1999	-25,9	137,0	111,2	1,1	0,4	1,5
1999 I	-17,1	61,3	44,2	3,7	-2,7	1,0
II	9,1	18,4	27,4	-0,8	1,1	0,2
III	-6,8	9,8	3,0	-1,8	0,5	-1,3
IV	-11,1	47,6	36,6	0,0	1,5	1,5

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	-13,4	2,7	-10,8	-5,7	14,5	8,8	-22,8	7,5	-15,3
1999 I	-3,5	4,1	0,6	-11,8	3,4	-8,4	-5,5	5,8	0,2
II	-6,2	-2,9	-9,1	1,4	9,6	11,1	-10,8	1,0	-9,7
III	-2,9	-0,1	-3,0	-11,9	2,7	-9,2	-2,9	1,5	-1,4
IV	-0,7	1,5	0,8	16,6	-1,2	15,4	-3,7	-0,8	-4,4

3. Activos de reserva¹⁾

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos
					Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros	
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	13,7	0,3	1,0	3,0	9,5	3,2	0,8	0,2	7,8	-2,4	-0,1	0,0
1999 I	5,5	0,0	2,5	0,0	3,3	1,5	3,0	0,0	1,3	-2,5	0,0	-0,3
II	6,6	0,0	-1,1	0,8	6,8	-4,6	-2,4	0,0	11,0	2,8	0,0	0,1
III	1,4	0,0	0,2	1,9	-0,9	5,3	-2,7	0,2	-3,2	-0,5	0,0	0,2
IV	0,2	0,3	-0,7	0,3	0,4	0,9	3,0	0,0	-1,3	-2,2	-0,1	-0,1

Fuente: BCE.

1) Aumento (-); disminución (+).

Cuadro 8.6

Posición de inversión internacional y activos de reserva

1. Posición neta de inversión internacional¹⁾

[mm de euros (mm de ECU en 1997); activos menos pasivos; saldos a fin de período]

	Total	Inversiones directas			Inversiones de cartera					Deriva- dos finan- cieros	Otras inversiones				Activos de reserva
		Total	Acciones (incluyen- do rein- versión de bene- ficios)	Otro capital	Total	Acciones y partici- paciones	Valores distintos de acciones				Total	Créditos comer- ciales	Préstas mos/elec- tivo y depó- sitos	Otros activos/ pasivos	
							Total	Obliga- ciones y bonos	Instru- mentos del mer- cado mo- netario						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1997	42,2	114,4	129,9	-15,5	-599,6	-361,8	-237,8	-210,7	-27,0	-5,7	169,8	80,0	0,4	89,3	363,3
1998	-132,4	164,6	175,4	-10,8	-609,1	-475,5	-133,6	-125,5	-8,2	-3,6	-13,8	86,5	-172,2	71,9	329,4

Fuente: BCE.

1) Véanse las notas generales acerca de la comparabilidad entre los datos más recientes y los anteriores.

2. Reservas y otros activos del Eurosistema¹⁾

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

	Activos de reserva													Pro memoria: otros activos
	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de 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	Acciones y participa- ciones	Bonos y obliga- ciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998 Dic ²⁾	329,4	99,6	404,131	5,1	23,4	199,8	12,5	18,3	0,0	116,7	52,4	0,0	1,5	7,6
1999 Dic	372,4	116,4	402,758	4,5	24,2	225,2	-	-	-	-	-	0,0	2,0	14,4
2000 Ene ³⁾	378,1	116,2	401,639	4,3	24,4	231,4	-	-	-	-	-	0,2	1,9	14,7
Feb ³⁾	383,2	121,1	400,503	4,4	23,9	231,9	-	-	-	-	-	0,2	2,0	16,1
Mar	385,4	116,0	400,503	4,4	24,8	238,9	-	-	-	-	-	0,2	1,2	17,0
Abr	399,6	121,3	400,503	4,3	22,7	249,1	-	-	-	-	-	0,2	2,3	18,1
May	388,6	117,2	400,503	4,5	21,1	243,9	-	-	-	-	-	0,2	1,8	19,2

3. Reservas y otros activos del Banco Central Europeo⁴⁾

(mm de euros; saldos a fin de periodo)

	Activos de reserva													Pro memoria: otros activos
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos financieros denominados en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro
						Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros		
		En onzas troy de fino (millones)				En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y participa- ciones	Bonos y obliga- ciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999 Dic	49,3	6,9	24,030	0,0	0,0	41,0	-	-	-	-	-	0,0	1,4	2,6
2000 Ene	50,0	7,0	24,030	0,0	0,0	41,7	-	-	-	-	-	0,0	1,3	3,2
Feb	48,1	7,3	24,030	0,0	0,0	39,5	-	-	-	-	-	0,0	1,3	4,2
Mar	49,8	7,0	24,030	0,0	0,0	42,0	-	-	-	-	-	0,0	0,9	4,3
Abr	52,8	7,3	24,030	0,0	0,0	44,3	-	-	-	-	-	0,0	1,2	4,3
May	50,1	7,0	24,030	0,0	0,0	42,1	-	-	-	-	-	0,0	0,9	4,5

Fuente: BCE.

1) Los datos no son totalmente comparables con los del cuadro 1.1, por diferencias en cobertura y valoración.

2) Saldo a 1 de enero de 1999.

3) 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.

4) Parte de las reservas del Eurosistema.

9 Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro

Cuadro 9

1. Exportaciones¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); valor f.o.b.]

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros	Índices de exportaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	669,7	49,2	14,2	13,1	85,5	195,5	295,9	16,3	107,6	104,7	102,8
1997	762,8	52,8	16,3	14,4	99,0	216,6	342,8	20,9	122,5	115,9	105,7
1998	796,3	56,1	15,8	12,6	104,4	221,7	371,1	14,7	127,9	120,0	106,6
1999	829,7	55,2	16,3	13,5	113,7	224,1	383,1	23,8	133,3	122,3	109,0
1997 I	170,7	12,0	3,8	3,7	22,6	48,9	74,7	5,0	109,7	104,2	105,3
II	191,8	13,4	4,1	3,6	25,1	53,9	86,4	5,3	123,3	117,3	105,1
III	193,5	13,0	4,2	3,4	25,6	55,6	86,5	5,1	124,3	116,6	106,6
IV	206,8	14,4	4,2	3,7	25,6	58,2	95,1	5,5	132,9	125,7	105,7
1998 I	194,5	13,8	4,2	3,4	26,7	54,7	88,0	3,7	125,0	115,9	107,8
II	204,5	14,6	3,9	3,3	27,0	56,6	95,5	3,7	131,4	123,1	106,8
III	195,9	13,5	3,9	3,0	25,8	55,3	91,0	3,6	125,9	118,2	106,5
IV	201,4	14,2	3,8	2,9	25,0	55,1	96,7	3,7	129,4	122,8	105,4
1999 I	187,9	12,3	3,8	2,6	25,8	51,1	86,6	5,7	120,7	112,6	107,2
II	203,0	13,4	4,0	3,1	27,9	54,9	94,0	5,8	130,5	119,8	108,9
III	209,1	13,9	4,1	3,8	29,6	56,6	95,2	6,0	134,4	122,7	109,5
IV	229,6	15,5	4,5	4,0	30,4	61,6	107,3	6,3	147,6	134,0	110,1
2000 I	227,6	13,2	4,8	4,7	31,8	61,5	103,9	7,8	146,3	.	.
1998 Feb	63,8	4,5	1,4	1,0	8,6	18,1	28,9	1,2	123,0	114,1	107,8
Mar	72,1	5,0	1,5	1,2	9,6	20,3	33,1	1,3	139,0	128,7	108,0
Abr	68,2	4,9	1,3	1,1	9,2	19,0	31,3	1,3	131,4	122,9	106,9
May	65,9	4,8	1,3	1,1	8,7	18,3	30,7	1,2	127,1	118,9	106,9
Jun	70,5	4,9	1,3	1,1	9,1	19,3	33,5	1,2	135,9	127,3	106,7
Jul	73,0	4,8	1,3	1,1	9,3	21,1	34,2	1,2	140,8	131,7	106,9
Ago	56,7	4,2	1,2	1,0	7,7	15,6	25,9	1,1	109,3	103,2	105,9
Sep	66,2	4,5	1,3	0,9	8,8	18,5	30,9	1,3	127,6	119,7	106,6
Oct	69,0	4,8	1,3	1,0	8,6	19,6	32,5	1,2	133,1	125,8	105,8
Nov	67,1	4,8	1,3	1,0	8,1	18,2	32,5	1,3	129,3	123,3	104,8
Dic	65,3	4,6	1,2	0,9	8,2	17,3	31,7	1,2	125,8	119,3	105,5
1999 Ene	54,6	3,7	1,1	0,8	7,8	14,7	25,0	1,5	105,2	98,5	106,8
Feb	60,2	4,0	1,2	0,8	8,2	16,5	27,4	2,1	116,1	108,6	106,9
Mar	73,1	4,7	1,4	1,0	9,8	19,9	34,2	2,1	140,9	130,6	107,9
Abr	65,9	4,3	1,3	1,0	9,1	17,7	30,6	1,7	127,0	116,6	108,9
May	63,7	4,5	1,3	1,0	9,0	17,3	28,8	1,8	122,8	113,2	108,5
Jun	73,5	4,6	1,3	1,1	9,8	19,8	34,5	2,2	141,6	129,6	109,3
Jul	76,3	4,6	1,4	1,2	10,3	20,8	35,7	2,4	147,0	133,0	110,6
Ago	60,8	4,2	1,3	1,1	9,2	16,0	27,2	1,8	117,3	106,7	109,9
Sep	72,0	5,1	1,4	1,5	10,1	19,7	32,4	1,9	138,9	128,6	108,0
Oct	77,0	5,2	1,4	1,4	10,1	20,8	36,0	2,1	148,4	135,0	109,9
Nov	77,2	5,3	1,5	1,2	10,6	20,7	35,8	2,0	148,7	136,6	108,9
Dic	75,5	5,0	1,6	1,4	9,7	20,1	35,5	2,2	145,5	130,6	111,4
2000 Ene	65,7	4,0	1,4	1,5	9,3	17,5	30,1	2,0	126,6	111,8	113,3
Feb	75,7	4,4	1,6	1,6	10,7	20,7	34,6	2,0	145,9	127,1	114,8
Mar	86,3	4,8	1,8	1,6	11,8	23,3	39,2	3,8	166,3	.	.
Abr	73,9	.	.	.	.	.	.	.	142,4	.	.

Fuente: Eurostat; desglose de productos según la CUCI, Rev 3.

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) Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Cuadro 9

2. Importaciones¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); valor c.i.f.]

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros	Índices de importaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario 11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	593,9	46,6	36,5	71,6	54,1	167,0	193,6	24,6	105,5	102,9	102,6
1997	674,2	49,7	41,3	81,2	62,0	188,1	228,8	23,1	119,8	110,3	108,6
1998	711,0	55,1	41,3	58,5	68,0	202,0	270,1	16,1	126,3	123,0	102,7
1999	772,4	51,1	38,8	76,5	70,7	209,0	302,7	23,6	137,3	129,2	106,2
1997 I	159,1	11,4	9,7	21,2	14,7	44,6	51,8	5,8	113,1	106,0	106,7
II	168,0	12,6	11,0	18,6	16,0	46,5	57,5	5,7	119,4	111,4	107,2
III	166,6	12,2	10,0	20,0	15,2	48,9	55,6	4,7	118,5	106,9	110,8
IV	180,4	13,5	10,6	21,4	16,1	48,2	63,8	6,8	128,2	117,0	109,6
1998 I	179,9	13,7	10,9	16,4	17,7	51,6	65,3	4,3	127,9	119,2	107,3
II	179,2	13,7	11,1	15,1	17,3	50,4	67,2	4,3	127,4	121,6	104,7
III	171,1	13,4	9,7	13,8	16,4	50,8	63,4	3,6	121,6	119,5	101,8
IV	180,8	14,3	9,6	13,2	16,5	49,2	74,1	3,9	128,5	131,9	97,4
1999 I	176,2	12,0	9,1	12,4	17,0	49,8	70,5	5,5	125,2	126,8	98,8
II	188,1	12,7	10,0	16,8	17,6	50,3	74,9	5,8	133,7	128,8	103,8
III	192,4	12,6	9,4	21,2	17,1	54,0	72,4	5,7	136,8	125,0	109,4
IV	215,7	13,9	10,2	26,1	19,0	54,9	84,9	6,6	153,3	136,3	112,5
2000 I	228,7	12,2	11,3	32,1	19,7	59,6	84,7	9,1	162,5	.	.
1998 Feb	57,9	4,3	3,5	5,4	5,6	16,7	20,8	1,6	123,4	114,4	107,9
Mar	64,3	4,9	3,8	5,3	6,5	18,3	24,1	1,3	137,1	128,6	106,6
Abr	60,1	4,8	3,7	5,2	5,8	16,8	22,6	1,3	128,2	121,5	105,5
May	56,9	4,4	3,5	5,2	5,6	15,8	21,2	1,2	121,4	115,7	104,9
Jun	62,1	4,6	3,9	4,7	6,0	17,8	23,4	1,8	132,5	127,8	103,7
Jul	59,3	4,7	3,6	4,7	6,0	17,8	21,2	1,3	126,4	123,6	102,2
Ago	50,1	4,1	2,8	4,4	4,7	15,0	18,1	1,0	106,9	105,7	101,1
Sep	61,8	4,6	3,3	4,7	5,8	17,9	24,1	1,4	131,7	129,2	101,9
Oct	62,5	4,8	3,3	4,7	5,8	17,4	25,1	1,4	133,2	133,9	99,5
Nov	59,7	4,6	3,1	4,2	5,4	16,2	24,9	1,3	127,3	131,8	96,6
Dic	58,6	5,0	3,1	4,3	5,3	15,7	24,2	1,2	125,0	130,2	96,0
1999 Ene	54,1	3,7	2,9	4,1	5,1	15,3	21,2	1,7	115,4	117,7	98,1
Feb	55,6	3,7	2,9	3,8	5,5	16,0	21,8	1,9	118,5	120,6	98,3
Mar	66,5	4,5	3,3	4,5	6,4	18,5	27,5	1,9	141,8	142,1	99,8
Abr	61,0	4,1	3,3	5,6	5,7	15,9	24,5	1,9	130,1	127,1	102,4
May	62,0	4,2	3,3	5,7	5,7	16,4	24,9	1,8	132,3	126,5	104,6
Jun	65,0	4,4	3,5	5,4	6,1	18,0	25,6	2,0	138,7	132,6	104,6
Jul	64,1	4,3	3,3	6,7	5,7	18,3	23,9	1,9	136,7	126,7	107,9
Ago	57,9	4,0	2,6	7,0	5,2	16,2	21,3	1,7	123,6	112,3	110,0
Sep	70,4	4,3	3,4	7,6	6,3	19,4	27,2	2,1	150,1	136,2	110,2
Oct	69,6	4,4	3,3	7,9	6,3	18,5	27,0	2,3	148,4	133,4	111,3
Nov	73,4	4,7	3,5	8,4	6,6	18,6	29,4	2,3	156,6	141,3	110,8
Dic	72,6	4,7	3,4	9,8	6,1	17,8	28,6	2,1	154,9	134,2	115,4
2000 Ene	70,7	4,0	3,5	10,5	5,8	18,4	26,2	2,3	150,7	128,3	117,5
Feb	74,3	3,9	3,6	10,6	6,7	19,9	27,1	2,4	158,4	132,3	119,7
Mar	83,7	4,3	4,1	11,0	7,2	21,3	31,4	4,4	178,5	.	.
Abr	72,8	.	.	.	.	.	.	.	155,2	.	.

Fuente: Eurostat; desglose de productos según la CUCI, Rev 3.

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). Parte de la diferencia 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.

2) Cálculos del BCE basados en Eurostat.

Cuadro 9

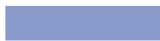
3. Saldo comercial¹⁾

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); exportaciones (f.o.b.) - importaciones (c.i.f.)]

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8
1996	75,8	2,7	-22,3	-58,5	31,4	28,5	102,3	-8,3
1997	88,6	3,2	-25,0	-66,8	37,0	28,5	114,0	-2,2
1998	85,3	1,0	-25,5	-45,9	36,4	19,7	101,0	-1,4
1999	57,3	4,0	-22,5	-63,1	43,0	15,1	80,4	0,2
1997 I	11,6	0,6	-5,8	-17,5	7,9	4,3	22,8	-0,8
II	23,8	0,7	-6,9	-15,0	9,1	7,4	28,9	-0,4
III	26,8	0,9	-5,9	-16,6	10,4	6,8	30,9	0,3
IV	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	10,0	31,3	-1,3
1998 I	14,6	0,1	-6,7	-13,0	9,0	3,2	22,7	-0,7
II	25,4	0,9	-7,2	-11,7	9,6	6,1	28,2	-0,6
III	24,8	0,1	-5,8	-10,9	9,3	4,5	27,6	0,0
IV	20,6	-0,1	-5,7	-10,3	8,5	5,9	22,6	-0,2
1999 I	11,7	0,4	-5,3	-9,8	8,9	1,3	16,1	0,2
II	14,9	0,8	-6,1	-13,7	10,3	4,5	19,1	0,0
III	16,7	1,2	-5,3	-17,4	12,5	2,6	22,8	0,3
IV	14,0	1,7	-5,8	-22,1	11,3	6,8	22,4	-0,3
2000 I	-1,0	1,0	-6,5	-27,4	12,1	1,9	19,2	-1,4
1998 Feb	5,9	0,3	-2,2	-4,3	3,1	1,4	8,1	-0,4
Mar	7,8	0,1	-2,3	-4,1	3,1	2,0	9,0	0,0
Abr	8,0	0,1	-2,4	-4,1	3,4	2,2	8,7	0,0
May	9,0	0,4	-2,3	-4,1	3,1	2,4	9,5	-0,1
Jun	8,3	0,3	-2,6	-3,5	3,1	1,5	10,1	-0,5
Jul	13,8	0,0	-2,2	-3,6	3,3	3,3	13,0	0,0
Ago	6,6	0,1	-1,6	-3,5	3,0	0,6	7,7	0,1
Sep	4,4	-0,1	-2,0	-3,8	3,0	0,5	6,8	-0,1
Oct	6,6	0,0	-2,0	-3,7	2,8	2,2	7,4	-0,2
Nov	7,4	0,2	-1,9	-3,3	2,7	2,0	7,7	0,0
Dic	6,6	-0,3	-1,9	-3,3	2,9	1,7	7,5	0,1
1999 Ene	0,4	0,0	-1,8	-3,4	2,7	-0,7	3,8	-0,2
Feb	4,6	0,2	-1,7	-3,0	2,8	0,5	5,6	0,2
Mar	6,6	0,1	-1,8	-3,5	3,4	1,5	6,8	0,2
Abr	4,8	0,2	-1,9	-4,6	3,4	1,8	6,2	-0,2
May	1,7	0,3	-2,0	-4,8	3,2	1,0	3,9	0,0
Jun	8,4	0,3	-2,1	-4,3	3,7	1,8	9,0	0,2
Jul	12,2	0,3	-2,0	-5,5	4,7	2,5	11,7	0,5
Ago	2,9	0,3	-1,3	-5,8	4,0	-0,2	5,9	0,0
Sep	1,7	0,7	-2,0	-6,1	3,8	0,3	5,1	-0,2
Oct	7,4	0,7	-1,9	-6,5	3,7	2,3	9,1	-0,2
Nov	3,7	0,6	-2,1	-7,2	4,1	2,2	6,5	-0,2
Dic	2,9	0,3	-1,8	-8,4	3,5	2,3	6,8	0,1
2000 Ene	-5,0	0,0	-2,1	-9,1	3,5	-0,8	3,9	-0,4
Feb	1,4	0,5	-2,0	-9,0	4,0	0,7	7,5	-0,4
Mar	2,5	0,5	-2,4	-9,3	4,6	1,9	7,8	-0,6
Abr	1,1	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat; desglose de productos según la CUCI, Rev 3.

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 8.1). Parte de la diferencia 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.



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 ¹⁾						Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro ²⁾			
	Grupo reducido				Grupo amplio		Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Libra esterlina
	Nominal	Deflactado por IPC	Deflactado por IPI	Deflactado por CLUM	Nominal	Deflactado por IPC				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1996	107,9	108,8	107,9	112,8	95,4	105,9	1,270	138,1	1,568	0,814
1997	99,1	99,4	99,5	101,1	90,4	96,6	1,134	137,1	1,644	0,692
1998	101,5	101,3	101,8	99,7	96,6	99,1	1,121	146,4	1,622	0,676
1999	95,7	95,7	96,0	95,8	96,6	95,8	1,066	121,3	1,600	0,659
1999 II	96,1	96,0	96,1	96,6	96,5	96,0	1,057	127,7	1,600	0,658
III	94,6	94,7	95,0	94,6	95,5	94,6	1,049	118,7	1,602	0,655
IV	92,2	92,2	92,8	92,1	94,2	92,6	1,038	108,4	1,600	0,636
2000 I	89,0	89,8	90,4	88,3	91,1	89,5	0,986	105,5	1,607	0,614
II	86,0	86,7	87,4	85,7	88,4	86,6	0,933	99,6	1,563	0,610
1999 Feb	99,9	99,9	99,8	-	100,0	100,0	1,121	130,8	1,598	0,689
Mar	98,3	98,3	98,5	-	98,7	98,6	1,088	130,2	1,595	0,671
Abr	97,1	96,9	97,2	-	97,5	97,2	1,070	128,2	1,602	0,665
May	96,6	96,5	96,6	-	96,9	96,4	1,063	129,7	1,603	0,658
Jun	94,7	94,6	94,6	-	95,1	94,4	1,038	125,3	1,595	0,650
Jul	94,8	95,2	95,2	-	95,0	94,5	1,035	123,7	1,604	0,658
Ago	95,4	95,6	95,8	-	96,3	95,5	1,060	120,1	1,600	0,660
Sep	93,6	93,4	93,9	-	95,2	93,8	1,050	112,4	1,602	0,647
Oct	94,4	94,2	94,8	-	96,3	94,7	1,071	113,5	1,594	0,646
Nov	92,0	92,0	92,8	-	94,0	92,4	1,034	108,2	1,605	0,637
Dic	90,1	90,3	90,8	-	92,2	90,7	1,011	103,7	1,601	0,627
2000 Ene	90,2	90,8	91,4	-	92,4	90,7	1,014	106,5	1,610	0,618
Feb	89,2	90,1	90,6	-	91,2	89,7	0,983	107,6	1,607	0,615
Mar	87,7	88,4	89,3	-	89,7	88,2	0,964	102,6	1,604	0,611
Abr	86,1	86,8	87,6	-	88,4	86,8	0,947	99,9	1,574	0,598
May	84,5	85,2	85,9	-	86,9	85,1	0,906	98,1	1,556	0,602
Jun	87,4	88,2	88,7	-	89,9	87,8	0,949	100,7	1,561	0,629
% var. sobre mes anterior ⁴⁾										
2000 Jun	3,4	3,5	3,3	-	3,5	3,2	4,8	2,7	0,3	4,6
% var. sobre año anterior ⁴⁾										
2000 Jun	-7,8	-6,9	-6,2	-	-5,4	-7,0	-8,5	-19,6	-2,2	-3,2

Fuente: BCE.

1) Cálculos del BCE; basados en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro. Las ponderaciones se obtienen a partir de los datos del comercio exterior de bienes manufacturados en el periodo 1995-1997 con los socios comerciales teniendo en cuenta el efecto de la competencia en terceros mercados. El grupo reducido lo componen los países cuyas monedas aparecen reflejadas en el cuadro. Además de ellos, el grupo amplio incluye los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, China, Croacia, Chipre, República Checa, Estonia, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Polonia, Rumanía, Rusia, Eslovaquia, Eslovenia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos reales se han calculado utilizando deflactores de los precios de consumo (IPC), de los precios industriales (IPI) y de los costes laborales unitarios del sector manufacturero (CLUM). Se han utilizado estimaciones cuando los deflactores no estaban disponibles.

2) Hasta diciembre de 1998, tipos de cambio del ECU (fuente BPI); a partir de enero de 1999, tipos de cambio del euro.

3) Dado que el BCE no ofrece tipos oficiales de referencia para estas monedas, se muestran tipos indicativos.

4) Para la última observación mensual se ofrece la variación porcentual respecto al mes anterior y al mismo mes del año anterior, respectivamente. Una variación positiva indica apreciación del euro.

Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro ²⁾									
Corona sueca	Corona danesa	Dracma griega	Corona noruega	Dólar canadiense	Dólar australiano	Dólar de Hong Kong ³⁾	Won coreano ³⁾	Dólar de Singapur ³⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	
8,51	7,36	305,5	8,20	1,731	1,623	9,68	1.007,9	1,765	1996
8,65	7,48	309,3	8,02	1,569	1,528	8,75	1.069,8	1,678	1997
8,92	7,50	330,7	8,47	1,665	1,787	8,69	1.568,9	1,876	1998
8,81	7,44	325,8	8,31	1,584	1,652	8,27	1.267,3	1,806	1999
8,90	7,43	325,0	8,24	1,557	1,618	8,19	1.258,8	1,810	1999 II
8,71	7,44	326,1	8,22	1,558	1,613	8,14	1.252,8	1,772	III
8,65	7,44	329,2	8,19	1,528	1,613	8,07	1.217,4	1,737	IV
8,50	7,45	332,7	8,11	1,434	1,564	7,68	1.109,8	1,674	2000 I
8,28	7,46	336,2	8,20	1,381	1,585	7,27	1.042,0	1,608	II
8,91	7,44	322,0	8,65	1,679	1,751	8,68	1.330,2	1,905	1999 Feb
8,94	7,43	322,5	8,51	1,651	1,726	8,43	1.336,2	1,881	Mar
8,91	7,43	325,5	8,32	1,594	1,668	8,30	1.292,2	1,834	Abr
8,97	7,43	325,2	8,23	1,553	1,605	8,24	1.272,1	1,820	May
8,83	7,43	324,2	8,17	1,524	1,580	8,05	1.212,6	1,775	Jun
8,74	7,44	325,0	8,18	1,540	1,576	8,03	1.229,4	1,756	Jul
8,75	7,44	326,4	8,26	1,583	1,645	8,23	1.269,1	1,779	Ago
8,63	7,43	327,0	8,23	1,552	1,619	8,15	1.260,1	1,781	Sep
8,73	7,43	329,2	8,29	1,581	1,641	8,32	1.289,9	1,793	Oct
8,63	7,44	328,7	8,19	1,516	1,618	8,04	1.215,9	1,727	Nov
8,59	7,44	329,7	8,10	1,491	1,580	7,86	1.149,6	1,694	Dic
8,60	7,44	331,1	8,12	1,469	1,542	7,89	1.145,9	1,697	2000 Ene
8,51	7,45	333,2	8,10	1,427	1,564	7,65	1.110,8	1,674	Feb
8,39	7,45	333,9	8,11	1,408	1,583	7,51	1.076,1	1,654	Mar
8,27	7,45	335,2	8,15	1,389	1,588	7,38	1.051,4	1,620	Abr
8,24	7,46	336,6	8,20	1,355	1,570	7,06	1.015,3	1,566	May
8,32	7,46	336,6	8,25	1,402	1,597	7,40	1.061,1	1,641	Jun
0,9	0,0	0,0	0,6	3,5	1,7	4,8	4,5	% var. sobre mes anterior ⁴⁾ 4,7 2000 Jun	
-5,8	0,4	3,9	1,0	-8,0	1,0	-8,1	-12,5	% var. sobre año anterior ⁴⁾ -7,6 2000 Jun	

II Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE

Cuadro 11
Evolución económica y financiera

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	IAPC	Déficit (-) / superávit (+) de AAPP en % del PIB	Deuda bruta de AAPP en % del PIB	Rdto. ¹⁾ de la deuda pública a largo plazo en %	Tipo de cambio ²⁾ en moneda nacional por ECU o euro	Cuentas corriente y de capital (nueva) ³⁾ % del PIB	Costes laborales unitarios ⁴⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ⁵⁾	Tasa de desempleo normaliza- da en % sobre la población activa (d)	Agregado monetario amplio ⁶⁾	Tipo de interés ¹⁾ a 3 meses en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Dinamarca												
1997	1,9	0,5	61,3	6,26	7,48	0,6	1,4	3,1	5,6	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	1,2	55,6	4,94	7,50	-1,1	2,6	2,5	2,3	5,2	4,6	4,27
1999	2,1	3,0	52,6	4,91	7,44	1,3	3,5	1,7	2,2	5,2	4,2	3,44
1999 II	1,8	-	-	4,50	7,43	1,6	3,9	2,3	5,7	5,3	4,9	3,13
1999 III	2,3	-	-	5,35	7,44	1,6	3,1	1,4	-0,6	5,1	3,4	3,19
1999 IV	2,8	-	-	5,57	7,44	0,4	0,9	2,5	5,2	4,9	4,1	3,78
2000 I	2,8	-	-	5,79	7,45	0,4	-	1,7	4,5	4,9	2,2	3,95
2000 II	-	-	-	-	7,46	-	-	-	-	-	-	4,73
1999 Dic	3,1	-	-	5,50	7,44	-	-	-	9,3	4,9	4,1	3,80
2000 Ene	2,8	-	-	5,87	7,44	-	-	-	5,5	5,0	0,8	3,72
2000 Feb	2,8	-	-	5,85	7,45	-	-	-	4,5	4,8	2,1	3,93
2000 Mar	3,0	-	-	5,65	7,45	-	-	-	3,6	4,8	3,9	4,18
2000 Abr	2,9	-	-	5,57	7,45	-	-	-	10,0	4,7	-0,9	4,32
2000 May	2,8	-	-	5,77	7,46	-	-	-	-	4,7	1,5	4,70
2000 Jun	-	-	-	-	7,46	-	-	-	-	-	-	5,14
Grecia												
1997	5,4	-4,6	108,5	9,92	309,3	-4,1	8,4	3,4	1,0	7,9	11,8	12,48
1998	4,5	-3,1	105,4	8,48	330,7	-3,1	5,5	3,7	3,4	10,0	10,2	13,53
1999	2,1	-1,6	104,4	6,30	325,8	-4,1	2,5	3,5	0,5	-	7,6	10,08
1999 II	2,0	-	-	5,87	325,0	-	-	-	0,5	-	7,3	9,80
1999 III	1,4	-	-	6,56	326,1	-	-	-	1,5	-	6,6	9,86
1999 IV	2,0	-	-	6,68	329,2	-	-	-	0,6	-	6,4	10,13
2000 I	2,6	-	-	6,44	332,7	-	-	-	-	-	5,3	8,71
2000 II	-	-	-	6,11	336,2	-	-	-	-	-	-	8,33
1999 Dic	2,3	-	-	6,39	329,7	-	-	-	1,6	-	5,6	9,57
2000 Ene	2,4	-	-	6,60	331,1	-	-	-	-	-	5,9	8,92
2000 Feb	2,6	-	-	6,48	333,2	-	-	-	-	-	4,7	8,51
2000 Mar	2,8	-	-	6,24	333,9	-	-	-	-	-	5,4	8,69
2000 Abr	2,1	-	-	6,09	335,2	-	-	-	-	-	9,4	8,48
2000 May	2,6	-	-	6,18	336,6	-	-	-	-	-	-	8,30
2000 Jun	-	-	-	6,06	336,6	-	-	-	-	-	-	8,22
Suecia												
1997	1,8	-2,0	75,0	6,62	8,65	-	0,4	2,0	7,2	9,9	4,2	4,43
1998	1,0	1,9	72,4	4,99	8,92	3,3	1,6	3,0	4,2	8,3	3,5	4,36
1999	0,6	1,9	65,5	4,98	8,81	1,6	0,1	3,8	1,1	7,2	6,8	3,32
1999 II	0,3	-	-	4,54	8,90	0,9	0,3	3,7	0,9	7,2	6,5	3,07
1999 III	0,7	-	-	5,48	8,71	2,8	0,3	3,8	-0,7	7,1	6,1	3,22
1999 IV	1,0	-	-	5,69	8,65	0,8	-0,8	3,8	3,1	6,8	9,1	3,69
2000 I	1,2	-	-	5,79	8,50	3,1	7,2	3,9	6,3	6,5	8,7	3,99
2000 II	-	-	-	5,30	8,28	-	-	-	-	-	-	4,09
1999 Dic	1,2	-	-	5,59	8,59	-	-	-	1,1	6,8	9,9	3,63
2000 Ene	1,0	-	-	5,95	8,60	-	-	-	5,8	6,6	8,6	3,70
2000 Feb	1,4	-	-	5,90	8,51	-	-	-	5,8	6,6	9,1	4,10
2000 Mar	1,4	-	-	5,51	8,39	-	-	-	7,3	6,4	8,4	4,16
2000 Abr	1,0	-	-	5,42	8,27	-	-	-	13,5	6,1	9,9	4,14
2000 May	1,3	-	-	5,34	8,24	-	-	-	-	6,1	-	4,10
2000 Jun	-	-	-	5,13	8,32	-	-	-	-	-	-	4,05
Reino Unido												
1997	1,8	-2,0	50,8	7,13	0,692	0,9	2,9	3,5	1,6	7,0	11,2	6,92
1998	1,6	0,3	48,4	5,60	0,676	0,0	3,7	2,6	0,3	6,3	9,7	7,42
1999	1,3	1,2	46,0	5,01	0,659	-1,3	4,0	2,1	0,1	6,1	5,2	5,54
1999 II	1,4	-2,4	46,7	4,82	0,658	-0,9	4,7	1,7	-1,7	6,1	6,7	5,30
1999 III	1,2	1,5	45,8	5,39	0,655	-1,8	3,8	2,3	1,3	6,0	3,5	5,28
1999 IV	1,2	1,5	45,6	5,46	0,636	-0,7	3,2	2,8	2,4	5,9	3,5	5,98
2000 I	0,8	7,0	43,4	5,60	0,614	-	-	3,0	1,8	5,8	3,7	6,20
2000 II	-	-	-	5,31	0,610	-	-	-	-	-	-	6,28
1999 Dic	1,2	-1,5	45,6	5,36	0,627	-	-	-	3,7	6,0	4,0	6,06
2000 Ene	0,8	18,2	43,7	5,83	0,618	-	-	-	-0,1	5,9	3,0	6,14
2000 Feb	1,0	1,6	43,2	5,63	0,615	-	-	-	2,4	5,8	2,9	6,24
2000 Mar	0,7	1,6	43,6	5,34	0,611	-	-	-	2,9	5,7	5,2	6,23
2000 Abr	0,6	1,7	43,2	5,30	0,598	-	-	-	1,5	-	-	6,30
2000 May	0,5	-2,8	42,8	5,41	0,602	-	-	-	-	-	-	6,30
2000 Jun	-	-	-	5,21	0,629	-	-	-	-	-	-	6,23

Fuentes: Eurostat [columnas 1, 8, 9 (Reino Unido) y 10 (excepto Grecia)]; 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), 9 (excepto Reino Unido), 10 (Grecia) y 11]; cálculos del BCE [columnas 6 y 7 (Suecia)].

1) Medias de los periodos.

2) Para más información, véase cuadro 10.

3) Total de la economía; los datos del Reino Unido excluyen las cotizaciones a la Seguridad Social a cargo de los empleadores.

4) Manufacturas; ajustado por días laborables.
5) Media de datos fin de mes; M3; M4 para Grecia y el Reino Unido.

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

Cuadro 12.1

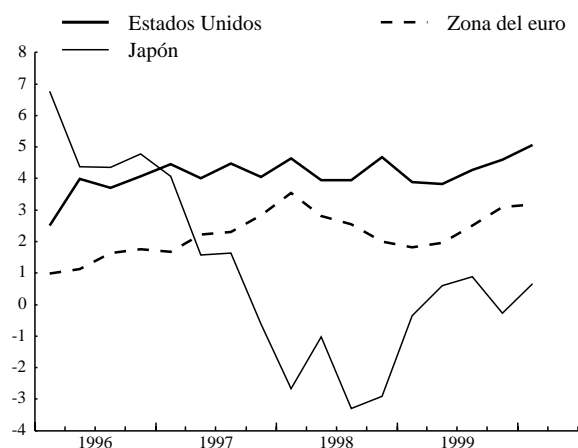
Evolución económica y financiera

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ¹⁾	Tasa de desempleo normalizada en % sobre la población activa (d)	M2 ²⁾	Tipos ³⁾ de depósitos interbancarios a 3 meses en %	Rendimiento ³⁾ de la deuda pública a 10 años en %	Tipo de cambio ⁴⁾ en moneda nacional por ECU o euro	Déficit (-) / superávit (+) fiscal ⁵⁾ en % del PIB	Deuda pública bruta ⁶⁾ en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
1996	2,9	-2,3	3,6	4,7	5,4	4,8	5,51	6,54	1,270	-2,2	58,8
1997	2,3	0,0	4,2	7,0	4,9	4,9	5,76	6,45	1,134	-0,9	56,5
1998	1,6	0,7	4,3	4,9	4,5	7,4	5,57	5,33	1,121	0,4	53,5
1999	2,2	-1,7	4,2	4,2	4,2	7,5	5,42	5,64	1,066	1,0	50,5
1999 I	1,7	-1,6	3,9	3,5	4,3	8,5	5,00	4,98	1,122	0,8	53,1
II	2,1	-1,4	3,8	4,1	4,3	8,0	5,07	5,54	1,057	1,0	51,4
III	2,3	-0,8	4,3	4,4	4,2	7,5	5,44	5,88	1,049	1,2	50,6
IV	2,6	-3,1	4,6	4,8	4,1	6,1	6,14	6,13	1,038	1,0	50,5
2000 I	3,2	-3,7	5,1	5,9	4,1	5,8	6,11	6,48	0,986	1,8	49,5
II	.	.	.	.	.	.	6,63	6,18	0,933	.	.
2000 Ene	2,7	-	-	5,8	4,0	5,8	6,04	6,66	1,014	-	-
Feb	3,2	-	-	5,7	4,1	5,5	6,10	6,52	0,983	-	-
Mar	3,7	-	-	6,2	4,1	6,0	6,20	6,26	0,964	-	-
Apr	3,0	-	-	6,5	3,9	6,3	6,31	6,00	0,947	-	-
May	3,1	-	-	6,2	4,1	5,5	6,75	6,42	0,906	-	-
Jun	.	-	-	.	.	.	6,79	6,10	0,949	-	-
Japón											
1996	0,1	-1,9	5,1	2,3	3,4	3,3	0,57	3,03	138,1	-2,9	-
1997	1,7	-2,2	1,6	3,6	3,4	3,1	0,62	2,15	137,1	-2,7	-
1998	0,6	6,3	-2,5	-7,1	4,1	4,4	0,66	1,30	146,4	-10,3	-
1999	-0,3	-2,5	0,2	0,8	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-10,4	-
1999 I	-0,1	3,0	-0,4	-3,8	4,6	4,0	0,36	1,97	130,7	-	-
II	-0,3	-1,7	0,6	-0,6	4,7	4,1	0,12	1,53	127,7	-	-
III	0,0	-5,0	0,9	3,1	4,7	3,6	0,10	1,78	118,7	-	-
IV	-1,0	-5,9	-0,3	4,8	4,6	3,0	0,29	1,77	108,4	-	-
2000 I	-0,7	-7,0	0,7	6,2	4,8	2,2	0,14	1,79	105,5	-	-
II	.	.	.	.	.	.	0,12	1,72	99,6	-	-
2000 Ene	-0,9	-6,7	-	6,1	4,7	2,6	0,15	1,71	106,5	-	-
Feb	-0,6	-8,6	-	8,2	4,9	2,1	0,13	1,83	107,6	-	-
Mar	-0,5	-5,5	-	4,6	4,9	1,9	0,14	1,81	102,6	-	-
Apr	-0,8	.	-	6,4	4,8	2,9	0,12	1,75	99,9	-	-
May	-0,7	.	-	7,4	4,6	2,2	0,10	1,71	98,1	-	-
Jun	.	.	-	.	.	.	0,13	1,69	100,7	-	-

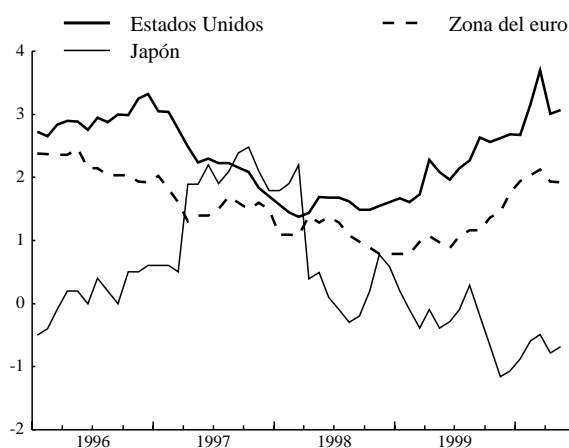
Producto interior bruto a precios constantes

(tasa de variación interanual; trimestral)



Índices de precios de consumo

(tasa de variación interanual; mensual)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5, 6, 8 (hasta diciembre de 1998), 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat (datos de la zona del euro en el gráfico); Reuters [columnas 7 y 8 (desde enero de 1999)]; 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) Japón: el déficit de 1998 incluye una gran asunción de deuda; para 1999 la fuente es cuentas financieras.

6) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de periodo).

Cuadro 12.2

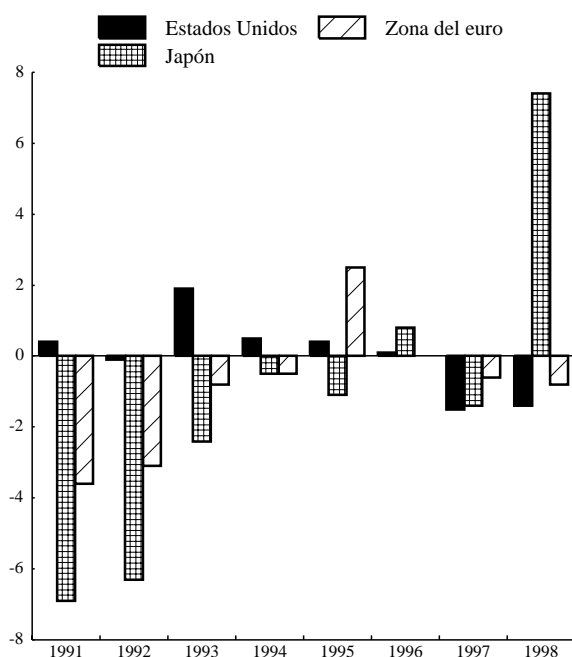
Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las empresas no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Forma- ción bruta de capital	Capaci- dad de financia- ción	Forma- ción bruta de capital	Forma- ción bruta de capital fijo	Adquisi- ción neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contra- ción neta de pasivos	Valores, incluidas acciones	Gasto de capital	Adquisi- ción neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contra- ción neta de pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
1996	17,3	19,1	-1,4	8,8	8,4	5,2	8,7	5,1	1,1	11,8	5,0	13,0	4,8
1997	18,3	19,8	-1,5	9,4	8,5	1,9	8,8	3,4	1,9	11,7	3,2	12,6	4,6
1998	18,8	20,5	-2,3	9,5	8,7	4,0	8,7	5,4	1,7	12,1	5,1	12,2	5,7
1999	18,7	20,7	-3,4	9,5	9,1	6,3	8,6	7,5	3,6	12,7	4,9	11,5	6,7
1998 II	18,6	20,3	-2,2	9,3	8,7	3,4	8,7	4,5	3,9	12,1	7,8	12,1	5,6
III	18,9	20,6	-2,6	9,6	8,7	4,4	8,6	5,8	0,6	12,1	3,7	12,0	5,3
IV	18,8	20,7	-2,6	9,5	8,9	1,8	8,6	3,4	-0,9	12,4	4,5	12,2	6,1
1999 I	19,0	20,8	-2,8	9,4	8,9	8,2	8,7	9,2	6,4	12,6	3,2	11,9	6,4
II	18,7	20,5	-3,3	9,4	9,3	6,1	8,7	7,1	0,2	12,8	5,4	11,7	6,7
III	18,7	20,8	-3,6	9,5	9,1	6,6	8,6	7,9	3,7	12,7	4,4	11,3	6,6
IV	18,3	20,9	-4,0	9,7	8,9	4,3	8,5	5,8	4,3	12,6	6,6	11,1	7,1
2000 I	18,1	21,0	-4,3	9,7	9,3	6,2	8,6	7,6	6,0	12,9	4,7	10,4	7,7
Japón													
1996	31,3	29,8	1,4	16,1	15,6	1,7	15,1	0,3	1,0	6,7	6,4	13,3	1,1
1997	31,2	28,7	2,6	16,6	16,1	3,3	13,7	1,2	0,1	5,4	7,1	13,4	0,7
1998	29,3	26,4	3,1	14,5	14,6	-6,4	15,1	-9,3	-1,3	5,0	6,0	13,7	-0,1
1999	.	25,9	.	.	.	1,6	.	-2,6	1,5	.	6,6	.	0,6
1998 II	.	24,8	.	.	.	-32,6	.	-14,2	0,4	.	12,9	.	-6,2
III	.	26,9	.	.	.	4,2	.	-2,6	1,5	.	4,2	.	2,0
IV	.	26,9	.	.	.	12,6	.	-6,5	-6,4	.	12,7	.	-0,6
1999 I	.	26,9	.	.	.	0,6	.	-12,4	-2,4	.	-4,4	.	9,8
II	.	24,2	.	.	.	-18,2	.	-14,2	1,9	.	15,2	.	-7,2
III	.	26,4	.	.	.	7,6	.	-2,7	1,5	.	3,3	.	2,6
IV	.	26,9	.	.	.	18,2	.	17,6	7,3	.	10,5	.	-3,7
2000 I	.	26,2	.	.	.	8,0	.	-5,8	-4,7	.	2,8	.	8,7

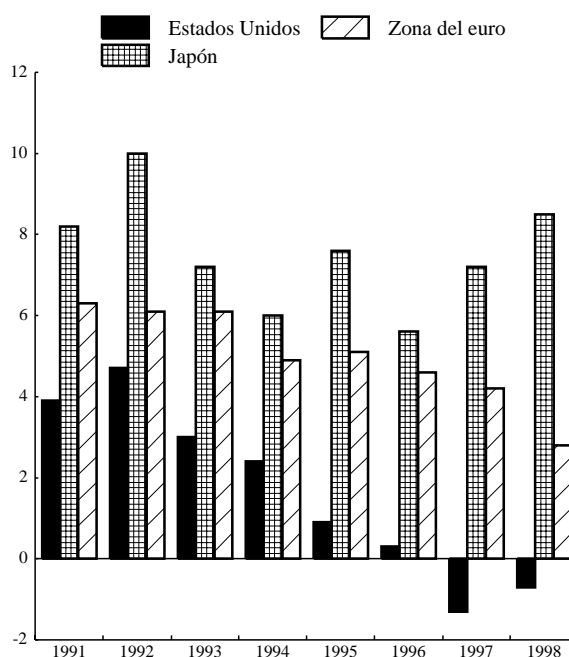
Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(en porcentaje del PIB)



Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón y Agencia Económica de Planificación.

1) Hogares, incluyendo instituciones sin fines de lucro al servicio de hogares.

Relativas al cuadro 2.4

Desestacionalización de los agregados monetarios de la zona del euro

Se utilizan la versión multiplicativa de X-12-ARIMA (versión 0.2.2¹) y TRAMO/SEATS² (versión beta, julio de 1998). Por razones técnicas, se publican como cifras oficiales los resultados de X-12-ARIMA. La desestacionalización de los agregados monetarios incluye el ajuste de algunos componentes de M2 en función del día de la semana. La desestacionalización de M3 se efectúa indirectamente agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2, para cumplir la condición de aditividad.

Se estiman coeficientes estacionales para el índice de saldos ajustados (cuadro 2.4.1). A continuación, se aplican dichos coeficientes a los niveles expresados en miles de millones de euros y a los ajustes en concepto de reclasificaciones, otras revalorizaciones, etc., obteniéndose así valores desestacionalizados para los saldos, los ajustes y, por lo tanto, para los flujos.

Cálculo de las tasas de crecimiento

Las tasas de crecimiento pueden calcularse: (a) a partir de los flujos, o (b) a partir del índice de los saldos ajustados.

Si F_t representa el flujo en el mes t , L_t el saldo a final del mes t , X_t la tasa de variación en el mes t definida como $X_t = (F_t \div L_{t-1} + 1)$, y I_t el índice de los saldos ajustados en el mes t , la tasa interanual de variación a_t —la variación en los últimos doce meses— puede calcularse de la manera siguiente:

$$(a) \ a_t = ((X_t * X_{t-1} * X_{t-2} * \dots * X_{t-9} * X_{t-10} * X_{t-11}) - 1) * 100$$

$$(b) \ a_t = (I_t \div I_{t-12} - 1) * 100$$

Los redondeos pueden hacer que aparezcan diferencias con las tasas interanuales de variación incluidas en el cuadro 2.4. El índice de los saldos ajustados está disponible con un grado de precisión más alto en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>), en la página *Euro area statistics-download* (fichero con formato csv), a partir del cual se puede calcular exactamente la tasa de variación que aparece en el cuadro 2.4.

1 Véanse detalles en 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 en «X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2» (diciembre, 1998), *Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.*

2 Véanse detalles en Gómez, V. y Maravall, A. (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User», *Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.*



Notas generales

El documento titulado «Requerimientos estadísticos para la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (*Implementation package*)», que el Instituto Monetario Europeo (IME) y los bancos centrales nacionales (BCN) pusieron a disposición de las asociaciones de bancos y de otras entidades involucradas en los trabajos estadísticos preparatorios para la tercera fase en julio de 1996, estableció las bases para las estadísticas elaboradas y publicadas por el Banco Central Europeo (BCE). El *Implementation package* comprende estadísticas monetarias y bancarias, estadísticas de balanza de pagos, estadísticas de posición de inversión internacional, estadísticas de cuentas financieras, estadísticas de precios y costes y otras estadísticas económicas.¹

Estas estadísticas comprenden la zona del euro en su conjunto. En la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>) están disponibles series de datos más largas y detalladas, incluyendo más notas explicativas y, cuando vayan estando disponibles, aparecerán en el *Boletín Mensual del BCE* datos nuevos o más detallados.

Dado que la composición del ECU no coincide con las monedas de los Estados miembros 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 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 fue el 5 de julio de 2000.

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden revisarse. Pueden producirse discrepancias entre los totales y sus componentes, debidas al redondeo.

Estadísticas monetarias y financieras

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 se han modificado para reflejar el cambio a subastas a tipo variable ocurrido en junio del 2000. 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. En el cuadro 2.5 se recoge un análisis trimestral por sectores y plazo de vencimiento de los créditos concedidos por las IFM de 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. 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)² se detallan las definiciones de sectores. El manual «Estadísticas monetarias y bancarias: Guía de elaboración» (IME, abril 1998)

¹ Las estadísticas monetarias y bancarias 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); precios y costes y otras estadísticas económicas son responsabilidad de la Comisión Europea (Eurostat).

² N. del T. Este manual está en proceso de traducción al castellano.

explica las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y compila conforme al Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector instituciones financieras monetarias (BCE/1998/16).

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.

El cuadro 3.5 recoge las estadísticas sobre emisiones, amortizaciones y saldos en circulación con el desglose por sectores emisores de los valores denominados en euros, distinguiendo si son residentes en la zona del euro o no, en el cuadro 3.6. 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 de valores emitidos por IFM (columna 2) del cuadro 3.6 son muy aproximados a 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 las páginas 20 y 21 de la edición de noviembre de 1999 del *Boletín Mensual del BCE* se ofrece mayor detalle acerca de estas estadísticas.

Indicadores de precios y de la economía real

Salvo algunas excepciones, los datos que se presentan en el *Boletín Mensual del BCE* se elaboran por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y por 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, como regla general, mayor para los períodos más recientes.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 4.1) está disponible a partir de 1995. Las estimaciones realizadas para antes de 1995 se basan en los índices de precios de consumo nacionales y no son plenamente comparables. El índice se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. A partir de enero del 2000, los datos incluyen los costes de los servicios de sanidad y educación; en general, no están disponibles datos anteriores con esta cobertura ampliada. El IAPC a partir de enero del 2000 incluye también los gastos de no residentes que se habían excluido de forma provisional de los IAPC de algunos Estados miembros.

En relación con las estadísticas de cuentas nacionales (cuadros 4.2 y 5.1), la implantación del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) durante el año 1999 y siguientes ha comenzado a preparar el terreno para disponer de datos completamente comparables, incluidas 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, principalmente, según el SEC 95.

El cuadro 5.2 recoge otros indicadores de la economía real. La implantación 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.

Los datos de encuestas de opinión (cuadro/gráfico 5.3) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas entre empresas y consumidores.

Los datos sobre empleo (cuadro 5.4) se basan en el SEC 95. Debido a que no se ha dispuesto a tiempo de la información completa para la zona del euro, se han estimado algunos datos sobre la base de la información disponible. Las tasas de desempleo se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

Estadísticas de cuentas financieras

El *Implementation package* preveía la necesidad de disponer de información detallada que comprendiera tanto las operaciones financieras como los balances para la zona del euro, con el fin de complementar el análisis monetario y el estudio de la financiación. El objetivo es proporcionar un conjunto de cuentas financieras casi omnicomprendivas, aunque no completas, para la zona del euro, basadas en las estadísticas monetarias y bancarias, las estadísticas de balanza de pagos, las estadísticas de los mercados de capitales, las estadísticas de las instituciones financieras no monetarias y las estadísticas de las Administraciones Públicas que sean acordes con las cuentas nacionales SEC 95. En el cuadro 6 figura un conjunto de estadísticas para la zona del euro basadas en las cuentas nacionales financieras y de capital.

A lo largo de este año se espera publicar en el *Boletín Mensual del BCE* un conjunto de estadísticas más detallado y mejor armonizado, que recoja las cuentas financieras para la zona del euro.

Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas

El cuadro 7 muestra los recursos, los empleos, el ahorro, el déficit y la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro en porcentaje del PIB. Estos datos son agregados obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN.

Además, se ofrecen datos relativos al déficit y la deuda de las Administraciones Públicas para los países de la zona del euro, dada su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluyendo reservas) y estadísticas del comercio de bienes y tipos de cambio

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos (cuadros 8.1 a 8.5) y en las estadísticas de posición de inversión

internacional (PII) se ajustan, en general, a lo establecido en la 5.^a edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI (octubre de 1993), así como a la documentación contenida en el Reglamento del BCE, de 1 de diciembre de 1998, sobre requisitos de declaración de datos (BCE/1998/17), 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 balanza de pagos deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos.

Se han estimado en parte algunos de los datos anteriores y pueden no ser totalmente comparables con los datos más recientes. Este es el caso de los datos de la cuenta financiera anteriores a 1998, los de la cuenta de servicios anteriores a 1997, la estructura mensual de las rentas de los años 1997 a 1999 y la PII a final de 1997. El cuadro 8.4.2 ofrece un desglose por sectores de los compradores pertenecientes a la zona del euro de valores emitidos por no residentes en la zona del euro. No es posible ofrecer un desglose por sectores de los emisores pertenecientes a la zona del euro de valores adquiridos por no residentes.

La posición de inversión internacional de la zona del euro (PII) (cuadro 8.6) se elabora en términos netos por agregación de los datos nacionales. 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 8.6.2 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos relacionados con los anteriores. Las reservas y otros activos mantenidos por el BCE se ofrecen de forma separada en el cuadro 8.6.3. Los datos de los cuadros 8.6.2 y 8.6.3 siguen las recomendaciones del FMI y el BPI sobre presentación de las reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera. Los datos de activos de reserva anteriores al final de 1999 no son plenamente comparables con las observaciones posteriores.

El cuadro 9 recoge datos del comercio exterior de bienes de la zona del euro e índices —de va-

lor, de volumen y de valor unitario— para el total de exportaciones e importaciones. El índice de valor lo calcula el BCE. El índice de volumen se obtiene a partir del índice de valor unitario facilitado por Eurostat y el índice de valor. 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).

El cuadro 10 incluye índices de tipo de cambio efectivo nominal y real del euro. Los tipos de cambio bilaterales que se incluyen corresponden a las trece monedas utilizadas por el BCE para el cálculo del tipo de cambio efectivo del euro del grupo reducido. Para todas ellas, excepto el dólar de Hong Kong, el dólar de Singapur y el won coreano, los tipos bilaterales se corresponden con los tipos de referencia diarios publicados por el BCE. Se incluyen índices reales

(deflactados con los precios a la producción y con los costes laborales unitarios en manufacturas, respectivamente) para el grupo de trece monedas, y, para un grupo más amplio de 39 monedas, un índice nominal y otro real (deflactados con los precios de consumo).

Otras estadísticas

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 contenidos en los cuadros y gráficos 12.1 y 12.2 se obtienen de fuentes nacionales. Los datos referidos al ahorro, inversión y financiación correspondientes a Estados Unidos y Japón (cuadro y gráfico 12.2) tienen la misma estructura que los relativos a flujos financieros y de capital en la zona del euro, que se recogen en el cuadro y gráfico 6.

Signos utilizados en los cuadros

- “—” inexistencia del fenómeno considerado
- “.” no disponible por el momento
- “...” cero o no significativo
- “mm” 10⁹
- (p) provisional
- (d) desestacionalizado

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema¹

4 de enero de 2000

El BCE anuncia que el 5 de enero de 2000 el Eurosistema efectuará una operación de ajuste para drenar liquidez, con fecha de liquidación el mismo día. El objeto de esta medida es restablecer las condiciones de liquidez habituales en el mercado monetario después de que se llevara a cabo con éxito la transición al año 2000.

5 de enero de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

15 de enero de 2000

A petición de las autoridades griegas, los ministros de los Estados miembros de la zona del euro, el BCE y los ministros y gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca y Grecia deciden, mediante un procedimiento conjunto, reevaluar la paridad central de la dracma griega en el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II) en un 3,5%, con efectos a partir del 17 de enero de 2000.

20 de enero de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

Además, anuncia que el Eurosistema se propone adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a más largo plazo que se llevarán a cabo en la primera mitad del 2000. Al establecer esta cantidad se han tenido en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el primer trimestre del año, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación al sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación.

3 de febrero de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de febrero. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 4 de febrero.

17 de febrero y 2 de marzo de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

16 de marzo de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 22 de marzo de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 4,5% y el 2,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 17 de marzo de 2000.

30 de marzo y 13 de abril de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

¹ La cronología de medidas de política monetaria adoptadas en 1999 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE 1999.

27 de abril de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 4 de mayo de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 28 de abril de 2000.

11 de mayo de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

25 de mayo de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, 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 junio de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,50 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,25%, y aplicarlo a las dos operaciones (que se llevarán a cabo mediante subastas a tipo fijo) que se liquidarán el 15 y el 21 de junio de 2000. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,50 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 5,25 % y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de junio de 2000.

Anuncia también que, a partir de la operación que se liquidará el 28 de junio de 2000, las

operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarán por el procedimiento de subasta a tipo variable con adjudicación a tipo múltiple. El Consejo de Gobierno decide fijar un tipo mínimo de puja para estas operaciones igual al 4,25%. El cambio a las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación no pretende introducir una nueva modificación de la orientación de la política monetaria del Eurosistema, sino que es la respuesta a la fuerte sobrepuja que venía produciéndose en el contexto del procedimiento vigente de subastas a tipo de interés fijo.

19 de junio de 2000

De conformidad con el apartado 2 del artículo 122 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Consejo ECOFIN decide que Grecia reúne las condiciones necesarias con arreglo a los criterios establecidos en el apartado 1 del artículo 121 y suprime la excepción de Grecia, con efectos a partir del 1 de enero de 2001. El Consejo ECOFIN adopta esta decisión, basándose en los informes presentados por la Comisión Europea y el BCE acerca de los progresos realizados por Suecia y Grecia en el cumplimiento de sus obligaciones en relación con la realización de la unión económica y monetaria, tras consultar al Parlamento Europeo y una vez debatida la cuestión en el Consejo de la UE, reunido en la formación de Jefes de Estado o de Gobierno.

El Consejo ECOFIN, por unanimidad de los Estados miembros de la Comunidad Europea no acogidos a excepción y del Estado miembro en cuestión, a propuesta de la Comisión Europea y previa consulta al BCE, adopta asimismo el tipo de conversión irrevocable entre la dracma griega y el euro, con efectos a partir del 1 de enero de 2001. Tras la determinación del tipo de conversión de la dracma griega respecto al euro (que es igual a su paridad central frente al euro en el Mecanismo de Tipos de Cambio II, MTC II), el BCE y el Banco de Grecia anuncian que llevarán a cabo el seguimiento de la convergencia del tipo de cambio de mercado de la dracma griega frente al euro hacia el tipo de conversión, conver-

gencia que deberá haberse alcanzado, a más tardar, el 29 de diciembre de 2000.

21 de junio de 2000

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 5,25% y 3,25%, respectivamente. El Consejo reitera que, tal como se anunció el 8 de junio de 2000, las próximas operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarán por el procedimiento de subasta a tipo de interés variable con adjudicación a tipo múltiple, estableciendo un tipo mínimo de puja del 4,25%.

Asimismo, el Consejo de Gobierno anuncia que, para las operaciones de financiación a más largo plazo que se ejecutarán en el segundo semestre

del 2000, el Eurosistema se propone adjudicar una cantidad de 15 mm de euros por operación. Al establecer esta cantidad, se han tenido en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el segundo semestre del 2000 y la intención del Eurosistema de seguir proporcionando el grueso de la liquidez requerida por el sector financiero mediante sus operaciones principales de financiación.

6 de julio de 2000

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.

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 al Departamento de Prensa 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 de Convergencia

«Informe de Convergencia 2000», mayo 2000.

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.

Serie de 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. Ronde, junio 2000.
- 23 «Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts», por P. Geraats, junio 2000.

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.

Folletos informativos

«TARGET», julio 1998.

«Los billetes y monedas en euros», julio 1999.

«TARGET: facts, figures, future», septiembre 1999.

