



BANCO CENTRAL EUROPEO

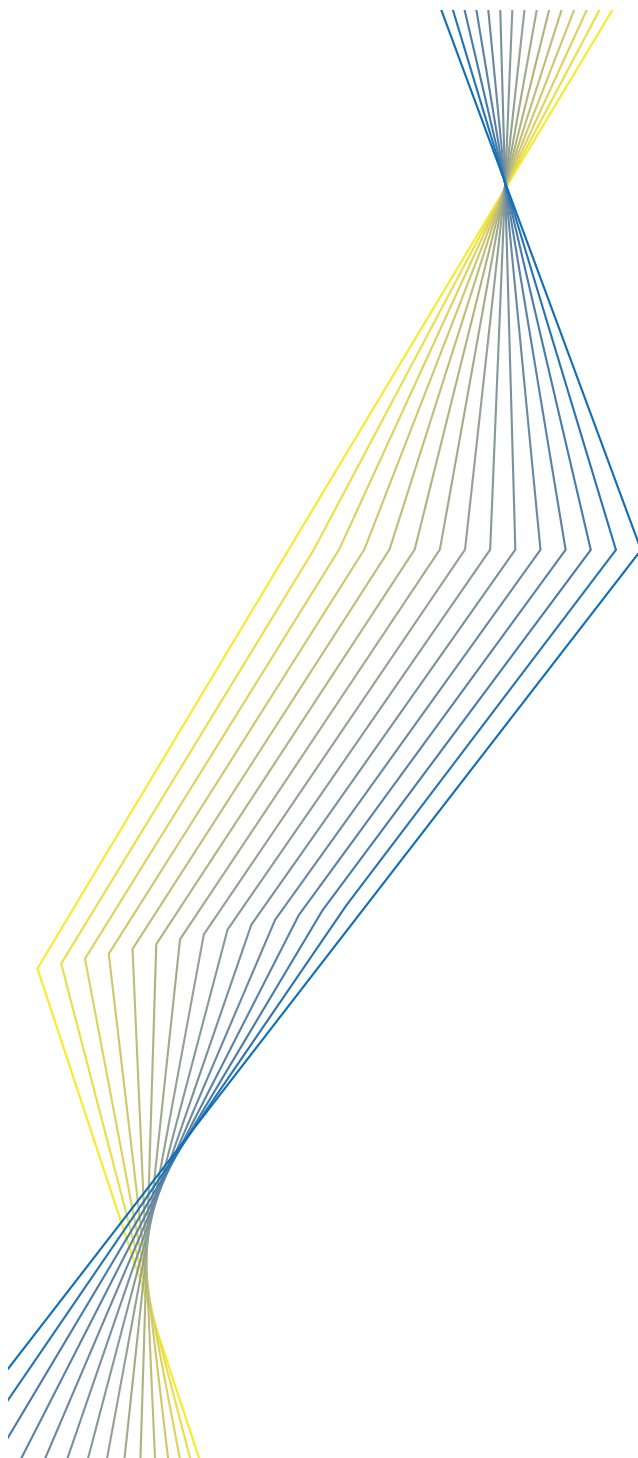
ECB EZB EKT BCE EKP

BOLETÍN
MENSUAL

Mayo 2000



BANCO CENTRAL EUROPEO



**B O L E T Í N
M E N S U A L**

M a y 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, citando la fuente.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 10 de mayo 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	22
Producto, demanda y mercado de trabajo	26
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	33
Recuadros:	
1 Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de abril de 2000	14
2 Evolución reciente de la volatilidad de los índices bursátiles	19
3 Estructura y evolución del valor añadido en la zona del euro	27
El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria	39
Evolución y características estructurales de los mercados de trabajo de 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)	69*

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

El Consejo de Gobierno del BCE ha celebrado dos reuniones desde que se publicó la última edición del *Boletín mensual del BCE*. En la primera de ellas, que tuvo lugar el 27 de abril de 2000, el Consejo de Gobierno decidió aumentar el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema, que han continuado realizándose mediante subastas a tipo de interés fijo, en 25 puntos básicos, hasta el 3,75%, a partir de la operación que se liquidó el 4 de mayo de 2000. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se incrementaron, asimismo, en 25 puntos básicos, situándose, respectivamente, en el 4,75% y el 2,75%, con efecto, en ambos casos, a partir del 28 de abril de 2000. En su reunión siguiente, celebrada el 11 de mayo de 2000, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés del BCE.

La decisión adoptada el 27 de abril de 2000 por el Consejo de Gobierno es coherente con la política de hacer frente anticipadamente a los riesgos que amenazan al alza la estabilidad de precios a medio plazo. Se consideró que dichos riesgos tenían su origen en el fuerte crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, así como en el bajo nivel del tipo de cambio del euro, en un contexto de rápida expansión económica.

En su reunión de 11 de mayo de 2000, el Consejo de Gobierno observó que la media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 —correspondiente al período comprendido entre enero y marzo del 2000— se había elevado hasta situarse en el 6%, frente al 5,9% registrado en el período transcurrido entre diciembre de 1999 y febrero del 2000, como consecuencia del fuerte aumento experimentado por M3, en cifras desestacionalizadas, durante marzo del 2000. El crecimiento de este agregado se mantuvo, por tanto, en torno a 1,5 puntos porcentuales por encima del valor de referencia fijado en el 4,5%. El panorama de abundante liquidez existente en la zona del euro queda corroborado, además, por el incremento de la tasa de variación interanual del crédito concedido al sector privado, que llegó hasta el 10,9% en marzo del 2000, frente al 10,4% registrado en el mes anterior.

En lo referente a la evolución económica de la zona del euro, los últimos datos confirman que las perspectivas de elevado crecimiento en la zona son muy favorables. Todos los indicadores disponibles apuntan a que se ha alcanzado una fase de crecimiento económico sostenido, tras la recuperación observada en el segundo semestre de 1999. La producción industrial, medida en cifras desestacionalizadas, experimentó un repunte en febrero del 2000, corroborando el mayor afianzamiento del crecimiento de la actividad industrial. La utilización de la capacidad productiva aumentó en abril del 2000, al igual que la confianza empresarial, que se incrementó por octavo mes consecutivo, llegando casi a alcanzar el nivel máximo registrado en el primer semestre de 1989. Además, la confianza de los consumidores se mantuvo en niveles históricos y el paro continuó descendiendo, por lo que es de esperar que prosiga la fortaleza del consumo privado manifestada recientemente. En cuanto al entorno exterior a la zona del euro, la recuperación del ritmo de crecimiento de la economía mundial ha beneficiado en los últimos meses a un mayor número de países industrializados y emergentes. Las favorables perspectivas de crecimiento de la demanda, tanto interna como externa, han hecho que, en los últimos meses, se revisen al alza las previsiones de expansión de la actividad económica en la zona del euro para los años 2000 y 2001.

Los rendimientos de los bonos en la zona del euro experimentaron un ascenso moderado en abril y comienzos de mayo, hasta situarse ligeramente por encima del 5,5%, lo que, en parte, constituye el reflejo de una tendencia internacional, puesto que también aumentaron los rendimientos en Estados Unidos. En la zona del euro, la curva de rendimientos se aplanó levemente durante el mismo período, como resultado de la reciente subida de los tipos de interés a corto plazo. Pese a ello, continúa mostrando una pendiente bastante positiva, en sintonía con las expectativas de que el crecimiento económico en la zona del euro prosiga al ritmo actual o se intensifique.

Pese a las expectativas generalizadas de reducción de los diferenciales de crecimiento entre las principales zonas económicas del mundo, el

tipo de cambio efectivo nominal del euro siguió depreciándose a lo largo de abril del 2000. En consecuencia, el nivel alcanzado por el tipo de cambio del euro se distanció aún más de la evolución crecientemente favorable de las variables fundamentales de la zona del euro, así como de la situación internacional de las distintas balanzas de pagos. La desviación de los tipos de cambio respecto de las variables fundamentales, hasta que no se invierta, podría provocar distorsiones no deseadas en la asignación de los flujos comerciales y las pautas de financiación a escala mundial.

Hasta que no se invierta la tendencia de depreciación del tipo de cambio, aumentarán los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, dada su incidencia en los precios de las importaciones. El BCE seguirá atentamente la evolución de este fenómeno.

En marzo del 2000, la inflación, medida por los incrementos del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se elevó del 2% registrado el mes anterior al 2,1%, debido al efecto combinado de la evolución de los precios del petróleo y del tipo de cambio del euro. Una trayectoria similar siguió el Índice de Precios Industriales, cuya tasa de variación interanual aumentó hasta el 6,2% en marzo del 2000, frente al 5,8% de febrero, como consecuencia, sobre todo, del incremento de la tasa de variación de los precios de los bienes intermedios, en los que repercute más directamente el alza de los precios del petróleo, y, con carácter más general, el encarecimiento de las importaciones. Además, también se han observado subidas en los precios de los bienes de equipo y de consumo, cuyas tasas interanuales de variación han seguido una tendencia ascendente desde el primer semestre de 1999. En los próximos meses, por un lado, cabe esperar que las tasas de inflación interanuales, medidas por el IAPC, se moderen ligeramente como resultado, sobre todo, de los efectos de base que atenúan el incremento de las tasas de inflación con respecto al mismo mes del año anterior. Por otro lado, los efectos retardados de la depreciación del euro pueden tener el impacto contrario.

Estas variaciones a corto plazo de las tasas de inflación no deberían, sin embargo, hacer olvi-

dar que lo importante para la política monetaria son las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo. En este sentido, los dos pilares de la estrategia de política monetaria adoptada por el Eurosistema señalan la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios, como queda reflejado en la reciente evolución de los agregados monetarios y crediticios y en la depreciación del tipo de cambio del euro. Estos riesgos no deben subestimarse, dada la fuerte expansión que registra actualmente la zona del euro.

La política monetaria se mantendrá alerta para hacer frente a estos riesgos al alza con una perspectiva de futuro, asegurando con ello la estabilidad de precios a medio plazo. El mantenimiento de dicha estabilidad y las expectativas de baja inflación contribuirán a transformar la actual fase expansiva en un período prolongado de intenso crecimiento económico y de descenso del paro, y establecerá de este modo las bases de un euro fuerte.

Existen actualmente razones de peso para pensar que la zona del euro seguirá disfrutando de un período duradero de crecimiento económico vigoroso y no inflacionista. A este proceso contribuirán sustancialmente el mantenimiento de la actual moderación salarial, los nuevos avances en materia de saneamiento presupuestario y la puesta en práctica de reformas estructurales en los mercados de trabajo y de bienes.

La presente edición del Boletín mensual incluye dos artículos. El primero, titulado «El contenido informativo de los tipos de interés y sus derivados para la política monetaria», examina cómo el análisis de la estructura temporal de los tipos de interés y de los precios de sus derivados puede servir a un banco central para obtener información valiosa sobre las expectativas del mercado en relación con la evolución macroeconómica futura. En el segundo, titulado «Evolución y características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro», se analizan los factores estructurales del elevado nivel de desempleo existente en la zona del euro y se debate una amplia gama de medidas de política económica que podrían resolver los problemas existentes.

Evolución económica de la zona del euro

I Evolución monetaria y financiera

Decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE

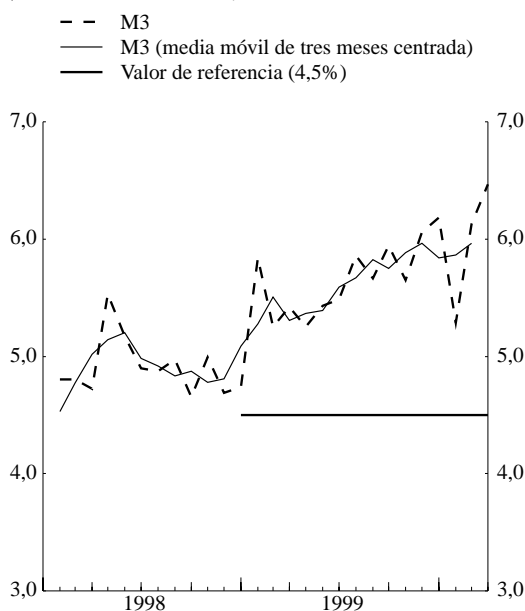
En su reunión celebrada el 27 de abril del 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (que se seguirán ejecutando mediante subastas a tipo fijo) en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidaría el 4 de mayo del 2000. Los tipos de interés aplicados a la facilidad marginal de depósito y a la facilidad marginal de crédito fueron elevados igualmente en 25 puntos básicos, hasta situarse en el 2,75% y el 4,75%, respectivamente, ambos con efectos a partir del 28 de abril del 2000. En la siguiente reunión del Consejo de Gobierno, celebrada el 11 de mayo, los tipos de interés se mantuvieron sin cambios (véase gráfico 1).

Fuerte crecimiento de M3 en marzo del 2000

En marzo del 2000, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 au-

Gráfico 2 Crecimiento de M3 y valor de referencia

(tasas de variación interanual)



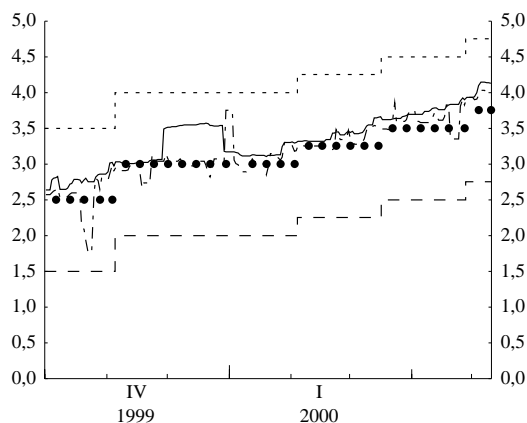
Fuente: BCE.

Gráfico 1

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

(en porcentaje; datos diarios)

- Tipo marginal de crédito
- - - Tipo de depósito
- Tipo principal de financiación
- Tipo de interés a un mes (EURIBOR)
- - - Tipo a un día (EONIA)



Fuentes: BCE y Reuters.

mentó hasta el 6,5%, desde el 6,1% correspondiente a febrero del 2000 (esta última cifra fue revisada a la baja desde el 6,2%). La media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3, correspondiente al primer trimestre del 2000, aumentó ligeramente hasta el 6%, desde el 5,9% correspondiente al trimestre anterior. En consecuencia, el crecimiento de M3 se mantuvo alrededor de 1,5 puntos porcentuales por encima del valor de referencia del 4,5% (véase gráfico 2).

La evolución reciente de M3 confirma que las condiciones de liquidez en la zona del euro siguen siendo holgadas. El aumento de la tasa de crecimiento mensual de M3 fue considerable en marzo del 2000, al igual que había ocurrido en el mes anterior. La tasa de crecimiento semestral desestacionalizada y anualizada de M3 aumentó, en marzo del 2000, hasta el 7,4%, en comparación con el 6,3% correspondiente al semestre que finalizaba en febrero del 2000.

El aumento intermensual de M3 fue, en marzo del 2000, de 32 mm de euros. Ajustado de la

Cuadro I

M3: Principales componentes

(saldos a fin de mes y variaciones intermensuales desestacionalizadas)

	Mar 2000	Ene 2000		Feb 2000		Mar 2000		Ene 2000 a Mar 2000	
	Saldos	Variaciones		Variaciones		Variaciones		Variación media	
	mm de euros	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%
M3	4.841,8	24,5	0,5	39,0	0,8	45,7	1,0	36,4	0,8
Efectivo en circulación y depósitos a la vista (= M1)	1.970,1	41,3	2,2	25,6	1,3	19,6	1,0	28,8	1,5
Otros depósitos a corto plazo (= M2 - M1)	2.151,3	-17,9	-0,8	8,1	0,4	11,1	0,5	0,4	0,0
Instrumentos negociables (= M3 - M2)	720,4	1,2	0,2	5,4	0,8	15,0	2,1	7,2	1,0

Fuente: BCE.

Nota: Debido a problemas de 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.

influencia de los factores estacionales, el crecimiento de M3 en marzo fue de 46 mm de euros, es decir, un 1% (véase cuadro I). Este aumento mensual reflejaba aumentos en todos los componentes de M3. En términos desestacionalizados, el agregado monetario estrecho M1 (que incluye el efectivo en circulación y los depósitos a la vista) aumentó en 20 mm de euros, es decir el 1%, los depósitos a corto plazo distintos de depósitos a la vista aumentaron en 11 mm de euros, es decir, el 0,5%, y los instrumentos negociables en 15 mm de euros, es decir, el 2,1%.

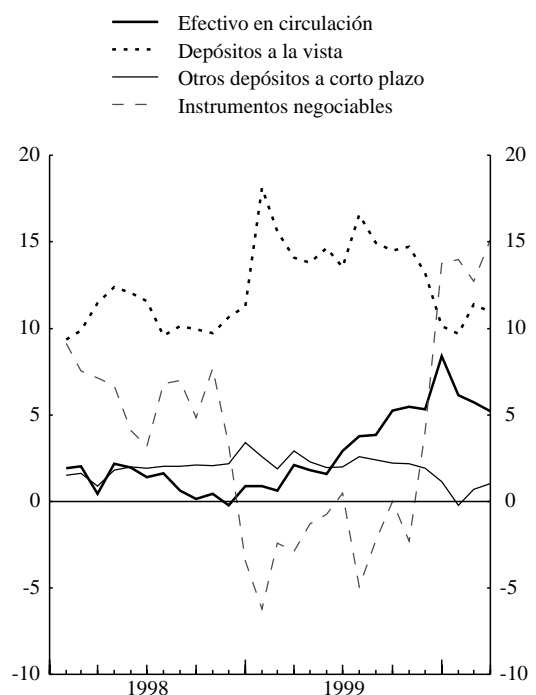
La tasa de variación interanual del efectivo en circulación cayó al 5,2% en marzo del 2000, desde el 5,7% correspondiente al mes anterior. Además, la tasa anual de crecimiento de los depósitos a la vista permaneció alta (el 11%, en comparación con el 11,4% correspondiente a febrero del 2000). En el primer trimestre del 2000, el ritmo de crecimiento de los depósitos a la vista fue considerable, interrumpiendo la ralentización observada en la segunda parte de 1999. Puesto que la elevación de los tipos de interés de mercado a corto plazo en la zona del euro en el primer trimestre del 2000 debería haber representado una contribución a la contención de la demanda de estos instrumentos, la fortaleza de la demanda de depósitos a la vista en el primer trimestre del 2000 puede ser reflejo, principalmente, del vigoroso crecimiento económico en la zona del euro. Además, el aumento de la preferencia por la liquidez puede haberse debi-

do, en parte, al motivo de precaución, dado el grado relativamente alto de incertidumbre prevaliente en los mercados de valores de la zona del euro durante el primer trimestre del 2000 (véase recuadro 2). Como consecuencia de la mencionada evolución del efectivo en circula-

Gráfico 3

Componentes de M3

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

ción y de los depósitos a la vista, la tasa interanual de crecimiento de M1 cayó hasta el 9,9%, desde el 10,4% correspondiente al mes anterior.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de depósitos a la vista aumentó ligeramente en marzo del 2000 hasta el 1%, desde el 0,7% correspondiente al mes de febrero. Dicho aumento reflejaba una evolución divergente de los distintos componentes de este agregado. La tasa interanual de crecimiento de los depósitos con vencimiento de hasta dos años pasó a ser positiva en marzo del 2000 (situándose en el 1,1%, desde el -0,5% correspondiente al mes anterior). Esto reflejaba, probablemente, el aumento gradual de los tipos de interés a corto plazo aplicados por los bancos de la zona del euro a sus clientes y la correspondiente disminución de la pendiente de la curva de rendimientos observada en el primer trimestre del 2000 (véanse gráficos 5 y 6). Al mismo tiempo, la tasa interanual de crecimiento de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses siguió disminuyendo (hasta el 1%, desde el 1,6% correspondiente a febrero). Esto suponía la continuación de la tendencia a la disminución de la demanda de estos instrumentos que se había iniciado en los últimos meses de 1999, probablemente debido a que el aumento de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro en comparación con los tipos de interés que los bancos aplican a este tipo de depósitos, había hecho que estos fuesen menos atractivos en cuanto a su rendimiento. Como resultado de la disminución de la tasa interanual de crecimiento de M1 y del aumento de la de los depósitos a corto plazo distintos de depósitos a la vista, la tasa anual de incremento del agregado monetario M2 permaneció estable, en el 5,1%, en marzo del 2000.

La tasa interanual de crecimiento de los instrumentos negociables incluidos en M3 aumentó significativamente en marzo del 2000, hasta el 15,1%, desde el 12,7% del mes anterior, lo que reflejaba principalmente que la tasa anual de disminución de las cesiones temporales se hizo menos pronunciada (la tasa de disminución fue del 5,4% en marzo del 2000, después del 12,9% correspondiente al mes anterior). Al mismo tiempo, la tasa interanual de crecimiento de los valo-

res de renta fija emitidos con vencimiento de hasta dos años siguió situándose a niveles altos (un 34,8%, en comparación con el 36,8% correspondiente a febrero). La tasa interanual de crecimiento de las participaciones en los fondos del mercado monetario y de los instrumentos del mercado monetario siguió siendo alta, situándose ligeramente por encima del 22%. En conjunto, el rápido ritmo de incremento de los instrumentos negociables refleja, probablemente, el efecto combinado de la elevación de los tipos de interés a corto plazo, de la disminución de la pendiente de la curva de rendimientos y de la alta volatilidad presente en los mercados de valores de la zona del euro en el primer trimestre del 2000. No obstante, es conveniente manejar estos datos con precaución, ya que según la información disponible, una parte significativa de los instrumentos del mercado monetario emitidos por las IFM de la zona del euro en 1999 y en 2000, ha sido adquirida por no residentes y no debería, por tanto, incluirse en M3.

Se acelera el crecimiento del crédito al sector privado

Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, la tasa interanual de crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM disminuyó del 7,3% en febrero al 6,8% en marzo. Entre los componentes de los pasivos financieros a largo plazo, la tasa interanual de crecimiento de los depósitos con vencimiento a más de dos años disminuyó hasta el 4,4%, desde el 5,1% correspondiente al mes anterior. La tasa interanual de crecimiento de los valores de renta fija emitidos con vencimiento a más de dos años disminuyó también, del 6% al 5,4%. La evolución de estos dos componentes puede relacionarse con el estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés de mercado a corto y largo plazo, en marzo del 2000. Al igual que ocurriera en los meses anteriores, los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses siguieron disminuyendo, si bien lo hicieron a un ritmo anual más lento (el 6%, en comparación con el 7,3% correspondiente a febrero). La tasa interanual de crecimiento del capital y reservas cayó hasta el 14,6%, desde el 15,1% correspondiente al mes anterior.

Por último, la tasa interanual de crecimiento de los depósitos de la Administración Central disminuyó hasta el 0,4% en marzo, frente al 3,3% correspondiente a febrero.

En cuanto al activo del balance consolidado del sector IFM, la tasa interanual de crecimiento del crédito total a los residentes en la zona del euro se situó en el 7,7% en marzo del 2000, ligeramente por debajo del 7,9% correspondiente a febrero. Esta ligera disminución se debió a una disminución significativa del crédito a las Administraciones Públicas (un -1,3%, después del aumento del 0,9% registrado en febrero), mientras que el crecimiento del crédito al sector privado aumentó aún más, desde el 10,4% del mes anterior hasta el 10,9% correspondiente a marzo.

La disminución de la tasa interanual de crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas procedió de la disminución de la tasa anual de variación de los valores distintos de acciones (desde el -2,7% de febrero al -1,6%), mientras que la tasa interanual de disminución de los préstamos a las Administraciones Públicas se reducía ligeramente (desde el -1,6% en febrero al -0,8% en marzo).

El aumento de crédito al sector privado afectó a todos sus componentes. La tasa interanual de crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado aumentó hasta el 9,7% en marzo (desde el 9,4% correspondiente a febrero). La tasa de crecimiento de tres meses desestacionalizada y anualizada se situó en

marzo en el 12,8%, mientras que la tasa de crecimiento desestacionalizada y anualizada de seis meses era del 10,1%. Este dinamismo del crecimiento de los préstamos al sector privado en el primer trimestre de 2000 se produjo a pesar de la tendencia al alza, en los últimos meses, de los tipos de interés que los bancos aplican a sus clientes. Es probable que el reforzamiento de la confianza de los empresarios y consumidores haya contribuido a sostener la demanda de préstamos del sector privado en los últimos meses. Además, las expectativas de aumento de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro pueden haber estimulado a empresas y familias a anticipar sus tomas de préstamos. La intensa actividad de fusiones y adquisiciones en la zona del euro, así como unos precios inmobiliarios al alza en algunos países de la zona, constituyen factores adicionales que subyacen a la evolución reseñada. También aumentaron en marzo del 2000 las tenencias de valores emitidos por el sector privado y mantenidos por las IFM. Las tenencias de títulos de renta fija crecieron, en marzo, a una tasa anual del 17,8%, en alza respecto del 16,1% registrado en febrero, mientras que la tasa de crecimiento de las acciones y otros valores mantenidos por las IFM ascendía al 25,2%, en comparación con el 22,6% correspondiente a febrero del 2000.

En marzo del 2000, la posición de activos exteriores netos de la zona del sector IFM en la zona del euro disminuyó en 68 mm de euros, en términos absolutos y sin desestacionalizar. En

Cuadro 2

M3 y sus principales contrapartidas

(mm de euros)

	Saldos vivos	Flujos interanuales					
	2000 Mar	1999 Oct	1999 Nov	1999 Dic	2000 Ene	2000 Feb	2000 Mar
1. Crédito al sector privado	6.342,4	576,1	601,1	580,7	535,0	588,6	622,3
2. Créditos a las AAPP	2.040,4	30,8	39,3	35,9	30,2	18,9	-26,3
3. Activos exteriores netos	181,0	-208,7	-202,6	-172,6	-183,5	-122,9	-187,8
4. Pasivos financieros a más largo plazo	3.635,5	223,7	236,1	257,5	240,2	245,4	229,2
5. Otras contrapartidas (pasivos netos)	86,5	-72,1	-64,5	-90,1	-97,6	-37,0	-113,6
M3 (=1+2+3-4-5)	4.841,8	246,5	266,2	276,7	239,0	276,2	292,6

Fuente: BCE.

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

los doce meses que finalizaban en marzo del 2000, los activos exteriores netos del sector IFM disminuyeron en 188 mm de euros.

En conjunto, el crédito al sector privado aumentó en 622 mm de euros durante los 12 meses anteriores a marzo del 2000, mientras que el crédito al sector público disminuía en 26 mm de euros. Este aumento total del crédito en el activo del balance consolidado del sector IFM no generó, sin embargo, un aumento del pasivo de la misma magnitud, debido a una disminución de 188 mm de euros en los activos exteriores netos. En cuanto al pasivo, la variación interanual de M3 ascendió a 293 mm de euros, mientras que los pasivos a largo plazo de las IFM aumentaron en 229 mm de euros. En las demás partidas del balance de las IFM, se produjo una disminución de los pasivos netos de 114 mm de euros.

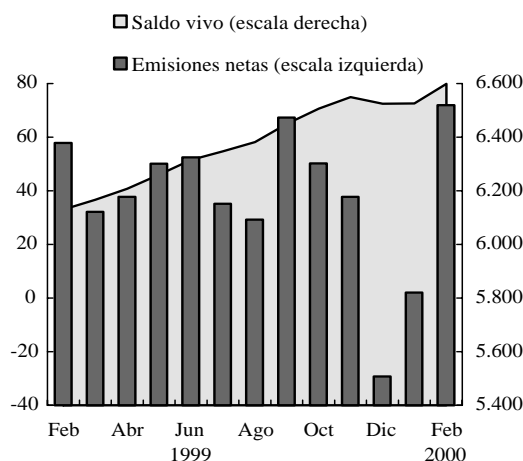
Alto volumen de emisión de valores distintos de acciones en el mes de febrero

En febrero del 2000, la emisión bruta de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro alcanzó un total de 377,9 mm de euros, en comparación con los 308 mm de febrero de 1999, y con la emisión media mensual de 311,3 mm de euros en los 12 meses anteriores. Casi el 67% de la emisión bruta total de valores distintos de acciones durante el mes de febrero, presentaba vencimientos a corto plazo, porcentaje algo mayor que el medio mensual del 62% observado durante los 12 meses anteriores. Las amortizaciones de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro alcanzaron, en febrero, la cifra de 306 mm de euros. En consecuencia, la emisión neta alcanzó en febrero los 71,9 mm euros (véase gráfico 4), que era el nivel mensual más alto de emisión neta de valores distintos de acciones registrado desde el inicio de la tercera fase de la UEM. Reflejando esta evolución, el saldo vivo de valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro reanudó la tendencia alcista que, con la excepción de los meses entorno al cambio de siglo, se había hecho patente a lo largo de 1999. En consecuencia, el saldo vivo de los valores

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.

distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro, fue de 6.599 mm de euros a finales de febrero del 2000, en comparación con los 6.129,9 mm de euros del año anterior, lo que suponía un incremento interanual del 7,6%.

El desglose sectorial revela que la actividad emisora de las IFM continuó a niveles altos en febrero del 2000. En resumen, el 59% de la emisión bruta de valores distintos de acciones denominados en euros por residentes en la zona del euro en dicho mes, correspondió a las IFM, en comparación con una participación media mensual de las IFM en la emisión bruta del 52% durante los 12 meses anteriores. La actividad emisora en este sector ha venido creciendo regularmente desde agosto de 1999, lo cual puede ser reflejo de un recurso creciente de las IFM a fuentes de financiación de mercado, en vista del continuado vigor de la demanda de crédito. Al mismo tiempo, la participación de la Administración Central en la emisión bruta total de valores distintos de acciones denominados en euros fue menor en febrero que la media de los 12 meses anteriores. En consecuencia, durante el período que abarca de febrero de 1999 a febrero del 2000, el saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por los distintos sectores aumentó un

10% en el caso de las IFM, un 3,5% para la Administración Central y un 40,6% en el caso de las instituciones financieras no monetarias.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela continuaron creciendo en marzo

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a sus clientes siguieron creciendo en marzo del 2000, siguiendo los aumentos de los tipos de interés del mercado monetario asociados con los aumentos de los tipos de interés del BCE acordados el 3 de febrero y el 16 de marzo. Sin embargo, reflejando los retardos habituales de ajuste entre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a sus clientes y los tipos de interés de mercado comparables, los incrementos de los tipos de interés medios a corto plazo aplicados por las entidades de crédito en febrero y marzo, fueron menores que los de los tipos de interés de mercado durante el mismo período (véase gráfico 5). El tipo de interés medio de los depósitos con plazo hasta un año aumentó 17 puntos básicos hasta situarse en el 3%. En contraste, los tipos medios de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses, que son habitualmente menos sensibles a los movimientos de los tipos de interés del mercado monetario, aumentaron tan solo de 1 a 2 puntos básicos, para situarse en el 0,7% y el 2,1%, respectivamente. El tipo medio de los préstamos a empresas con vencimiento hasta un año ascendió 9 puntos básicos y alcanzó en marzo el 6,1%, llevando el incremento acumulativo de este tipo de interés hasta un total de más de 70 puntos básicos, en comparación con el nivel medio que prevaleció en septiembre de 1999. En conjunto, la mayoría de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a sus clientes en marzo del 2000, se situaron considerablemente por encima de los niveles observados un año antes, a causa de los sustanciales incrementos registrados después de los meses de verano de 1999.

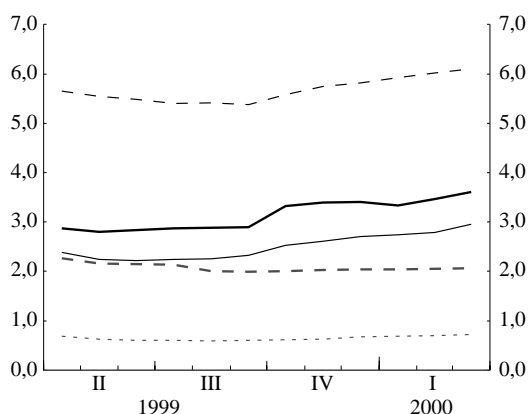
En los plazos más largos, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a sus clientes variaron poco en marzo, después de la caída de los tipos de interés a largo plazo de los mercados

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)

- Tipo del mercado monetario a tres meses
- - Préstamos a empresas hasta un año
- Depósitos a plazo hasta un año
- - Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses
- · · Depósitos a la vista



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

de capitales en febrero y marzo del 2000. Una evolución algo distinta pudo observarse entre los tipos de interés de los depósitos, que siguieron aumentando ligeramente en marzo, y los tipos de los préstamos a más largo plazo, que presentaron algunas disminuciones de menor cuantía. (véase gráfico 6). El tipo de interés medio de los depósitos a plazo a más de dos años se elevó en 3 puntos básicos en marzo, hasta alcanzar el 4,3%. El tipo medio de los préstamos a hogares para compra de vivienda disminuyó en 3 puntos básicos, hasta situarse en el 6,1%. Además, el tipo medio de los préstamos a empresas disminuyó ligeramente en marzo, hasta el 5,8%. Sin embargo, en conjunto, todos los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela han aumentado sustancialmente desde mayo de 1999, situándose, en marzo del 2000, en niveles muy superiores a los vigentes en marzo de 1999.

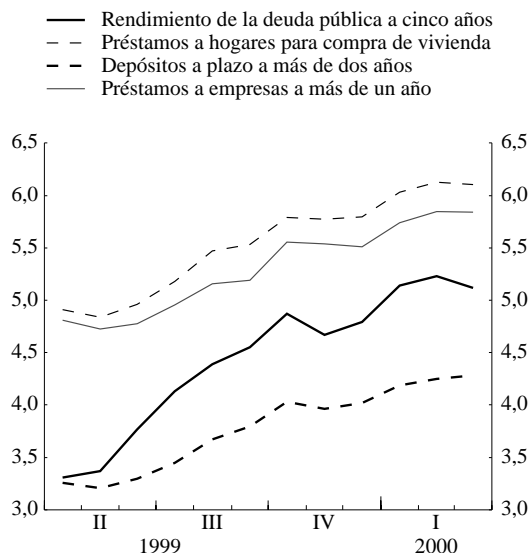
Los tipos de interés del mercado monetario continuaron aumentando en abril

Los tipos de interés del mercado monetario continuaron su trayectoria alcista en abril y principios de mayo. En las primeras semanas de abril,

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.

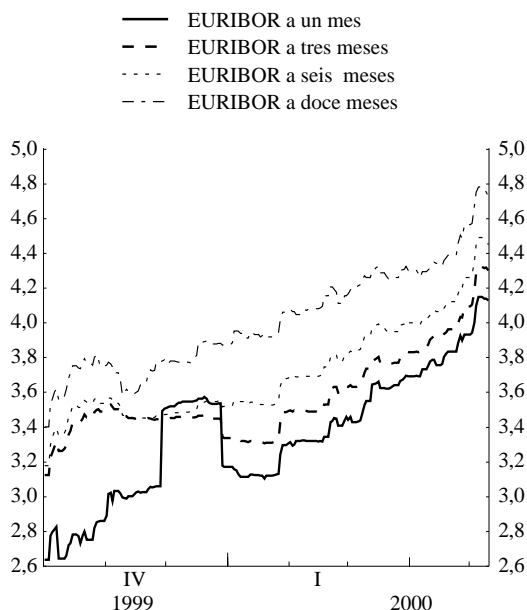
el tipo de interés a un día, medido por el EONIA, presentó fluctuaciones que se mantuvieron, por lo general, entre el 3,6% y el 3,7%, es decir, por encima del 3,5%, aplicado entonces, todavía, a las operaciones principales de financiación. Esta evolución reflejó probablemente, en gran medida, la preferencia de las entidades de crédito por cumplir con las reservas mínimas obligatorias antes del largo fin de semana de la Semana Santa, que coincidía este año con el final del período de mantenimiento de reservas que abarcaba del 24 de marzo al 23 de abril (véase recuadro 1). Dicha evolución procedió también de las expectativas del mercado respecto al probable aumento del tipo de interés del BCE que había de producirse a lo largo de dicho período de mantenimiento de reservas. Estas expectativas se renovaron al iniciarse el nuevo período de mantenimiento de reservas, cuando el EONIA se situó por encima del 3,8%, indicando la anticipación por parte del mercado de la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE el 27 de abril del 2000, en el sentido de subir el tipo principal de financiación en 25 puntos básicos, hasta el 3,75%. Después de que tal decisión se hiciese pública, el EONIA fluctuó, en general, entre el 3,9% y el 4%.

La curva de rendimientos del mercado monetario se desplazó al alza para todos los vencimientos entre finales de marzo y el 10 de mayo (véase gráfico 7). El EURIBOR, tanto a un mes como a tres meses, aumentó en aproximadamente 20 puntos básicos entre finales de marzo y la reunión del Consejo de Gobierno del 27 de abril, anticipando el aumento de los tipos de interés del BCE. Para cuando la decisión sobre los tipos de interés fue anunciada públicamente, la expectativa de una subida de 25 puntos básicos se había generalizado en los mercados financieros, como se deducía claramente del hecho de que los tipos de interés del mercado monetario permanecieran aproximadamente sin cambios inmediatamente después del anuncio del alza de los tipos de interés del BCE. No obstante, durante los días siguientes, se produjo una subida adicional del EURIBOR tanto a un mes como a tres meses. Entre el 27 de abril y el 10 de mayo, ambos tipos aumentaron aproximadamente en 20-25 puntos básicos. El 10 de mayo, el EURIBOR a un mes se situaba en el 4,13% y el EURIBOR a tres meses en el 4,3%, es decir, 44 y 47 puntos básicos, respectivamente, por encima que su nivel de finales de marzo del 2000.

Gráfico 7

Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Los tipos de interés EURIBOR implícitos en los contratos de futuros con vencimiento en la segunda mitad del 2000 mostraron una evolución similar, indicadora de un reforzamiento, en abril y primeros de mayo, de las expectativas del mercado respecto de subidas adicionales de los tipos de interés del BCE en la segunda parte del año. El 10 de mayo los tipos EURIBOR a seis y doce meses alcanzaban el 4,45% y el 4,73%, lo que los situaba 45 y 43

puntos básicos, respectivamente, por encima de su nivel de finales de marzo del 2000.

En la operación de financiación a más largo plazo del Eurosistema, liquidada el 27 de abril del 2000, los tipos de interés medio y marginal de adjudicación fueron el 4% y el 4,01%, respectivamente, algunos puntos básicos por debajo del EURIBOR a tres meses vigente en la fecha en la que se ejecutó dicha operación.

Recuadro I

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

Adjudicaciones de las operaciones de política monetaria

Durante el cuarto período de mantenimiento de reservas del presente año, que comenzó el 24 de marzo y terminó el 23 de abril de 2000, el Eurosistema ejecutó cuatro operaciones principales de financiación y una operación de financiación a más largo plazo. Todas las operaciones principales de financiación se llevaron a cabo a un tipo de interés fijo del 3,5%. El volumen adjudicado osciló entre 48 mm y 89 mm de euros. La cuantía de las solicitudes presentadas en las operaciones principales de financiación fluctuó entre 2.869 mm y 4.290 mm de euros, con una media de 3.615 mm de euros, frente a la de 2.589 mm correspondiente al anterior período de mantenimiento. Dos factores pueden explicar la elevada cuantía de solicitudes presentadas, especialmente en las dos últimas operaciones: en primer lugar, el final del período de mantenimiento de reservas coincidió con el largo fin de semana de Semana Santa, por lo que las entidades de crédito prefirieron satisfacer las reservas mínimas exigidas con más antelación de lo habitual, es decir, antes de que terminara el período de mantenimiento de reservas, y, en segundo lugar, las nuevas expectativas sobre los tipos de interés. Los porcentajes de adjudicación de las operaciones principales de financiación variaron entre el 1,36% y el 2,94%, mientras que en el período de mantenimiento de reservas anterior oscilaron entre el 2,04% y el 3,13%.

Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de marzo y el 23 de abril de 2000

	<i>Inyección de liquidez</i>	<i>Drenaje de liquidez</i>	<i>Contribuciones netas</i>
(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema	197,9	0,9	+ 197,0
Operaciones principales de financiación	136,7	-	+ 136,7
Operaciones de financiación a más largo plazo	61,0	-	+ 61,0
Facilidades permanentes	0,2	0,9	- 0,7
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0
(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario	377,1	464,4	- 87,3
Billetes en circulación	-	349,7	- 349,7
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	45,6	- 45,6
Activos exteriores netos (incluido el oro)	377,1	-	+ 377,1
Otros factores (netos)	-	69,1	- 69,1
(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)			109,7
(d) Reservas mínimas exigidas			108,7

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

El 29 de marzo, 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 325 y la cuantía total de las solicitudes ascendió a 75 mm de euros. Los tipos de interés marginal y medio se fijaron en el 3,78% y el 3,8%, respectivamente.

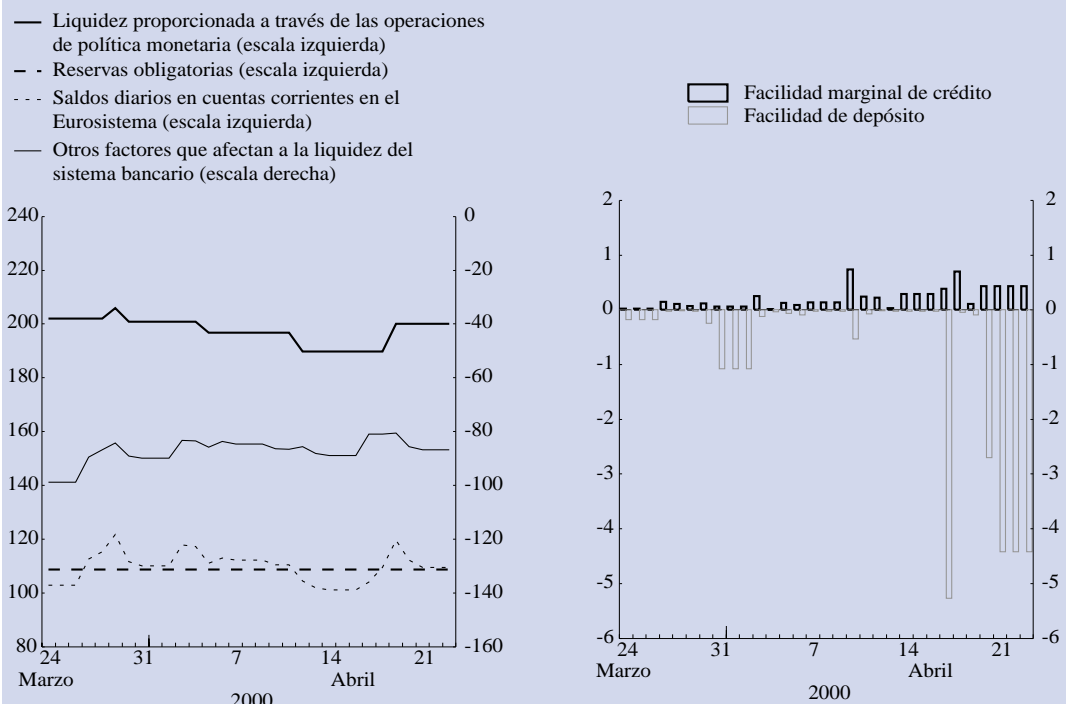
Durante todo el período de mantenimiento de reservas, el tipo EONIA se mantuvo por encima del tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación, salvo el último día del período de mantenimiento. El 31 de marzo, el tipo EONIA alcanzó un nivel del 3,75%, debido a los habituales efectos de fin de trimestre. A lo largo del período de mantenimiento de reservas, la situación de liquidez fue bastante holgada; incluso al inicio del período, el déficit de liquidez habitual fue relativamente reducido. Así pues, el persistente diferencial positivo entre el tipo EONIA y el tipo aplicado a las operaciones principales de financiación puede atribuirse, sobre todo, al cumplimiento anticipado de las reservas por parte de algunas entidades de contrapartida, debido a la coincidencia del largo fin de semana de Semana Santa con el fin del período de mantenimiento, y a las nuevas expectativas de una elevación de los tipos de interés. El tipo EONIA cayó hasta el 3,35% el último día del período de mantenimiento de reservas, como consecuencia de la holgada situación de liquidez existente tras la adjudicación de la última subasta, cuyo objetivo fue finalizar el período de mantenimiento de reservas de una manera fluida.

Utilización de las facilidades permanentes

Si se compara con el período de mantenimiento de reservas anterior, la utilización media de la facilidad marginal de crédito se mantuvo sin cambios en 0,2 mm de euros, mientras que el uso medio de la facilidad de depósito pasó de 0,3 mm a 0,9 mm de euros. El recurso a la facilidad marginal de crédito al final del período se cifró en 0,4 mm de euros, mientras que el empleo de la facilidad de depósitos fue de 2,7 mm de euros el 20 de abril, el último día TARGET del período de mantenimiento, y ascendió a 4,4 mm de euros entre el 21 y el 23 de abril. El 21 de abril, Viernes Santo, fue día hábil en algunos países de la zona del euro, y algunos bancos centrales

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

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

nacionales mantuvieron abiertos sus sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR), por lo que, en esos casos, también fue posible acceder ese día a las facilidades permanentes.

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 87,3 mm de euros en promedio, es decir, 6,3 mm de euros menos que durante el anterior período de mantenimiento de reservas. Esto se debió, principalmente, a la disminución de los depósitos de las Administraciones Públicas y al aumento de los activos exteriores netos. La suma del valor de los factores autónomos osciló entre 80,4 mm y 98,9 mm de euros

Saldos de las entidades de contrapartida en cuentas corrientes

El saldo medio en cuentas corrientes fue de 109,7 mm de euros, mientras que las reservas mínimas obligatorias alcanzaron los 108,7 mm de euros. La diferencia entre estas variables se cifró, por lo tanto, en 1 mm de euros, de los que, 0,2 mm, aproximadamente, correspondían a saldos en cuentas corrientes que no contribuyen al cumplimiento de las reservas mínimas, y 0,8 mm de euros, al exceso de reservas. Esta cifra, más elevada que lo habitual, se debió probablemente a la coincidencia del largo fin de semana de Semana Santa con el fin del período de mantenimiento de reservas.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en abril

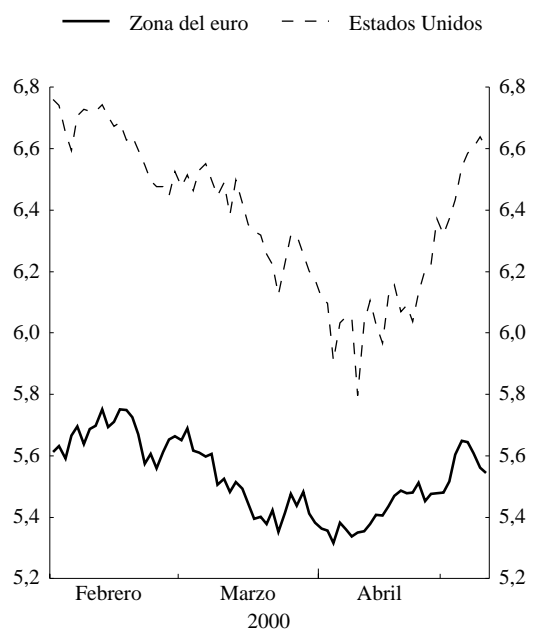
Tras los significativos descensos de los tipos de interés a largo plazo observados entre mediados de febrero y finales de marzo del 2000, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro experimentó una reversión a principios de abril (véase gráfico 8). Entre finales de marzo y el 10 de mayo de 2000, el rendimiento medio de la deuda pública a diez años de dicha zona se elevó en cerca de 15 puntos básicos, hasta situarse en torno al 5,55%. Este incremento fue debido, en alguna medida, al acusado aumento registrado en el rendimiento de los bonos estadounidenses durante este período, si bien los factores internos reforzaron la tendencia al alza mostrada por el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública experimentó un ascenso más pronunciado que en la zona del euro. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años y los rendimientos de activos similares de la zona del euro se amplió en unos 25 puntos básicos entre finales de marzo y el 10 de mayo de 2000, alcanzando casi los 110 puntos básicos.

Por lo que se refiere a la influencia de la evolución de los mercados de deuda públi-

ca internacionales sobre los nacionales, en Estados Unidos, el rendimiento de los bo-

Gráfico 8
Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro y Estados Unidos

(porcentajes; datos diarios)



Fuente: Reuters.

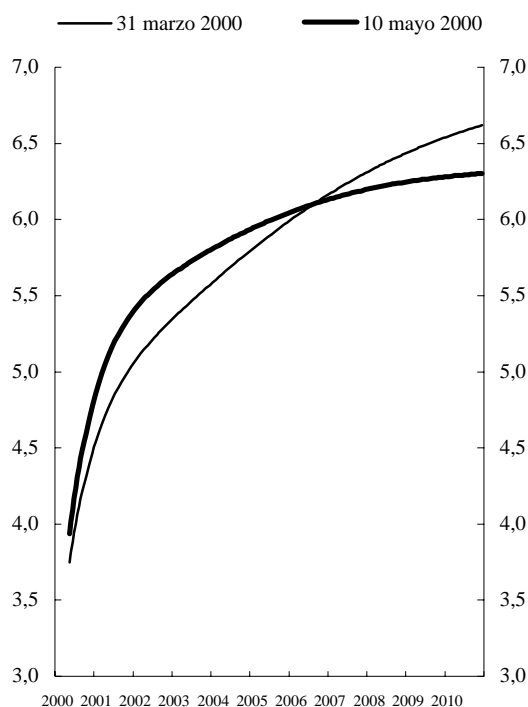
Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a 10 años o con vencimiento más próximo a este plazo.

nos a diez años aumentó en más de 40 puntos básicos entre finales de marzo y el 10 de mayo de 2000, situándose en el 6,6%, en un mercado que mostraba cierta volatilidad. Este incremento se registró tras un período de fuerte disminución del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo entre finales de enero y principios de abril, cuando el rendimiento de los bonos a diez años cayó alrededor de 100 puntos básicos, como consecuencia, en gran parte, de los planes de recompra de bonos antes de su vencimiento por parte del Tesoro de Estados Unidos. La reversión de esta tendencia bajista en el rendimiento de los bonos parece haber estado principalmente relacionada con las crecientes preocupaciones respecto de los riesgos inflacionistas en Estados Unidos, en un contexto de persistente fortaleza de la actividad económica y de mayor tensión en el mercado de trabajo. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años descendió en torno a 5 puntos básicos entre finales marzo y el 10 de mayo, hasta situarse ligeramente por encima del 1,7%, pese a que se mantenían las señales de recuperación de la economía japonesa.

Además del contagio de los mercados de deuda pública estadounidenses entre abril y comienzos de mayo del 2000, otros factores parecen explicar también la evolución del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro durante este período. En particular, en el período parecen haberse acentuado moderadamente las preocupaciones de los participantes en el mercado acerca de la posibilidad de que se generaran, a medio plazo, presiones al alza sobre los precios de dicha zona. Entre los factores que pueden haber contribuido a provocar este cambio en las expectativas, pueden señalarse un crecimiento de M3 en marzo superior a lo previsto y unas expectativas inflacionistas posiblemente mayores, a raíz de la importante depreciación del tipo de cambio del euro en el período reciente. Sin embargo, la curva de tipos *forward* de la zona del euro presentó un perfil sensiblemente más plano durante el mes de abril y a principios de mayo (véase gráfico 9), pese al aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo y como consecuencia del incremento de los tipos de interés a corto plazo, que se produjo a raíz de la decisión

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*.

de elevar los tipos de interés del BCE adoptada por el Consejo de Gobierno el 27 de abril.

Entre finales de marzo y el 10 de mayo del 2000, el rendimiento real de los bonos franceses a diez años indiciados con la inflación experimentó escasos cambios, mientras que la tasa de inflación «implícita» (*break-even*), obtenida como la diferencia entre el rendimiento nominal y el rendimiento real de los bonos a diez años, aumentó en alrededor de 10 puntos básicos durante el mismo período. A la luz de estos datos, el reciente incremento del rendimiento nominal de la deuda pública de la zona del euro parece haber estado vinculado, principalmente, con unas expectativas de inflación a largo plazo ligeramente superiores, más que con una elevación de los tipos de interés reales. Sin embargo, tal como se señalaba en ediciones anteriores del

Boletín mensual del BCE, cualquier inferencia en relación con las expectativas de inflación basadas en el rendimiento de los bonos franceses indicados con la inflación requiere cierta cautela, teniendo en cuenta diversas consideraciones.

Acusada volatilidad de los mercados de renta variable en abril

En abril y a comienzos de mayo del 2000, las cotizaciones bursátiles mostraron, tanto dentro como fuera de la zona del euro, una elevada volatilidad, que pareció extenderse de los valores tecnológicos a otros sectores del mercado de renta variable. En conjunto, en la zona del euro, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, disminuyeron en un 4% entre finales de marzo y el 10 de mayo, lo que supone una revalorización de un 2% respecto a finales de 1999. En el mismo período, tanto Estados Unidos como Japón registraron un descenso acusado (véase gráfico 10).

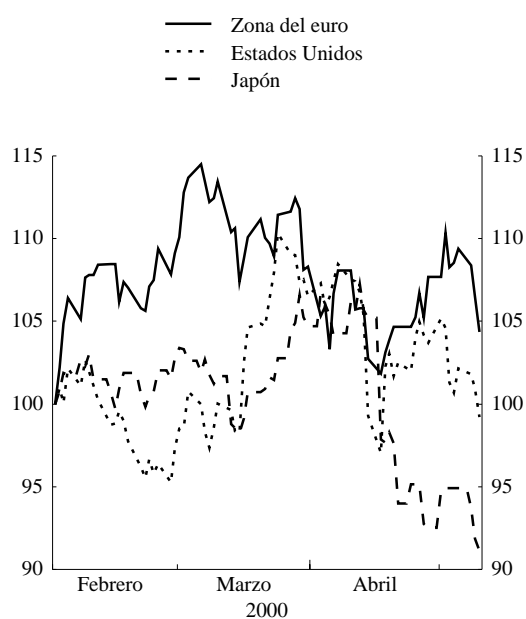
Considerando, en primer lugar, el contexto general de los mercados de renta variable, en Estados Unidos, el índice Standard and Poor's 500 disminuyó en torno a un 8% entre finales de marzo y el 10 de mayo, compensando así el ligero aumento observado en el primer trimestre del 2000 y situándose alrededor de un 6% por debajo de los niveles registrados a finales de 1999. La notable volatilidad mostrada por el mercado de renta variable, que se había concentrado, hasta primeros de abril, principalmente, en el sector tecnológico, se extendió a otros sectores de ese mercado, provocando descensos generalizados y, a veces, pronunciados. En particular, en Estados Unidos, tanto los índices bursátiles muy amplios como los de pequeña capitalización experimentaron una fuerte reducción entre finales de marzo y el 10 de mayo, indicando que una amplia variedad de empresas de ese país, incluso las más pequeñas, se veían sometidas a presiones a la baja. Durante este período, la volatilidad registrada en los mercados de renta variable fue particularmente significativa en los índices Nasdaq, que comprenden una elevada proporción de valores

tecnológicos (véase recuadro 2). En particular, entre finales de marzo y el 10 de mayo, el índice compuesto Nasdaq descendió en un 26%, situándose un 17% por debajo de los niveles alcanzados a finales de 1999. En la segunda mitad de abril, esta tendencia bajista se vio reforzada por la publicación de los datos relativos a las tasas de aumento de los índices de precios de consumo y de los costes laborales de Estados Unidos, que resultaron ser más altas de lo previsto.

En Japón, entre finales de marzo y el 10 de mayo, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, sufrieron una caída de alrededor del 13%, que compensó los anteriores aumentos, con lo que este índice se situó un 6,5% por debajo de los niveles observados a finales de 1999. Pese a la publicación de algunos datos que apuntaban a una reciente mejora del ritmo de actividad económica y del clima económico general, durante este período, las cotizaciones bursátiles japonesas parecieron mostrarse vulnerables,

Gráfico 10
Índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(índice: 1 febrero 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.

a corto plazo, al contagio de los acusados descensos registrados en las cotizaciones bursátiles estadounidenses. En particular, entre finales de marzo y el 10 de mayo, esta disminución afectó a los valores de los sectores de tecnología y telecomunicaciones de los mercados japoneses. Sin embargo, parece que, especialmente a finales de abril, el índice Nikkei 225 se vio distorsionado a la baja por factores técnicos, en el período previo a los cambios introducidos en la composición del índice. Por lo tanto, la evolución de este índice durante el mes de abril puede no ser totalmente representativa de las expectativas de los participantes en los mercados de renta variable.

En un contexto de pronunciados descensos de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos y Japón entre finales de marzo y el 10 de mayo, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro mostraron una considerable volatili-

dad, registrando una disminución cercana al 4%. De forma análoga a lo ocurrido en Estados Unidos y Japón, en la primera mitad de abril, la volatilidad de las cotizaciones bursátiles pareció extenderse desde los sectores de tecnología y telecomunicaciones a otros sectores del mercado de renta variable de la zona del euro. A finales de abril, tras la publicación de una serie de indicadores que confirmaban el repunte de la actividad económica en la zona del euro, las cotizaciones bursátiles de dicha zona experimentaron una ligera recuperación. Al mismo tiempo, estas cotizaciones siguieron mostrando una elevada volatilidad, en particular en los sectores de tecnología y telecomunicaciones. En conjunto, entre finales de marzo y el 10 de mayo, la única contribución negativa apreciable al comportamiento de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se observó en el sector de telecomunicaciones, con un notable descenso, que alcanzó el 19%.

Recuadro 2

Evolución reciente de la volatilidad de los índices bursátiles

Las cotizaciones bursátiles proporcionan información de utilidad en el contexto del análisis de la evolución económica, dentro del segundo pilar de la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Por ejemplo, los movimientos de las cotizaciones bursátiles pueden afectar tanto a la riqueza económica como al sentimiento económico y, a través de estas vías, a las decisiones de gasto. Además, dichos movimientos son indicativos de cambios en las expectativas del sector privado en cuanto a las perspectivas económicas. En las últimas semanas, la evolución de las cotizaciones se ha caracterizado por un grado de volatilidad relativamente elevado, que se ha concentrado en el sector tecnológico, pero que, en ocasiones, también parece haber afectado a las cotizaciones bursátiles de una forma más amplia.

En los últimos años, la volatilidad histórica ha sido elevada en el sector tecnológico

Antes de pasar a analizar el desarrollo más reciente, hay que señalar que, en los últimos años, la volatilidad media de la evolución de los precios de los valores tecnológicos ha sido consistentemente más elevada que la volatilidad general de los mercados bursátiles. Así, entre finales de 1991 y el 10 de mayo del 2000, la volatilidad histórica del sector tecnológico estadounidense fue del 26% anual, frente al 14% del índice general Dow Jones y una media del 16% de los diez principales sectores económicos definidos por el Dow Jones (véase cuadro siguiente). En la zona del euro, los niveles correspondientes fueron un 24% para el sector tecnológico, un 16% para el índice Dow Jones EURO STOXX y un 17% para la media. Este comportamiento de alta volatilidad de los valores tecnológicos parece ser consecuencia de la elevada proporción de nuevas empresas pertenecientes al sector tecnológico con perspectivas de negocio inciertas, lo que da lugar a que existan mayores riesgos al alza y a la baja para sus cotizaciones.

Volatilidad histórica de los índices bursátiles

(en porcentaje)

	Zona del euro			Estados Unidos		
	Fin Dic 1991 a 10 May 2000	Fin Oct 1999 a 10 May 2000	Fin Mar 2000 a 10 May 2000	Fin Dic 1991 a 10 May 2000	Fin Oct 1999 a 10 May 2000	Fin Mar 2000 a 10 May 2000
Extracción y metales	17,0	23,3	20,8	15,5	25,6	24,6
Consumo cíclico	17,1	23,3	29,6	15,1	21,3	29,3
Consumo no cíclico	15,8	18,6	19,3	14,7	20,2	21,0
Energía	18,5	26,2	23,8	17,6	26,8	23,2
Sector financiero	17,2	17,3	22,1	17,5	27,0	32,2
Asistencia sanitaria	19,3	28,6	26,7	18,4	26,0	22,2
Industria	15,7	23,2	23,1	13,8	22,0	30,0
Tecnología	24,1	48,3	64,0	26,2	37,1	60,3
Telecomunicaciones	26,1	47,1	59,9	17,0	24,7	31,3
Gas, agua y electricidad	15,6	19,3	19,8	11,0	17,6	18,2
Índice general ^{a)}	15,8	22,0	27,2	13,7	19,9	28,3
Media ^{b)}	17,1	23,3	23,4	16,3	25,1	24,9

Fuentes: STOXX, índices Dow Jones y estimaciones del BCE.

Nota: La volatilidad histórica, en términos anualizados, se calcula como la desviación típica de las variaciones diarias de los niveles de los índices multiplicados por la raíz cuadrada de 250 (número aproximado de días hábiles de un año).

a) Para la zona del euro, índice Dow Jones EURO STOXX; para Estados Unidos, índice general Dow Jones.

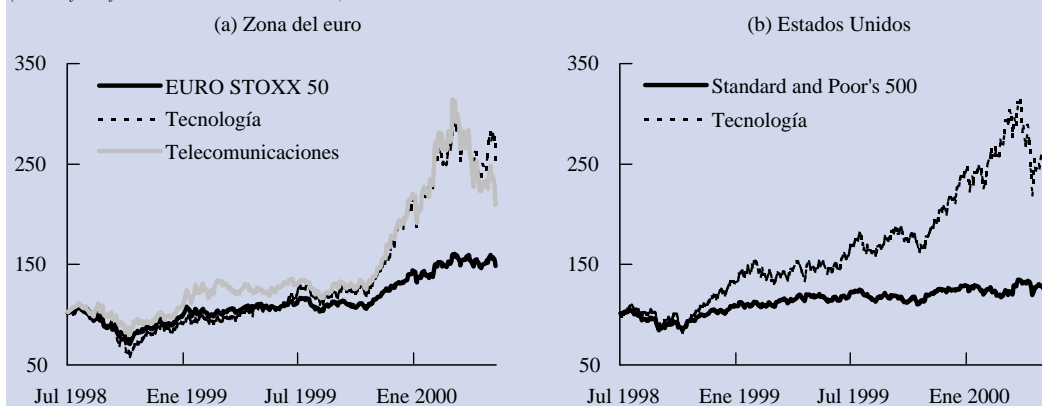
b) Media de los diez sectores.

En las últimas semanas, los precios de los valores tecnológicos han experimentado fluctuaciones especialmente acusadas.

El cuadro también muestra que la volatilidad de la evolución de los mercados bursátiles ha sido excepcionalmente elevada en las últimas semanas, mucho más que en el largo plazo, y extraordinariamente pronunciada en el sector tecnológico. En abril y comienzos de mayo dichas oscilaciones parecían reflejar la creciente incertidumbre de los participantes en el mercado sobre la capacidad de las empresas del sector tecnológico de alcanzar el elevado nivel de beneficios implícito en sus cotizaciones, tras las considerables subidas de los precios de los valores tecnológicos en los meses anteriores. En Estados Unidos, el índice Nasdaq compuesto, que consta de una serie de valores tecnológicos, aumentó un 67% entre finales de octubre de 1999 y el 27 de marzo de 2000, fecha en que registró el nivel máximo, y, luego, descendió un 32% hasta el 10 de mayo. Durante el mismo período, el subíndice tecnológico del índice general Dow Jones de Estados Unidos experimentó primero un incremento del 76% y, posteriormente, una disminución del 30% [véase gráfico A (b)]. En la zona del euro, los índices de valores tecnológicos siguieron un perfil similar al observado en Estados Unidos. El índice tecnológico Dow Jones EURO STOXX registró un considerable aumento del 104% entre finales de octubre de 1999 y el 27 de marzo de 2000, descendiendo, luego, un 10% entre el 27 de marzo y el 10 de mayo de 2000. El índice de telecomunicaciones Dow Jones EURO STOXX, que incluye empresas con actividades relacionadas con la tecnología de las comunicaciones, subió un 101% y, luego, registró una disminución del 25% [véase gráfico A (a)].

Gráfico A: Evolución reciente de los índices bursátiles

(índice: final junio 1998=100, datos diarios)



Fuentes: Reuters. STOXX y Chicago Board Options Exchange.

Como se puede ver en el gráfico anterior, la volatilidad de la evolución de los índices bursátiles amplios se incrementó ligeramente entre finales de octubre de 1999 y el 10 de mayo del 2000, aunque fue considerablemente inferior que la volatilidad de la evolución de los valores tecnológicos. Si se calcula la volatilidad con base a la desviación típica de las variaciones diarias de los niveles del índice, la volatilidad histórica del índice Standard and Poor's 500 fue del 23% anual durante el periodo comprendido entre finales de octubre de 1999 y el 10 de mayo de 2000. A lo largo del mismo periodo, la volatilidad histórica del índice tecnológico estadounidense fue equivalente al 37% anual. En la zona del euro, la volatilidad histórica del índice Dow Jones EURO STOXX fue del 22% anual, nivel considerablemente más bajo que la volatilidad histórica del índice tecnológico, que alcanzó el 46% anual (véase cuadro de la página anterior).

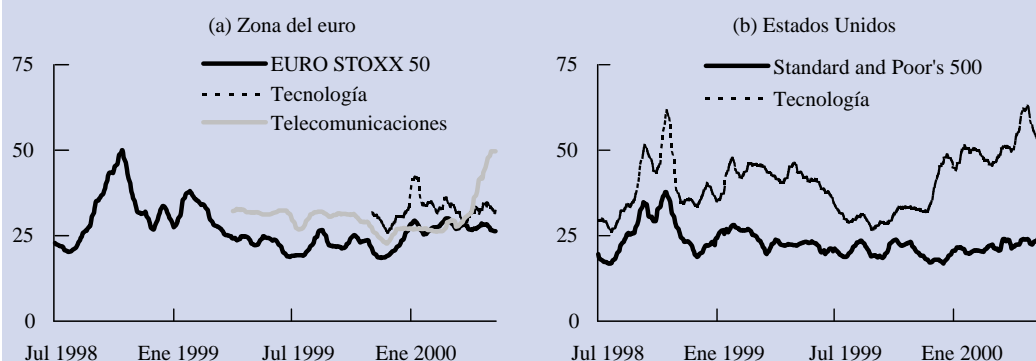
La volatilidad implícita de las cotizaciones bursátiles, sobre todo en el sector tecnológico, ha aumentado recientemente

La volatilidad implícita de los índices bursátiles puede proporcionar también información de interés para evaluar las expectativas de los participantes en los mercados bursátiles. Las medidas de volatilidad implícita obtenidas a partir de los precios de las opciones sobre índices bursátiles ofrecen señales sobre las expectativas del mercado en relación con el grado de incertidumbre asociado a la evolución futura de las cotizaciones (véase el artículo del presente *Boletín mensual del BCE* titulado «El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados en la política monetaria»).

En los últimos meses, la volatilidad implícita ha sido especialmente elevada en el sector tecnológico estadounidense. La volatilidad implícita del índice tecnológico del Chicago Board Options Exchange aumentó de forma sostenida, de un 33% anual a finales de octubre de 1999 hasta el 55% correspondiente al 10 de mayo de 2000, alcanzando un nivel cercano a los máximos registrados durante el periodo de turbulencia financiera de otoño de 1998 [véase gráfico B (b)]. Durante el mismo periodo, la volatilidad implícita del índice Standard and Poor's 500 se elevó del 22% al 24% anual. Por el contrario, y pese a las amplias fluctuaciones observadas en las últimas semanas, la volatilidad implícita del índice tecnológico Dow Jones EURO STOXX se mantuvo prácticamente sin cambios, en el 32% anual, entre finales de octubre de 1999 y el 10 de mayo [véase gráfico B (a)]. Sin embargo, la volatilidad implícita del índice de telecomunicaciones Dow Jones EURO STOXX aumentó significativamente, desde el 28% anual a finales de octubre de 1999 hasta el 50% anual correspondiente al 10 de mayo de 2000, registrándose la mayor parte de este incremento durante el mes de abril. Posiblemente, como consecuencia de una intensificación de la incertidumbre relacionada con el aumento general de las cotizaciones en la zona del euro, la volatilidad implícita del índice Dow Jones EURO STOXX se elevó del 22% anual a finales de octubre de 1999 al 26% anual alcanzado el 10 de mayo de 2000.

Gráfico B: Evolución reciente de la volatilidad implícita de los índices bursátiles

(en porcentaje, medias de dos semanas)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, STOXX, Chicago Board Options Exchange y estimaciones del BCE.

Nota: Debido a la falta de opciones sobre los subíndices bursátiles puros de la zona del euro, la volatilidad implícita de los sectores de tecnología y telecomunicaciones corresponde a los índices que incluyen empresas situadas fuera de la zona del euro pero radicadas en la Unión Europea.

En resumen, las mayores volatilidades observadas en los mercados bursátiles en los últimos meses afectan a la evaluación de la actividad económica y la inflación futuras a partir de la información obtenida de las cotizaciones bursátiles. En principio, unas cotizaciones bursátiles elevadas pueden dar lugar, si son permanentes, a unos efectos positivos sobre la riqueza y la confianza, que, a su vez, pueden tener un efecto favorable sobre el gasto agregado. No obstante, si existe un alto grado de incertidumbre sobre las cotizaciones futuras, como muestra la volatilidad de las cotizaciones, es razonable pensar que los inversores están esperando que, en promedio, tras las ganancias se produzcan pérdidas y, por lo tanto, no basarán sus decisiones de gasto en los efectos de la evolución de las cotizaciones sobre la riqueza, como lo harían en periodos de baja volatilidad. Igualmente, otros efectos derivados de unas cotizaciones bursátiles más elevadas, tales como la reducción del coste del capital, también tendrán un impacto más débil cuanto mayor sea la volatilidad de las cotizaciones.

2 Evolución de los precios

La inflación medida por los precios de consumo creció hasta el 2,1% en marzo del 2000, como consecuencia, principalmente, del aumento de los precios energéticos

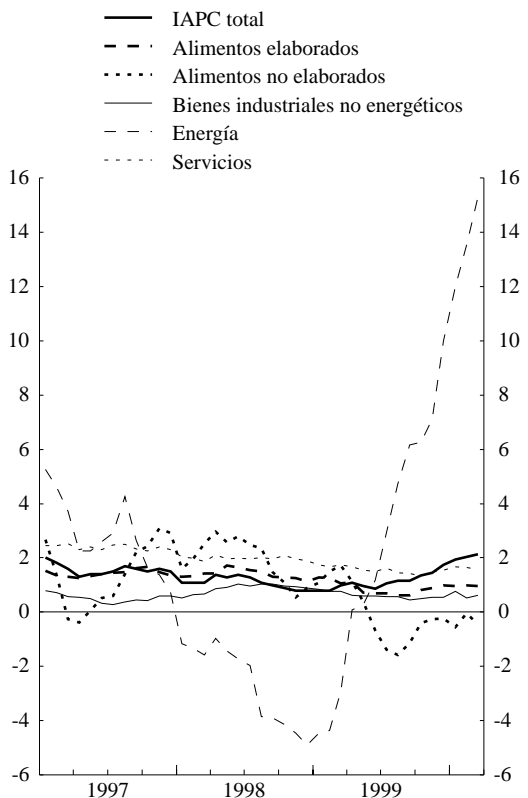
La inflación medida por los precios de consumo volvió a crecer en marzo. La tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro alcanzó el 2,1%, frente al 2% registrado en el mes anterior (véase cuadro 3). La inflación medida por el IAPC general se vio fuertemente influida por una tasa de variación interanual de los precios energéticos muy elevada. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos estacionales y la energía, se mantuvo en una senda más moderada, situándose en el 1,1% en marzo, sin experimentar variaciones con respecto al nivel observado en febrero.

El aumento de la inflación medida por el IAPC registrado en marzo fue debido, principalmente, al incremento experimentado por la tasa de variación de los precios energéticos. A su vez, este incremento estuvo relacionado, en gran parte, con la incidencia de la fuerte subida de los precios del petróleo en los mercados internacionales observada hasta mediados de marzo del 2000, así como con la depreciación del tipo de cambio del euro. La tasa de variación interanual del índice de precios energéticos alcanzó el 15,3% en marzo, registrando un aumento de 1,8 puntos porcentuales con respecto al nivel observado en

el mes anterior (véase gráfico 11). La elevación de la tasa de variación de los precios energéticos afectó, principalmente, a los precios de los com-

Gráfico 11
IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

bustibles líquidos para los hogares y el transporte, si bien la tasa de variación interanual de los precios del gas para los consumidores experimentó también un incremento. Por el contrario, los precios de la electricidad descendieron un 0,2%, en términos interanuales, en marzo, reflejando presiones a la baja sobre los precios, generadas a raíz de la desregulación del sector eléctrico llevada a cabo en algunos países de la zona del euro. De cara al futuro, a medida que las anteriores subidas de precios vayan desapareciendo progresivamente de las variaciones interanuales, cabe esperar una significativa moderación de la tasa de variación interanual de los precios energéticos a partir de marzo del 2000. Además, se espera que la evolución más reciente de los precios del petróleo, en

particular, el descenso del precio medio del petróleo desde los 28,4 euros por barril registrados en marzo del 2000 hasta los 24,5 euros por barril correspondientes a abril del mismo año, contribuya también a impulsar a la baja la tasa de variación interanual de los precios energéticos.

En contraste con el fuerte efecto alcista sobre la inflación producido por la evolución más reciente de los precios energéticos, los precios de los alimentos no elaborados disminuyeron un 0,5% entre marzo de 1999 y marzo del 2000. Este comportamiento estuvo ligeramente en contraposición con la tendencia gradual al alza registrada en la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados observada desde mediados de 1999. Este

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	1999	2000	1999	1999	2000	2000	2000	2000
				II	III	IV	I	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes													
Índice general	1,6	1,1	1,1	1,0	1,1	1,5	2,0	1,5	1,7	1,9	2,0	2,1	,
<i>Del cual:</i>													
Bienes	1,2	0,6	0,8	0,6	0,9	1,5	2,4	1,5	1,9	2,2	2,3	2,6	,
Alimentos	1,4	1,6	0,5	0,6	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,6	0,4	,
Alimentos elaborados	1,4	1,4	0,9	0,8	0,6	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	,
Alimentos no elaborados	1,4	1,9	0,0	0,3	-1,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	,
Bienes industriales	1,0	0,1	1,0	0,6	1,4	2,1	3,4	2,0	2,6	3,2	3,3	3,8	,
Bienes indust. no energéticos	0,5	0,9	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,8	0,5	0,6	,
Energía	2,8	-2,6	2,2	0,5	4,6	7,8	13,6	7,1	10,0	12,0	13,5	15,3	,
Servicios	2,4	2,0	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,5	1,6	1,7	1,6	1,6	,
Otros indicadores de precios y costes													
Precios industriales ¹⁾	1,1	-0,8	0,0	-1,3	0,7	3,2	5,7	3,1	4,1	5,1	5,8	6,2	,
Costes laborales unitarios ²⁾	0,7	0,0	1,1	1,6	0,8	0,4	,	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo ²⁾	1,7	1,4	0,8	0,5	1,1	1,7	,	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado ²⁾	2,4	1,4	1,9	2,1	2,0	2,1	,	-	-	-	-	-	-
Costes laborales por hora ³⁾	2,5	1,7	2,1	1,9	2,2	2,2	,	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (EUR/barril) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	15,0	19,7	23,0	27,1	23,5	24,8	24,9	27,6	28,4	24,5
Precios de las materias primas ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	-8,2	1,1	14,0	19,9	11,9	19,3	19,4	20,0	20,2	19,4

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

último descenso fue consecuencia, principalmente, de la existencia de presiones a la baja sobre los precios de las frutas y hortalizas, debido a factores estacionales que dieron lugar a una abundante oferta. Sin embargo, los precios de la carne —que es el otro componente principal de los alimentos no elaborados— siguieron recuperándose, tras el mínimo alcanzado en la primera mitad de 1999.

En marzo, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos estacionales y la energía, se mantuvo estable en el 1,1%, con respecto al nivel registrado en el mes anterior. Esta evolución reflejó una tasa de variación interanual del 1% en los precios de los alimentos elaborados en marzo, el cuarto mes consecutivo en que dicha tasa de variación de estos precios permanecía en el mismo nivel. Del mismo modo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,6% en marzo, frente al 0,5% observado en febrero. Este comportamiento no evidencia todavía una incidencia significativa del incremento de los precios industriales sobre los precios de consumo de bienes industriales no energéticos incluidos en el IAPC. La estabilidad de la tasa de variación del IAPC, excluidos los alimentos estacionales y la energía, reflejó, asimismo, la evolución de los precios de los servicios, que aumentaron un 1,6%, en términos interanuales, en marzo, por lo que la tasa de variación se mantuvo sin cambios con respecto al mes de febrero y en línea con el incremento medio de los precios de los servicios registrado a lo largo de 1999. En conjunto, el hecho de que el aumento del IAPC, excluidos los alimentos estacionales y la energía, permaneciera en una senda relativamente moderada hasta marzo sugiere que el efecto alcista del comportamiento de los precios del petróleo y del tipo de cambio sobre los precios de consumo no energéticos es todavía limitado. Sin embargo, es muy probable que el IAPC no haya reflejado todavía este efecto en su totalidad y que, si no se invierte, la depreciación más reciente del tipo de cambio del euro pueda generar nuevas presiones alcistas.

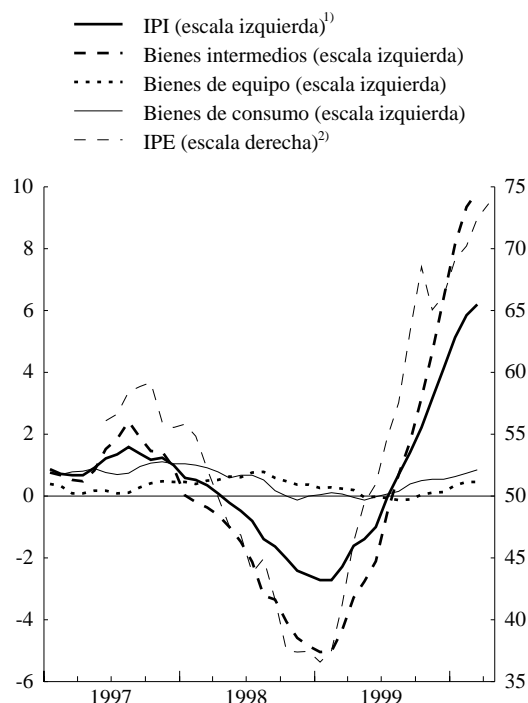
El índice general de precios industriales volvió a crecer en marzo del 2000, debido al comportamiento de los precios de los bienes intermedios

En marzo, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales de la zona del euro volvió a incrementarse, alcanzando el 6,2%, frente al 5,8% observado en febrero (véase cuadro 3). Al igual que en meses anteriores, este incremento fue debido, principalmente, al aumento experimentado por la tasa de variación de los precios de los bienes intermedios, que reflejó, a su vez, la incidencia de las anteriores subidas de los precios del petróleo y de las restantes materias primas sobre los costes de los *inputs*, así como la importante depreciación del

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.

tipo de cambio efectivo nominal del euro. Por lo que se refiere a los otros componentes del índice de precios industriales, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo registró un nuevo aumento en marzo, situándose en el 0,8%, mientras que la de los bienes de equipo se mantuvo estable en el 0,4% en el mismo mes (véase gráfico 12). Aunque se mantuvieron bastante moderadas en marzo, las tasas de variación de los precios de los bienes de consumo y de equipo han mostrado una tendencia gradual al alza desde la primera mitad de 1999. Esto parece indicar que el incremento de los precios de los bienes intermedios está ejerciendo un moderado efecto alcista sobre los precios industriales más adelantados en la cadena de producción. Además del citado comportamiento de los precios industriales, en abril del 2000, el Índice de Precios de la Zona del Euro de Reuters volvió a crecer, alcanzando su máximo histórico (véase también gráfico 12). Dado que este indicador ha mostrado una elevada correlación con la evolución del índice general de precios industriales en los últimos años, sus resultados sugieren que pueden haberse producido nuevas presiones al alza sobre los precios industriales de la zona del euro,

como consecuencia de la subida observada de los costes de los *inputs* en abril del 2000.

Los datos disponibles sobre costes laborales indican que las presiones alcistas sobre los precios, derivadas de la evolución de los salarios, fueron moderadas hasta el cuarto trimestre de 1999. La tasa de variación interanual de los costes laborales totales por hora se situó en el 2,2% en el cuarto trimestre de 1999, permaneciendo en el mismo nivel que en el trimestre anterior (véase cuadro 3). Además, las últimas estimaciones, que señalaban un crecimiento de los costes laborales unitarios del 0,4 % en el transcurso del año hasta el cuarto trimestre de 1999, representan un descenso de 0,4 puntos porcentuales con respecto a la tasa de crecimiento registrada en el tercer trimestre. Esta evolución refleja un nuevo ascenso cíclico del crecimiento de la productividad laboral hasta el 1,7%, en términos interanuales, en el cuarto trimestre, conjuntamente con un crecimiento nominal de los salarios que seguía siendo relativamente moderado. En la presente coyuntura, la información disponible sobre las negociaciones salariales que se están llevando a cabo en la zona del euro indica que el incremento de los salarios negociados para el año 2000 se ha mantenido en una senda bastante moderada.

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

Las estimaciones revisadas del PIB indican solo una moderada desaceleración del crecimiento para 1999

Según las estimaciones más recientes de Eurostat para el cuarto trimestre de 1999, el PIB real de la zona del euro creció un 0,8%, en comparación con el trimestre anterior, lo que representa una ligera revisión a la baja con respecto a la estimación previa del 0,9%. Si bien la estimación del crecimiento del PIB real para el tercer trimestre del año se mantuvo invariable en el 1%, las correspondientes al primer y segundo trimestres se revisaron al alza en 0,1 puntos porcentuales para situarse en niveles del 0,7% y el 0,6%, respectivamente (véase cuadro 4). En general, esta ligera revisión de la trayectoria de crecimiento deja inalterado el panorama dado por un notable repunte en el segundo semestre del pasado año. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento para el conjunto de 1999 se estima ahora en el 2,4%, inferior al 2,7% registrado en 1998. Así, desde la perspectiva actual, la desaceleración del crecimiento en 1999 parece más bien limitada en comparación con lo que cabía esperar a juzgar por las estimaciones anteriores.

La revisión a la baja del crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de 1999, es consecuencia, básicamente, de una menor contribución de la variación de existencias en relación con la estimación anterior, que se compensa en parte con una contribución ligeramente mayor y de signo positivo de las exportaciones netas. La contribución de la demanda interna final (es decir, la demanda interna excluida la variación de existencias) se mantiene invariable. En conjunto, las estimaciones revisadas para el cuarto trimestre de 1999 acentúan la panorámica general de un crecimiento global del PIB respaldado, en particular, por una fuerte expansión de las exportaciones y el consumo privado.

Repunte del crecimiento de la producción industrial en febrero del 2000

Según las estimaciones de Eurostat, la producción industrial de la zona del euro, medida utilizando datos desestacionalizados, mostró un fuerte aumento en el mes de febrero del pre-

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	1998	1999	1999	1999	1999	1998	1999	1999	1999	1999
				IV	I	II	III	IV	IV	I	II	III	IV
Productos interior bruto real	2,3	2,7	2,4	2,0	1,9	2,0	2,5	3,1	0,3	0,7	0,6	1,0	0,8
<i>Del cual:</i>													
Demanda interna	1,7	3,4	2,9	3,3	2,9	2,9	3,0	2,6	1,0	0,8	0,4	0,6	0,7
Consumo privado	1,5	3,0	2,5	3,1	2,8	2,4	2,4	2,5	0,6	0,8	0,3	0,7	0,7
Consumo público	0,8	0,9	1,4	1,0	1,5	1,3	1,6	1,4	0,3	1,1	-0,1	0,3	0,2
Formación bruta de capital fijo	2,1	4,5	4,9	3,9	4,0	5,5	5,1	4,9	0,7	1,8	0,9	1,6	0,5
Variaciones de existencias ³⁾⁴⁾	0,2	0,5	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,5	-0,2	0,1	-0,2	0,2
Demanda exterior neta ³⁾	0,6	-0,6	-0,4	-1,1	-1,0	-0,9	-0,4	0,5	-0,7	-0,2	0,1	0,4	0,1
Exportaciones ⁵⁾	10,3	6,9	4,4	2,2	0,6	2,3	5,5	9,1	-1,3	0,6	2,6	3,5	2,1
Importaciones ⁵⁾	8,8	9,4	6,0	6,1	3,8	5,2	7,0	8,0	0,9	1,1	2,4	2,4	1,8

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

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

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

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

4) 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.

Cuadro 5

Producción industrial en la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1998	1999	1999	2000	2000	1999	2000	2000	1999	1999	1999	1999	2000
			Dic	Ene	Feb	Dic	Ene	Feb	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene
				Intermensuales			Medias móviles de tres meses						
Total industria, excl. construcción	4,3	1,8	5,0	3,4	5,4	-0,1	-0,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,2	0,9
Manufacturas	4,8	1,8	5,6	3,3	6,4	0,2	-0,4	1,5	1,7	1,2	1,3	1,0	1,1
<i>Por principales destinos económicos:</i>													
Bienes intermedios	4,0	2,1	7,1	4,6	6,6	0,3	-0,2	1,3	1,5	1,7	1,7	1,7	1,4
Bienes de equipo	7,0	1,6	4,1	6,2	6,9	0,6	0,8	0,4	1,7	1,5	1,4	1,7	1,9
Bienes de consumo	3,3	2,2	4,4	1,0	4,4	-0,5	-1,4	2,3	1,3	0,8	0,9	0,2	0,2
Bienes de consumo duraderos	6,2	3,4	7,5	7,2	10,8	1,1	1,1	2,4	2,7	0,6	0,9	1,2	3,4
Bienes de consumo no duraderos	1,8	1,7	3,5	-1,4	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,6	0,5	0,4	0,2	0,0

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

Nota: Las tasas interanuales de variación 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.

sente año, tras el ligero descenso observado en los dos meses anteriores (véase cuadro 5). En los tres meses transcurridos desde diciembre de 1999 a febrero del 2000, la producción industrial, excluida la construcción, creció un 0,9%, en comparación con los tres meses precedentes, cifra algo más baja que las correspondientes tasas de crecimiento registradas en el segundo semestre de 1999, entre el 1,2% y el 1,5%. No obstante, en la medida en que esta evolución refleja una debilidad transitoria en diciembre de 1999 y enero del 2000, los resultados siguen estando en consonancia con el crecimiento sólido y sostenido de la producción observado en los últimos meses. El dinamismo de la actividad industrial se manifestó igualmente en el incremento del valor añadido en la industria (excluida la construcción) que, en términos de volumen, fue del 1,1% en el cuarto trimestre de 1999, en comparación con el trimestre anterior (véanse, en

el recuadro 3, más detalles sobre el valor añadido en la zona del euro).

Por lo que respecta al sector manufacturero, el aumento de la producción en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2000 fue del 1,1% en comparación con el período comprendido entre septiembre y noviembre de 1999, es decir, prácticamente no hubo variaciones con respecto a las tasas de crecimiento registradas en los tres meses precedentes. En los sectores de bienes intermedios y bienes de equipo, la producción siguió creciendo a una tasa media intertrimestral en torno al 1,5%, mientras que en los sectores de bienes de consumo la evolución fue más heterogénea. En los tres meses transcurridos hasta febrero del 2000, los resultados indican un notable repunte del crecimiento en los sectores de bienes de consumo duraderos, que contrasta con una nueva desaceleración en los de bienes de consumo no duraderos.

Recuadro 3

Estructura y evolución del valor añadido en la zona del euro

El producto interior bruto (PIB) incluye los bienes y servicios producidos por cada sector, calculándose sobre la base del valor añadido, es decir, contabilizando solo el valor que se añade en cada fase del proceso de producción. En este número del *Boletín mensual del BCE* se presentan por vez primera datos sobre el valor añadido en la zona del euro en términos de valor añadido bruto total y un desglose en las seis categorías principales. En el siguiente cuadro, estas categorías se denominan: agricultura y pesca, industria (excluida la construcción), construcción, comercio y transporte, servicios financieros y empresariales

y Administraciones Públicas (véase también el cuadro 5.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín mensual del BCE*). Este desglose proporciona, en particular, información valiosa sobre la evolución del producto en el sector servicios de la zona del euro, sector para el que se dispone de un número escaso de indicadores a corto plazo a nivel de la zona en su conjunto. Los datos sobre valor añadido son estimaciones del BCE basadas en cifras nacionales, que abarcan el 97% de la zona del euro en términos de ponderaciones del PIB, ya que Irlanda, Luxemburgo y Portugal siguen sin publicar desgloses trimestrales del valor añadido. La cobertura es menor para los periodos anteriores a 1995, y en aquellos casos en que algunos países no hayan aún publicado los datos correspondientes al último trimestre estimado por el BCE. Con el fin de caracterizar las estimaciones como cálculos, realizados por el BCE, éstas se presentan en forma de índices, si bien dichos índices se sustituirán por los correspondientes valores y volúmenes, expresados en euros, que Eurostat pretende elaborar en el futuro.

Composición del crecimiento del valor añadido real en la zona del euro

(tasas de variación; cifras desestacionalizadas)

	W ³⁾	Tasas interanuales ¹⁾							Tasas intertrimestrales ²⁾				
		1998	1999	1998	1999	1999	1999	1999	1998	1999	1999	1999	1999
				IV	I	II	III	IV	IV	I	II	III	IV
Valor añadido real bruto	100,0	2,8	2,3	2,0	1,8	1,9	2,5	2,9	0,3	0,6	0,6	1,0	0,7
<i>Del cual:</i>													
Agricultura y pesca ⁴⁾	2,6	2,3	2,2	1,0	1,5	1,2	3,3	2,8	0,6	1,0	0,2	1,5	0,0
Industria	29,7	2,3	1,8	0,4	0,2	1,0	2,2	3,7	-0,4	0,5	0,8	1,3	1,1
Excluida la construcción ⁵⁾	23,7	3,1	1,7	0,8	0,2	0,7	2,0	3,8	-0,6	0,3	0,9	1,4	1,1
Construcción	6,0	-1,1	2,1	-1,4	0,0	2,5	2,9	3,3	0,3	1,4	0,3	0,9	0,7
Servicios	67,7	3,0	2,5	2,8	2,5	2,3	2,6	2,6	0,6	0,6	0,5	0,9	0,6
Comercio y transporte ⁶⁾	20,7	4,2	3,3	3,5	3,1	3,1	3,6	3,6	0,6	1,2	0,5	1,3	0,5
Servicios financieros y empresariales ⁷⁾	25,4	3,5	3,0	3,2	3,0	2,7	3,0	3,1	0,8	0,5	0,8	0,9	0,8
Administraciones Públicas ⁸⁾	21,6	1,4	1,2	1,6	1,4	1,1	1,1	1,1	0,3	0,1	0,2	0,4	0,3

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

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

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

3) Ponderaciones con referencia a 1995.

4) Incluye también la caza y la silvicultura.

5) Incluidas la minería, las industrias extractivas, las manufacturas y la distribución de electricidad, gas y agua.

6) Incluye también las reparaciones, los hoteles y restaurantes y las comunicaciones.

7) Incluye también los servicios inmobiliarios y de alquiler.

8) Incluye también la educación, la sanidad y otros servicios.

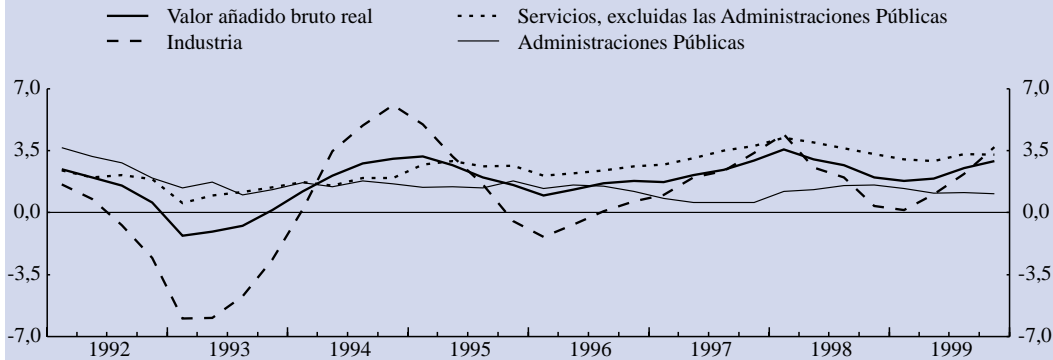
Las estimaciones del valor añadido en la zona del euro confirman que, con respecto a la estructura y la evolución del crecimiento sectorial del producto, dicha zona muestra las características que se asocian habitualmente con economías maduras e industrializadas. Cuando se analiza la importancia relativa de cada sector, se observa que la industria produce solo algo menos de un tercio del valor añadido bruto total, mientras que el sector servicios representa dos tercios. La agricultura y la pesca generan menos del 3% del valor añadido total (véase cuadro anterior). El sector servicios comprende una amplia gama de actividades y la ponderación de cada una de las tres categorías en las que se desglosa actualmente se sitúa entre el 20% y el 25% en términos de valor añadido bruto total.

Si se tiene en cuenta la evolución del crecimiento del valor añadido en la década de los noventa, los mayores movimientos cíclicos se han producido en la industria, mientras que el crecimiento de los servicios ha sido claramente más estable (véase gráfico siguiente). Esta relativa estabilidad se debe, esencialmente, a la solidez del crecimiento del valor añadido de los servicios financieros y empresariales, incluidos los servicios inmobiliarios y de alquiler. Las actividades de esta categoría suelen tener una sensibilidad cíclica menor y, en el período analizado, moderaron los movimientos cíclicos algo más pronunciados en las actividades de comercio y transporte. El crecimiento del valor añadido en la categoría que incluye los servicios relacionados con la Administraciones Públicas, entre los que se encuentran, la educación y la sanidad también mostró una evolución relativamente suave, como cabe esperar dadas las características de este tipo de servicios. El valor

añadido en esta rama refleja, en gran medida, las actividades realizadas fuera del mercado por lo que viene fundamentalmente determinada por la remuneración de asalariados. El crecimiento del valor añadido en esta categoría fue relativamente moderado en la segunda mitad de la década de los noventa, en parte como resultado de los esfuerzos desplegados por los Estados miembros de la zona del euro para sanear las finanzas públicas.

Crecimiento sectorial del producto en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



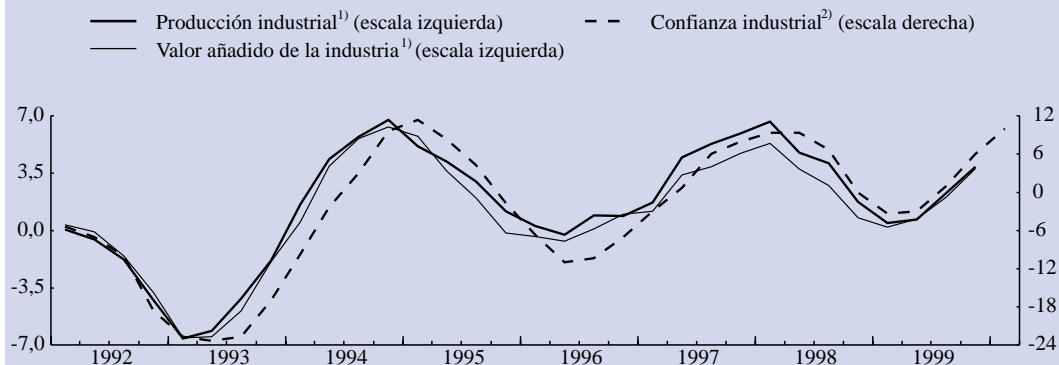
Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

Nota: Para más información sobre los datos utilizados, véase el cuadro adjunto.

Si se considera la evolución reciente, las estimaciones del valor añadido son compatibles con la información proporcionada por otros indicadores; en concreto el fortalecimiento del crecimiento económico durante el último año se debe, fundamentalmente, al fuerte repunte experimentado por el crecimiento de la producción industrial. En otras palabras, el crecimiento del valor añadido en la industria (excluida la construcción) es atribuible, salvo pequeñas diferencias, al crecimiento de la producción industrial. (véase gráfico siguiente). Por ejemplo, en comparación con anteriores períodos de recesión cíclica registrados durante la década de los noventa, se observa que la desaceleración de la producción industrial en 1998-1999 superó ligeramente a la experimentada por el índice de confianza industrial y por el valor añadido en la industria, excluida la construcción. Además, debido a la falta de indicadores adecuados a corto plazo para la zona del euro en su conjunto, no se puede comparar la homogeneidad de las estimaciones de valor añadido en el sector servicios.

Crecimiento de la producción industrial y confianza de la industria en la zona del euro

(datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea y estimaciones del BCE.

1) Tasas de variación interanual, excluida la construcción.

2) Porcentajes netos; desviaciones con respecto a la media desde el primer trimestre de 1985.

La evolución de la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero está en consonancia con el crecimiento sólido y sostenido de la producción industrial en los primeros meses de este año (véase gráfico 13). En abril, la utilización de la capacidad productiva fue del 83,5%, superior al 82,9% registrado en enero. En promedio, durante el primer trimestre del año 2000 la utilización de la capacidad productiva se situó en el 83,2%, 0,8 puntos porcentuales más que en el cuarto trimestre de 1999, cuando aumentó 0,6 puntos porcentuales con respecto al trimestre anterior.

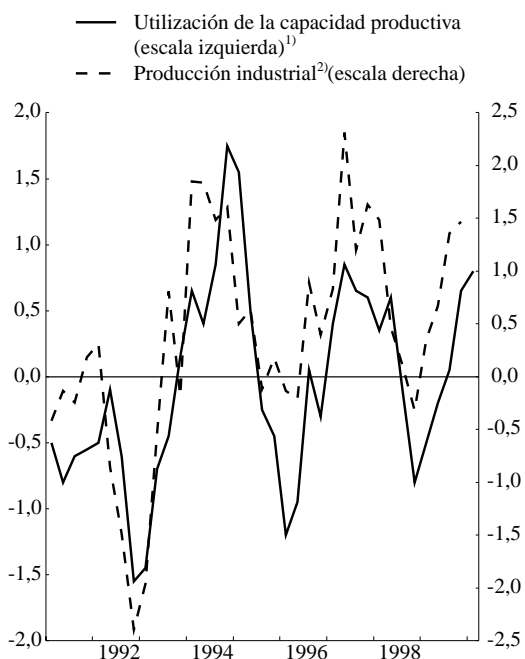
Los datos de las encuestas de abril indican que la evolución sigue siendo positiva

Los resultados de las encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea correspondientes a abril del 2000 señalan una continuación de la trayectoria positiva de los últimos meses con un nuevo aumento de la confianza industrial y el mantenimiento de la confianza de los consumidores en los niveles máximos registrados. Estas previsiones refuerzan las expectativas de crecimiento sólido y sostenido del producto y la demanda en los primeros meses del año. El indicador de clima económico no sobrepasó el alto nivel alcanzado en marzo del 2000, reflejando la notable caída del índice de cotización de acciones que contrarrestó la mejora de los índices de confianza industrial y de la construcción (véase cuadro 6).

Gráfico 13

Utilización de la capacidad productiva y producción industrial en la zona del euro

(sector manufacturero; datos desestacionalizados; medias trimestrales)



Fuentes: Eurostat y encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea.

- 1) Variación respecto al periodo anterior, en puntos porcentuales.
2) Tasa de variación respecto al periodo anterior.

En abril del 2000, la confianza industrial mejoró por octavo mes consecutivo, llegando casi al máximo histórico observado en el primer semestre de 1989. Por lo que respecta a sus com-

Cuadro 6

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

(datos desestacionalizados)

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	2000	1999	1999	2000	2000	2000	2000
				II	III	IV	I	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Índice de clima económico ¹⁾	2,4	2,7	-0,2	-0,6	0,1	0,9	1,0	0,6	0,2	0,4	0,4	0,1	0,0
Indicador confianza del consumidor ²⁾	-4	6	9	7	7	10	11	10	10	10	11	11	11
Indicador confianza industrial ²⁾	3	6	0	-3	1	6	10	6	7	8	10	11	12
Indicador confianza de la construcción ²⁾	-11	3	15	15	15	19	22	22	18	24	20	22	24
Indicador confianza comercio minorista ²⁾	-3	3	1	2	-1	-1	6	-3	4	4	3	11	3
Utiliz. de la capacidad productiva (%) ³⁾	81,4	82,9	81,9	81,7	81,8	82,4	83,2	-	-	82,9	-	-	83,5

Fuente: Encuestas empresariales 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.

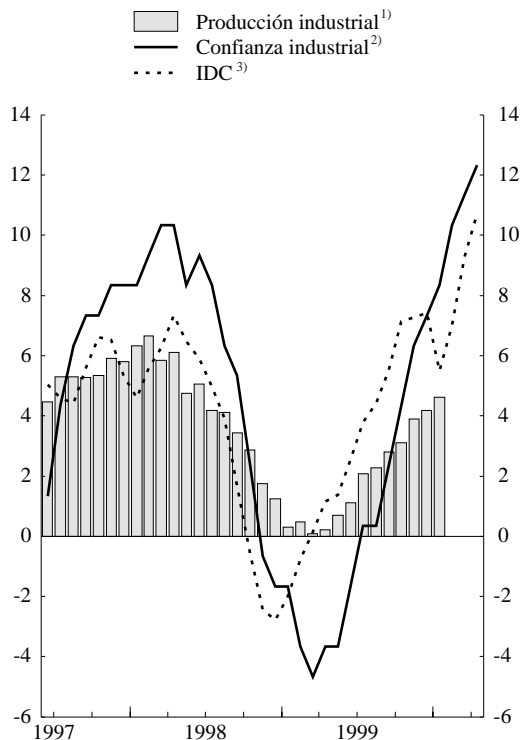
ponentes, el aumento registrado en abril refleja una valoración más positiva de la cartera de pedidos y de las existencias de productos terminados, mientras que las expectativas de producción se mantuvieron sin variación en un nivel elevado. Las perspectivas de unas condiciones favorables para el crecimiento de la producción en el sector manufacturero se refuerzan también a la vista de los resultados del Índice de Directores de Compras (IDC) de la zona del euro. En abril del 2000, dicho índice volvió a experimentar un notable aumento, marcando un nuevo máximo desde el comienzo de la serie a mediados de 1997 (véase gráfico 14). Por componentes, el aumento del IDC en abril se debió, principalmente, a un nuevo y significativo incremento del producto y a una considerable prolongación de los plazos de entrega por parte de los proveedores, en consonancia con el mayor dinamismo de la actividad y la intensificación de las presiones de demanda sobre los proveedores. El IDC también se vio favorecido por los aumentos de los nuevos pedidos y del empleo, mientras que las existencias de productos adquiridos se mantuvieron esencialmente sin cambios.

La confianza de los consumidores no registró variaciones en abril del 2000, manteniéndose en un nivel correspondiente al máximo histórico alcanzado en febrero de este año y, anteriormente, en el primer trimestre de 1999. En general, la confianza de los consumidores solo experimentó un ligero descenso en 1999, como consecuencia, principalmente, de un deterioro temporal en la valoración de la situación económica general, volviendo a alcanzar niveles históricamente altos durante seis meses consecutivos. Si bien el índice general se mantuvo invariable en el mes de abril, se produjeron movimientos compensatorios en algunos de sus componentes. En concreto, la valoración más positiva de la situación económica general por parte de los hogares fue contrarrestada con una valoración algo menos positiva de su situación financiera en los próximos meses y una menor disposición a efectuar compras de gran envergadura en el momento presente.

El mantenimiento de los altos niveles de confianza por parte de los consumidores sería congruente con un crecimiento sostenido y sólido

Gráfico 14

Producción industrial, confianza industrial e Índice de Directores de Compras (Purchasing Managers Index) en la zona del euro



Fuentes: Eurostat, encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea, Reuters y estimaciones 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.

del consumo privado en los primeros meses de este año. Desde la publicación del Boletín del BCE de abril, no se han dado a conocer datos sobre las ventas al por menor de la zona del euro; sin embargo, la evolución observada hasta enero del 2000 hace pensar que, en términos de volumen, no ha habido grandes cambios con el comienzo del año 2000. Tras los descensos registrados en el segundo semestre del año pasado, el número de nuevas matriculaciones aumentó un 3,5% en el primer trimestre de este año, en comparación con el trimestre anterior.

En general, considerando que tanto en la actividad industrial como en el consumo privado se

observan indicios de un crecimiento sólido y sostenido, puede afirmarse que sigue habiendo bastantes probabilidades de que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real en el primer trimestre del año 2000 alcance una magnitud similar a las observadas en el segundo semestre de 1999.

El desempleo siguió descendiendo en marzo

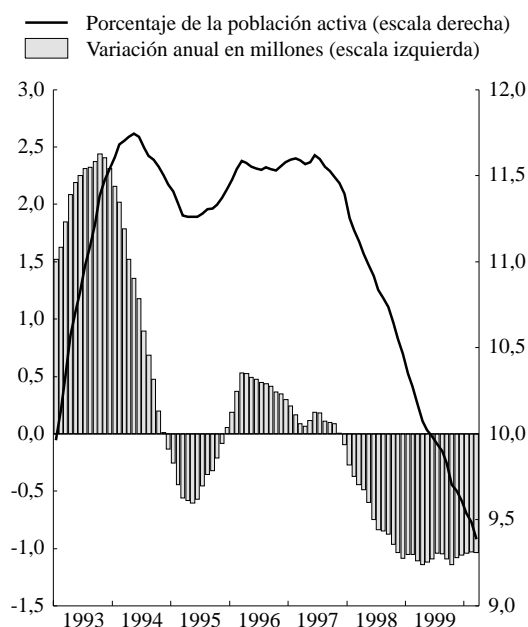
En marzo del 2000, la tasa de paro normalizada de la zona del euro se situó en el 9,4%, es decir, 0,1 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en febrero (véase cuadro 7). Los datos de marzo confirman las expectativas de descenso continuado de la tasa de paro, que se apuntaban en el *Boletín mensual del BCE* de abril. En efecto, la disminución de la tasa de paro registrada en marzo del 2000 fue el doble de la alcanzada en febrero. En el primer trimestre del 2000, la tasa de desempleo mantuvo la tendencia descendente observada a finales de 1999 (véase gráfico 15).

Con respecto a la composición del desempleo por edades, tanto la tasa de paro de los jóvenes como la de los mayores de 25 años descendieron durante el primer trimestre del 2000. La disminución registrada en la tasa de desempleo juvenil durante este período es inferior a la observada en el cuarto trimestre de 1999. Sin embargo, la reducción experimentada por esta tasa en marzo del 2000 fue sensiblemente más acusada que la correspondiente a los dos meses anteriores, superando también el descenso intermensual medio registrado en 1999. Por lo que se refiere a los mayores de 25 años, la tasa de desempleo de este colectivo siguió disminuyendo en el primer trimestre del 2000, con respecto al nivel alcanzado a finales de 1999, período

Gráfico 15

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; series desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

do en que dicha tasa se mantuvo, en general, estable. Finalmente, a nivel nacional, las tasas de desempleo siguieron mostrando una tendencia generalizada a la baja y una menor dispersión en el primer trimestre del 2000.

El crecimiento del empleo se benefició de una contribución positiva de la industria en el cuarto trimestre de 1999

En cuanto a la evolución del empleo, no se han recibido nuevos datos desde la publicación del *Boletín mensual del BCE* de abril. Según las cifras

Cuadro 7

Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

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

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.

nacionales disponibles, se estima que la tasa de crecimiento intertrimestral del empleo total aumentó un 0,3% en el cuarto trimestre de 1999, tasa idéntica a la registrada en los dos trimestres anteriores (véase cuadro 8). En el cuarto trimestre de 1999, la creación neta de empleo reflejó el cambio de tendencia del empleo industrial, que mostró señales de recuperación a finales del año. Según los datos publicados recientemente por Eurostat, el nivel de ocupación en la industria creció un 0,1% en el cuarto trimestre de 1999, tras el descenso experimentado durante dos trimestres consecutivos. Este incremento fue debido, principalmente, a la evolución positiva del sector manufacturero, mientras se mantuvo el impulso obser-

vado en el sector de la construcción. Los diferentes datos disponibles sugieren que las condiciones favorables a la creación de empleo en el sector manufacturero seguirán mejorando en la zona del euro, tal como indican las últimas cifras relativas a la producción industrial, que confirman la fortaleza de la actividad en estas ramas. Por lo que se refiere al sector servicios, se estima que la tasa de crecimiento del empleo permaneció, en general, estable en el cuarto trimestre de 1999, en línea con los resultados del Índice de Directores de Compras (*IDC*) y con las expectativas de empleo en el comercio al por menor recogidas en las encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea.

Cuadro 8

Crecimiento del empleo en la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1998	1999	1999				1999				1999	1999	1999
			I	II	III	IV	I	II	III	IV			
Total de la economía ²⁾	1,4	1,5	1,7	1,6	1,4	1,3	0,4	0,3	0,3	0,3	-	-	-
Total industria	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1
Construcción	0,2	3,0	2,9	3,5	3,7	2,1	0,9	0,2	0,6	0,4	2,1	2,1	2,0
Total industria, excluida la construcción	0,4	-0,4	0,0	-0,5	-0,7	-0,5	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,7	-0,5	-0,4
Manufacturas	0,8	-0,2	0,2	-0,4	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	-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.

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

La presión a la baja sobre el euro es cada vez más incongruente con la evolución de las variables económicas

En abril y en los primeros días de mayo, el euro se ha visto sometido a una fuerte presión a la baja en los mercados de divisas frente a varias monedas, especialmente frente al dólar de Estados Unidos. Esta tendencia resulta cada vez más incongruente con la evolución de las variables y las perspectivas económicas de la zona del euro, según la cual cabría haber esperado una apreciación de la moneda europea. El euro también siguió sufriendo presiones a la baja

frente al yen japonés, la libra esterlina y las monedas de varias economías con mercados emergentes. En términos efectivos nominales, el euro se depreció en torno al 3% entre el 12 de abril y el 10 de mayo de 2000.

Frente al dólar de Estados Unidos, el euro se depreció alrededor de un 5% entre mediados de abril y el 10 de mayo, a pesar de que, a juzgar por los datos económicos, todo hace pensar en un fortalecimiento de la economía de la zona del euro y se observan señales cada vez más evidentes de desequilibrios en la economía estadounidense. En la zona del euro, la actividad

económica siguió encaminándose por una trayectoria ascendente y equilibrada, como lo reflejan el incremento de la demanda interna y los excelentes resultados netos de la balanza comercial, así como los indicadores de confianza industrial y de los consumidores, que se sitúan en niveles récord o casi récord. Como resultado, se podría afirmar que el diferencial de crecimiento con respecto a Estados Unidos se está reduciendo. Al mismo tiempo, los datos publicados en Estados Unidos han subrayado la existencia de desequilibrios en la expansión por la que atraviesa la economía de este país. Dichos desequilibrios se han reflejado en una subida de la tasa interanual de inflación hasta un 3,7% en marzo del presente año, un incremento del déficit comercial hasta niveles sin precedentes y un notable aumento de la volatilidad en los mercados financieros. El 10 de mayo el euro cotizaba a 0,911 dólares (véase gráfico 16).

El yen japonés registró, a finales de abril y primeros de mayo, fluctuaciones algo menores que en los meses anteriores del año. Se apreció fren-

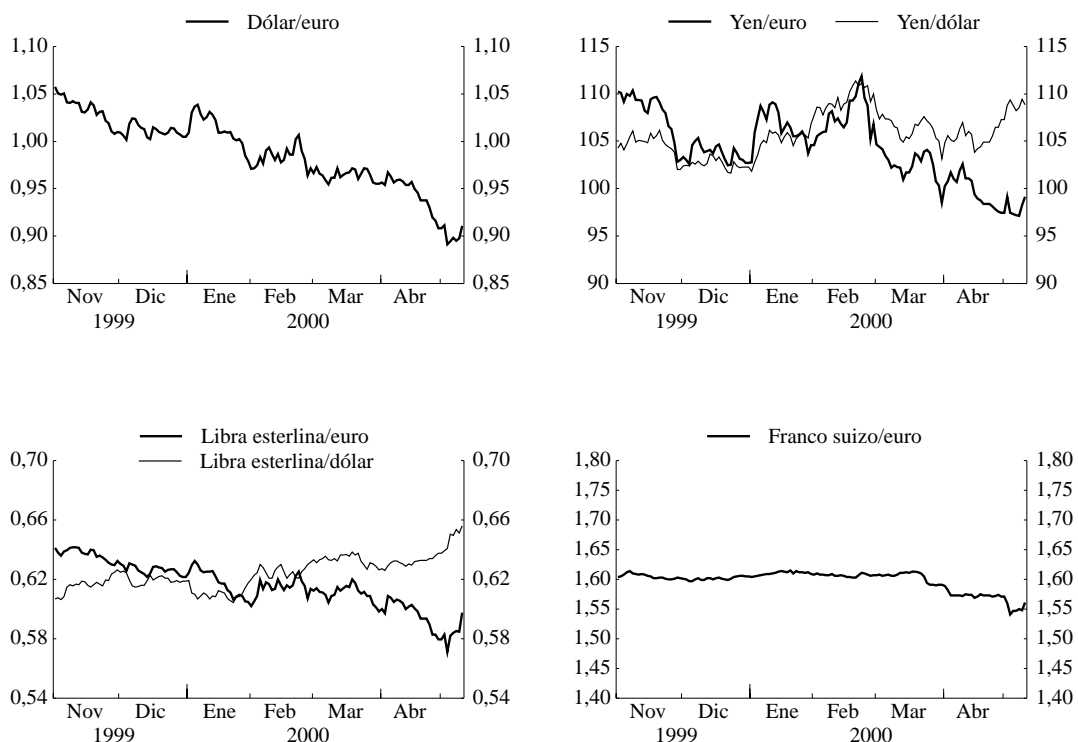
te al euro, pero se depreció una vez más frente al dólar. Los datos publicados hasta ahora confirman en gran medida una recuperación de la economía japonesa, que afecta a un mayor número de sectores, y se observan señales de un repunte del consumo privado. Las estadísticas indican asimismo un aumento de la producción industrial y de la rentabilidad de las empresas. El Banco de Japón puso de relieve la reciente mejora de las perspectivas económicas en este país, pero en la reunión celebrada a primeros de mayo decidió no modificar de momento los tipos de interés de intervención que se sitúan en niveles próximos a cero. El 10 de mayo de 2000, el euro cotizaba a 99,13 yenes, es decir, alrededor de un 2% menos que a mediados de abril.

La libra esterlina, se apreció algo frente al euro entre mediados de abril y mediados de mayo de este año, aunque las cifras de crecimiento del PIB del Reino Unido correspondientes al primer trimestre del año, que se publicaron a finales de abril, fueron algo más bajas de lo previsto. No obstante, como se desprende de los datos más

Gráfico 16

Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

recientes sobre el comercio exterior, la fortaleza de la libra esterlina —que registra ahora la cotización más alta de los últimos 15 años, ponderada por el comercio exterior— está teniendo efectos negativos sobre las exportaciones. El 10 de mayo, el euro cotizaba a 0,598 libras.

Las monedas que integran el MTC II se mantuvieron, en su mayoría, estables (véase gráfico 17). La dracma griega se depreció un poco en un entorno de volatilidad y algunas correcciones en el mercado bursátil griego, debidas en parte a la realización de beneficios. El 10 de mayo, la dracma cotizaba un 1,3% por encima de su paridad central de 341 dracmas por euro. La corona danesa se mantuvo prácticamente sin cambios en torno a 7,45 coronas por euro.

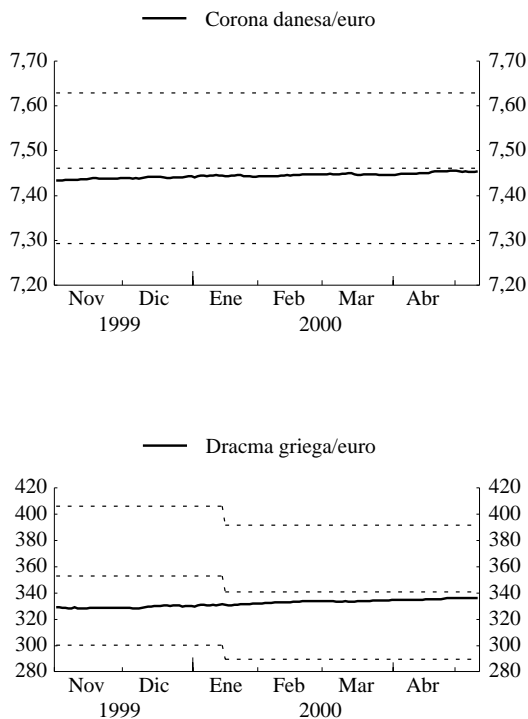
El franco suizo siguió apreciándose ligeramente frente al euro y alcanzó, el 10 de mayo, un nivel de 1,56 francos por euro, es decir, alrededor de un 3% por encima de la media registrada en el primer trimestre de este año. La apreciación del franco suizo frente al euro podría guardar relación con la aplicación de una política monetaria más restrictiva en Suiza, que se tradujo en 75 puntos básicos en marzo.

La fuerte volatilidad y las correcciones que su-

Gráfico 17

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

(datos diarios)



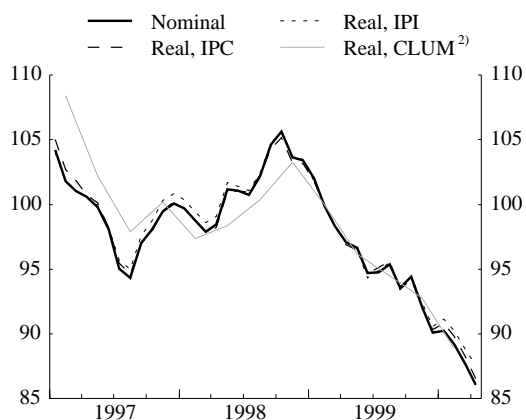
Fuente: BCE.

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).

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 artículo en el Boletín mensual de abril del 2000). Un aumento del índice supone una apreciación del euro. Las observaciones más recientes corresponden a abril del 2000 y, para los TCER basados en los CLUM, al primer trimestre del 2000.

2) Costes laborales unitarios del sector manufacturero.

frieron los mercados bursátiles mundiales no afectaron prácticamente a los mercados de divisas de las economías emergentes. Brasil fue la única excepción en este sentido, ya que la moneda brasileña se ha visto sometida últimamente a nuevas presiones tras la acusada caída de su mercado bursátil.

A mediados de mayo, el euro se situaba, en términos efectivos nominales, alrededor de un 15% por debajo del nivel registrado en el primer trimestre de 1999 (véase gráfico 18). Dado que, desde su introducción, los diferenciales de los precios relativos entre la zona del euro y los principales países con los que ésta comercia han sido insignificantes, el tipo de cambio efectivo real del euro medido por el IPC, el índice de precios industriales y los costes laborales unitarios —una variable aproximativa de la competi-

tividad precio/coste de la zona del euro— está siguiendo una tendencia similar a la del tipo de cambio nominal.

Sólido crecimiento de las exportaciones en términos reales

En febrero de este año, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro aumentó ligeramente hasta 2,4 mm de euros con respecto a los 2,3 mm de euros registrados en el mismo mes del año anterior. Este aumento tuvo su origen en un descenso de los déficit de las cuentas de rentas y transferencias corrientes, que compensó con creces la disminución del superávit de la cuenta de bienes y el cambio de signo de la balanza de servicios que registró un déficit de 2 mm de euros tras haberse mantenido en equilibrio (véase cuadro 9).

Al igual que en meses anteriores, tanto el valor de las exportaciones como el de las importaciones de bienes aumentó muy rápidamente en febrero del 2000 en comparación con el mismo mes del año anterior. Las exportaciones aumentaron 14,4 mm de euros (alrededor del 25%) durante ese período, debido, principalmente, al sólido crecimiento subyacente de los volúmenes de exportaciones, que a su vez tuvo su origen en el dinamismo de la demanda externa y las mejoras en la competitividad precio/coste de la zona del euro. Al mismo tiempo, las importaciones aumentaron 15,1 mm de euros (o lo que es lo mismo, un 30%, aproximadamente), aumento imputable, en gran medida, a la acusada subida de los precios de las importaciones en 1999, como resultado del alza de los precios del petróleo y de la depreciación del euro.

En el cuadro 9 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín, se observa que las exportaciones de la zona del euro aumentaron, en términos reales, casi un 9% en los doce meses transcurridos hasta diciembre de 1999, mientras que sus precios lo hicieron en torno a un 6,5%. De lo que se deduce que los exportadores han incrementado sus márgenes de beneficio, ya que los precios industriales de la zona del euro solo subieron alrededor del 4% durante este período. Al mismo tiempo, las im-

portaciones totales en términos reales crecieron menos de un 3%, debido, en gran medida, a la notable desaceleración de las importaciones de productos no energéticos, que tuvo su origen en el aumento de la competitividad de los proveedores de dicha zona, como consecuencia de la depreciación del euro. No obstante, las importaciones de energía parecen ser un poco menos elásticas a los precios, especialmente a más corto plazo.

En los dos primeros meses de este año, la balanza por cuenta corriente registró un déficit acumulado de 4,2 mm de euros, frente a un déficit de 0,1 mm de euros en el mismo período de 1999. El aumento del déficit se debió, principalmente, a la reducción del superávit de la balanza de bienes en 4,5 mm de euros.

Una sola transacción de inversión directa, de gran envergadura, fue el rasgo dominante de la cuenta financiera en febrero

Una sola transacción —la adquisición de una empresa de la zona del euro por parte de una compañía no residente, que se liquidó mediante un intercambio de acciones— influyó notablemente en la evolución de los flujos financieros en febrero. En la balanza de pagos de la zona del euro, esta operación se tradujo en una entrada de inversión directa que se compensó con una salida de acciones y participaciones dentro de la cuenta de inversiones de cartera.

Como consecuencia, principalmente, de la transacción mencionada en el párrafo anterior, las inversiones directas registraron una entrada neta de 144,7 mm de euros en febrero, más del doble de lo registrado en la zona del euro por este concepto durante todo el año 1999. Al mismo tiempo, las acciones y participaciones de la cuenta de inversiones de cartera contabilizaron una salida neta de 144,6 mm de euros en comparación con 56 mm de euros para el conjunto del año 1999 (véase cuadro 8.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). El hecho de que la transacción se liquidase mediante un intercambio de acciones afectó a éstas, tanto en su papel de activo como de pasivo: dado que los residen-

Cuadro 9

Balanza de pagos en la zona del euro¹⁾

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	1999 Ene - Feb	1999 Feb	2000 Ene - Feb	1999 Dic	2000 Ene	2000 Feb
Cuenta corriente	-0,1	2,3	-4,2	-0,5	-6,6	2,4
Ingresos	190,4	95,1	225,2	121,3	110,8	114,4
Pagos	190,5	92,8	229,4	121,8	117,4	112,0
Bienes	11,7	6,9	7,2	7,7	0,9	6,3
Exportaciones	110,9	57,4	135,5	74,1	63,7	71,8
Importaciones	99,2	50,5	128,3	66,4	62,8	65,6
Servicios	-2,9	0,0	-3,9	-1,3	-1,9	-2,0
Exportaciones	32,1	17,2	35,6	22,2	17,8	17,9
Importaciones	34,9	17,2	39,6	23,4	19,7	19,9
Rentas ¹⁾	-4,8	-2,5	-5,1	-1,9	-4,3	-0,8
Transferencias corrientes	-4,2	-2,2	-2,3	-5,0	-1,3	-1,0
Cuenta de capital	2,6	-0,1	1,6	2,8	1,4	0,2
Cuenta financiera	7,2	6,8	26,8	-6,4	17,1	9,7
Inversiones directas	-10,9	-6,2	146,8	-20,6	2,0	144,7
En el extranjero	-23,8	-12,0	-24,8	-35,2	-5,4	-19,4
En la zona del euro	12,9	5,8	171,5	14,5	7,4	164,2
Inversiones de cartera	-17,5	-26,4	-156,2	2,9	-17,5	-138,7
Activos	-35,3	-16,2	-93,2	-41,5	-25,1	-68,1
Pasivos	17,8	-10,2	-63,0	44,4	7,6	-70,6
Derivados financieros	-2,3	-0,4	1,3	-0,3	-1,3	2,6
Otras inversiones	35,2	34,8	35,8	12,2	35,5	0,2
Activos de reserva	2,8	5,0	-0,8	-0,5	-1,6	0,8
Errores y omisiones	-9,7	-9,0	-24,3	4,0	-11,9	-12,3

Fuente: BCE.

Nota: 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 se pueden encontrar cuadros más detallados. Pueden producirse discrepancias, debidas a redondeo.

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

tes de la zona del euro permutaron sus acciones en la empresa residente por las de la compañía extranjera, se contabilizó una inversión en acciones y participaciones extranjeras (es decir, una salida de activos en forma de acciones). Sin embargo, la mayor parte de las acciones de la empresa de la zona del euro objeto de la absorción, ya eran propiedad de no residentes. El intercambio de estas acciones por acciones de la compañía extranjera redujo las inversiones de

los no residentes en acciones y participaciones de la zona del euro al producirse una salida de pasivos en forma de acciones.

Por lo que respecta a las otras cuentas, los valores distintos de acciones registraron una entrada neta de 5,9 mm de euros, asociada en gran medida al notable volumen de inversiones de no residentes en instrumentos del mercado monetario de la zona del euro.

El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria

La estructura temporal de los tipos de interés y los precios de los derivados sobre tipos de interés constituyen, para los bancos centrales, una rica fuente de información sobre las expectativas del mercado relativas a un conjunto de variables macroeconómicas fundamentales. Este artículo describe cómo los precios de los activos financieros de renta fija pueden utilizarse para obtener información sobre las expectativas del mercado relativas a la actividad económica y la inflación futuras, así como a los cambios futuros en los tipos de interés a corto plazo. Además de proporcionar información sobre las expectativas del mercado relacionadas con dichas variables, los precios de los citados activos también ofrecen una información valiosa sobre el grado de incertidumbre que el mercado otorga a la evolución futura. Si bien tales indicadores financieros no son sustitutivos de las propias evaluaciones y previsiones independientes de los bancos centrales, la información contenida en ellos es importante para la política monetaria, pues representa un medio de contrastar la evaluación realizada por los bancos centrales sobre los riesgos para la estabilidad de precios y, por lo tanto, contribuye a determinar las medidas adecuadas de política monetaria que hay que adoptar para contrarrestar dichos riesgos.

I Introducción

La información incorporada en los precios de mercado de diversos activos financieros proporciona a los bancos centrales información continuamente actualizada, de carácter prospectivo, sobre las expectativas del mercado relativas a un conjunto de variables fundamentales, tales como la actividad económica y la inflación futuras y la evolución de los tipos de interés a corto plazo. El análisis de tales expectativas es importante para la instrumentación de una política monetaria de carácter prospectivo cuyo objetivo es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo. En concreto, en el contexto de la estrategia de política monetaria, basada en dos pilares, seguida por el Eurosistema con el objetivo primordial de alcanzar la estabilidad de precios, los precios de los activos financieros desempeñan, dentro del segundo pilar, un importante papel como indicadores (véase el artículo titulado «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad» en el *Boletín mensual del BCE* de enero de 1999).

Una característica esencial de la estrategia de política monetaria del Eurosistema es que no contempla la reacción mecánica de la política monetaria a ningún indicador o previsión. Esto también es aplicable a la información sobre las expectativas del mercado obtenidas a partir de los precios de los activos financieros. Además, tales expectativas no pueden sustituir nunca a la propia evaluación independiente de los bancos centrales sobre la situación económica y su evo-

lución futura. Antes bien, se debe considerar que estos indicadores de mercado proporcionan una información distinta y complementaria que puede utilizarse para contrastar las propias evaluaciones y previsiones internas de los bancos centrales. Aunque las expectativas del mercado pueden extraerse, en principio, de una amplia gama de precios de activos financieros, el presente artículo se centra únicamente en los precios de los activos financieros de renta fija, tales como bonos, instrumentos del mercado monetario y derivados relacionados con ellos.

Los precios de los activos financieros reflejan las expectativas del mercado, ya que su carácter es esencialmente prospectivo. En concreto, el precio actual de un activo viene determinado por el valor esperado descontado de su flujo de pagos futuros. En general, dos factores explican los tipos de interés de descuento utilizados para valorar los activos financieros: la compensación por posponer el consumo a una fecha futura y la compensación por asumir el riesgo asociado a la incertidumbre relacionada con el flujo de pagos futuro. Así pues, en términos generales, para valorar el precio de un activo financiero, los inversores necesitan formar expectativas sobre los pagos futuros del activo y determinar qué tipos de descuento —incluidas las primas de riesgo— deben aplicar.

En un mercado líquido y eficiente, el precio de un activo debe, por lo tanto, reflejar tanto la

opinión del mercado sobre los flujos de caja esperados en el futuro como los tipos de descuento que determinan dicho precio. Para un bono sin riesgo de crédito y con vencimiento y pagos de cupón conocidos, el problema de su valoración es, simplemente, el de determinar los tipos de interés, incluidas las primas de riesgo, necesarios para descontar cada uno de los pagos de cupón restantes, así como el principal. A su vez, estos tipos de interés están determinados por variables subyacentes fundamentales, tales como la inflación futura y los tipos de interés reales, así como la compensación por el riesgo asociado a la incertidumbre relacionada con las expectativas del mercado. Por consiguiente, al estudiar las variaciones de los precios de los activos financieros, como, por ejemplo, de los bonos, debería ser posible obtener información sobre la manera en la que las expectativas de los participantes en el mercado cambian con el tiempo.

Además de los activos financieros tradicionales, los precios de los derivados incorporan información sobre una serie de características distintas relacionadas con las expectativas del mercado (véase recuadro 1). Por ejemplo, instrumentos derivados, tales como las opciones, permiten estimar la volatilidad esperada en el futuro del rendimiento de un activo, lo que proporciona una medida de la incertidumbre que el mercado otorga a la evolución futura. Por otra parte, las opciones puede utilizarse para inferir si el mer-

cado percibe que la incertidumbre es simétrica o se concentra, fundamentalmente, en una dirección específica. De hecho, dado un número suficiente de precios de opciones, se puede obtener una medida de la distribución de probabilidad percibida por el mercado para el precio futuro de un activo.

Antes de abordar la interpretación de los indicadores basados en los precios de los activos financieros es importante realizar algunas advertencias. Si bien se suele aceptar que los precios de los activos reflejan la opinión del mercado sobre la evolución futura de la economía, las implicaciones prácticas y, en concreto, los métodos para obtener las expectativas no se han establecido de forma concluyente. En consecuencia, la información contenida en los precios de los activos financieros debe interpretarse mediante el empleo de una diversidad de modelos, a menudo en conjunción con opiniones a priori sobre la relación entre las variables financieras y la evolución económica. Además, los precios de los activos pueden verse influidos, temporalmente, por factores no fundamentales que emanan, por ejemplo, de características institucionales del mercado o de desequilibrios temporales entre los diferentes agentes en el mercado. Por este motivo, hay que tener siempre en cuenta los citados factores, con el fin de poder llevar a cabo una evaluación adecuada de las expectativas del mercado.

Recuadro 1

Revisión de los contratos de derivados más comunes

Forwards, futuros y opciones

Los contratos de derivados son instrumentos cuyos pagos dependen del precio futuro de un activo subyacente, por ejemplo, de un bono. Los dos tipos de contratos principales que se negocian activamente en los mercados organizados de todo el mundo son los futuros y las opciones, aunque hay otros instrumentos derivados que se negocian, fundamentalmente, en mercados no organizados, como los *forwards* y los *swaps*. Este recuadro describe brevemente las características principales de los derivados más comunes y los modelos utilizados para su valoración.

Un contrato *forward* es un acuerdo para comprar o vender un activo subyacente específico a un precio predeterminado (el precio de entrega) en una fecha futura determinada (la fecha de entrega o de vencimiento). El comprador de un contrato *forward* se compromete a comprar el activo subyacente, y el vendedor a venderlo, en la fecha de vencimiento por el precio de entrega. Este precio se establece de manera que el valor del contrato *forward* sea cero a su inicio. El precio de entrega se conoce como precio *forward*.

Un instrumento similar es el contrato de *futuros*. Al contrario que los *forwards*, los futuros están normalizados en lo que se refiere a su vencimiento, principal notional, etc. y se negocian en mercados organizados. Además, en el caso de los contratos de futuros, se exige la apertura de una cuenta, en donde se liquidan diariamente las pérdidas y las ganancias (la denominada «acomodación continua» o «*marking to market*»), mientras que los contratos *forward* solo se liquidan a la entrega. Como ocurre con los *forwards*, el precio de entrega acordado inicialmente se determina de manera que el valor inicial del contrato de futuros sea cero, y el precio de entrega correspondiente se conoce como precio de los futuros.

Una *opción* es un instrumento que otorga a su propietario el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender el activo subyacente a un precio predeterminado (el precio de ejercicio) en una fecha futura determinada (la fecha de ejercicio o de vencimiento). Una opción de compra concede a su titular el derecho a adquirir el activo subyacente, mientras que una opción de venta le otorga el derecho a venderlo. Por lo tanto, el vendedor de la opción se compromete a vender el activo subyacente (en el caso de una opción de compra) o a comprarlo (en el caso de una opción de venta) al precio de ejercicio, si el titular de la opción decide ejercerla. Existen dos tipos de opciones: la opción «americana», en la que el titular puede decidir ejercerla en cualquier momento hasta su fecha de vencimiento incluida, y la opción «europea», que solo puede ejercerse a su vencimiento. Se dice que una opción está *at the money* si el precio *forward* actual del activo subyacente es igual al precio de ejercicio de la opción. Si el precio de ejercicio de una opción de compra (venta) es superior (inferior) al precio *forward*, la opción está *out of the money*, mientras que si sucede lo contrario, se dice que está *in the money*.

Otro tipo de instrumento derivado importante es el contrato de *swap* o permuta financiera, en el que las dos partes se comprometen a intercambiar pagos periódicos durante un período predeterminado. Los *swaps* de tipos de interés se describen con más detalle en el recuadro 2.

Valoración de derivados

Antes de comentar los indicadores que se obtienen de los precios de los derivados, puede ser de utilidad efectuar un breve análisis de la manera en que se valoran estos. Comenzando con los *forwards*, dado que el precio inicial es cero, el aspecto más interesante es la determinación del precio *forward*. Suponiendo que el activo subyacente es un instrumento financiero negociado, que no realiza pagos durante el período que transcurre hasta el vencimiento del contrato, el precio *forward* viene dado por el valor actual del activo subyacente más el interés devengado por dicho valor hasta el vencimiento del contrato. La razón fundamental es que el flujo de caja de un contrato *forward* liquidado a su vencimiento se puede reproducir completamente mediante una estrategia que conlleva dos fases (1) la compra del activo subyacente en el día de hoy y la financiación de esta compra tomando prestado al tipo de interés disponible y (2) la venta del activo subyacente en la fecha de entrega, al precio de mercado vigente entonces, y la devolución del préstamo. El importe que se ha de devolver en este caso es el valor actual del activo subyacente más el interés generado por dicho importe hasta su vencimiento, lo que debe corresponderse también con el precio *forward*, con objeto de excluir el arbitraje. El precio de los futuros es, por lo general, similar al precio *forward*, y, en determinadas circunstancias, ambos pueden ser idénticos.

En cuanto a las opciones, la fórmula más habitual de valorar las opciones europeas fue desarrollada por Black y Scholes (1973)¹. Según su modelo, el valor de una opción viene determinado por cinco factores: el precio actual del activo subyacente, el precio de ejercicio, la fecha de vencimiento, el tipo de interés sin riesgo durante la vida de la opción y la volatilidad del rendimiento del activo subyacente. El supuesto fundamental tras este resultado es que el precio del activo subyacente sigue un proceso que implica que los rendimientos se distribuyen normalmente con una media y una volatilidad constantes. Todos los factores, salvo la volatilidad, pueden observarse directamente, lo que significa que ha de estimarse esta última para poder calcular el precio de una opción.

Este cálculo también puede efectuarse al contrario, es decir, que dado el precio observado de una opción, se puede obtener el valor de la volatilidad que, aplicado a un modelo de valoración de opciones como la fórmula de Black-

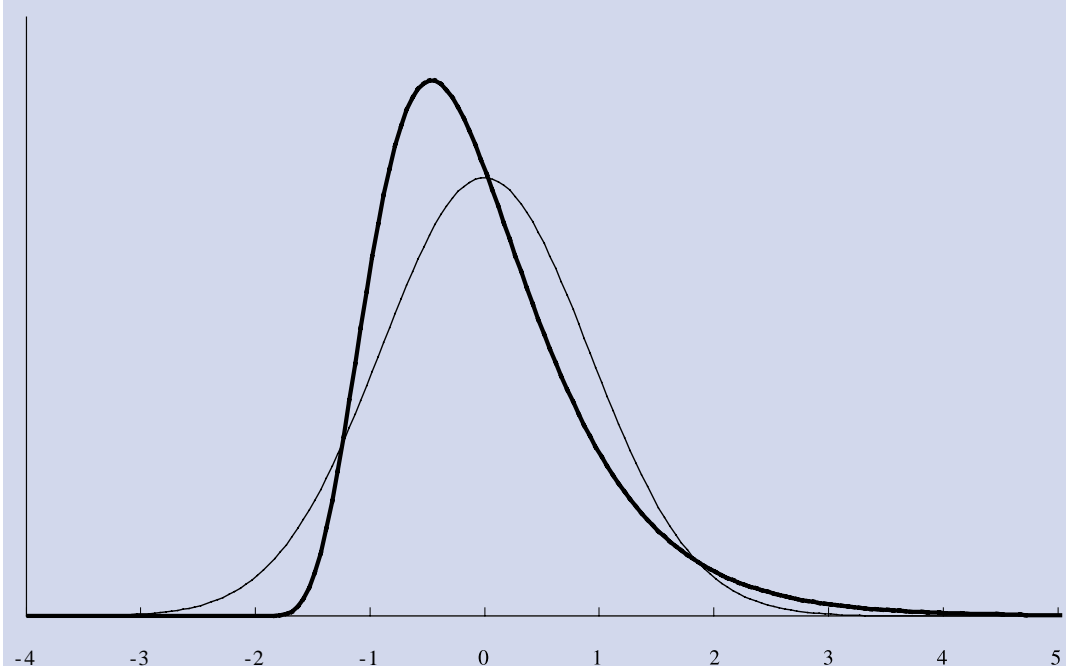
¹ Black, F. y Scholes, M.S. (1973), «The pricing of options on corporate liabilities», *Journal of Political Economy* 81, pp. 637-654.

Scholes, genera un precio que se corresponde con el precio de mercado observado. Este valor de la volatilidad se conoce como volatilidad implícita. Dados los supuestos adecuados, la volatilidad implícita puede interpretarse como la mejor estimación del mercado de la volatilidad esperada del precio del activo subyacente hasta el vencimiento de la opción y, por lo tanto, ofrece una medida de la incertidumbre relativa a la evolución de dicho precio a lo largo de la vida de la opción.

Una característica destacable del modelo de Black-Scholes y de los modelos de valoración de opciones en general es que, bajo determinados supuestos, el rendimiento esperado del activo subyacente no es relevante para la valoración de la opción. Dado que dicho rendimiento —que debe reflejar las preferencias de los inversores en cuanto a los riesgos, mediante la incorporación de una prima de riesgo— no se incluye en el cálculo de los precios de las opciones, cabe concluir que el precio de una opción no depende de las preferencias de los inversores en cuanto al riesgo. La razón de esto, dicho de una manera simple, es que la valoración de opciones se basa en un argumento de arbitraje, según el cual los pagos de una opción pueden replicarse perfectamente a través de una cartera de otros valores negociados. La ausencia de oportunidades de arbitraje exige que el valor de la opción sea igual al valor de la cartera que reproduce los pagos de la opción, una condición que se satisface, independientemente de las preferencias del inversor individual. Dado que las preferencias no cuentan al valorar los contratos de opciones, se puede suponer, por ejemplo, que los inversores son neutrales al riesgo, lo que facilita la valoración. Este método suele denominarse valoración neutral al riesgo.

Aunque el modelo de Black-Scholes se utiliza de forma generalizada para valorar las opciones y para calcular las volatilidades implícitas, es de sobra conocido que muchos de sus supuestos subyacentes no se satisfacen en el mundo real. En concreto, el supuesto de que los rendimientos de los activos tienen una distribución normal con una volatilidad constante puede rechazarse para la gran mayoría de los activos existentes. De hecho, la volatilidad tiende a variar con el tiempo y las distribuciones de los rendimientos tienden a tener una colas más amplias que lo que implicaría una distribución normal (es decir, los movimientos extremos de los precios son más frecuentes de lo que indicaría una distribución normal). En muchos casos, la distribución también es asimétrica, lo que supone que se producen con más frecuencia variaciones importantes de los precios en una dirección que en otra, como muestra el gráfico siguiente. En este gráfico figuran dos distribuciones de rendimientos hipotéticas, con medias y varianzas

Distribución simétrica y asimétrica hacia la derecha



Nota: Las medias y las varianzas de las distribuciones son idénticas.

idénticas, pero en el que una distribución es simétrica y la otra es asimétrica hacia la derecha. La asimetría de esta distribución se pone de manifiesto en el hecho de que la cola de la derecha de la distribución es más larga y ancha que la cola de la izquierda, lo que implica que es más probable que se produzcan resultados alejados de la media por la derecha (es decir, valores positivos altos) que resultados alejados de la media por la izquierda. Por el contrario, para la distribución simétrica, las probabilidades de que se produzcan desviaciones positivas y negativas de la media, de la misma magnitud, son idénticas.

Evidentemente, estas desviaciones de los supuestos influyen en los precios de las opciones y, por lo tanto, es necesario tenerlas en cuenta al extraer información de ellos. En particular, si se estima toda la distribución implícita del precio del activo subyacente en el momento de su vencimiento, en lugar de estimar únicamente la volatilidad implícita, se pueden incorporar muchos de los aspectos relacionados con las desviaciones de los supuestos estándar (véase el recuadro 4 para más detalles).

2 Indicadores basados en valores de renta fija a largo plazo

Los precios de los valores de renta fija a largo plazo, como la deuda pública, pueden utilizarse para inferir las expectativas del mercado sobre la actividad económica y la inflación futuras. Además, los precios de los derivados sobre dichos valores pueden, en cierta medida, proporcionar información sobre el grado de incertidumbre asociada a dichas expectativas. Las subsecciones siguientes se centran en estos dos aspectos.

Inferencia de expectativas sobre la actividad económica y la inflación

En general, el rendimiento nominal de la deuda pública puede descomponerse en tres elementos: el tipo de interés real esperado exigido por los inversores para mantener el bono hasta su vencimiento, la compensación por la tasa de inflación prevista durante la vida del bono y un componente asociado a varias primas de riesgo. Por su parte, se suele considerar que el tipo de interés real a largo plazo está relacionado con las expectativas de crecimiento económico futuro. Por lo tanto, las variaciones en el tiempo de los rendimientos de los bonos a largo plazo pueden interpretarse, en principio, en términos de los cambios en la actividad económica esperada, en la inflación prevista, en las primas de riesgo o en una combinación de estos factores. Dado que los precios de los bonos se actualizan continuamente, pueden ofrecer información sobre las expectativas del mercado, que incorporan la úl-

tima información disponible por los agentes que intervienen en dicho mercado.

En relación con las expectativas sobre la actividad económica futura, se suele considerar que la pendiente de la curva de rendimientos es un indicador útil. Normalmente, un aumento de la pendiente se interpreta como una señal de expectativas de aceleración de la actividad económica, mientras que si la curva se aplana o incluso se invierte, se considera un indicio de expectativas de ralentización del crecimiento. Existen un conjunto de posibles razones para la existencia de dicha relación entre la pendiente de la curva de rendimientos y las expectativas de crecimiento real en el futuro. Por ejemplo, si los agentes privados estiman que se producirá un debilitamiento de la actividad económica en el futuro, tenderán a demandar más bonos a largo plazo con la expectativa de que los pagos procedentes de dichos bonos compensen las pérdidas de renta cuando empeore la situación económica. Esto tenderá a empujar al alza el precio de los bonos a largo plazo en relación con el de los bonos a corto plazo, lo que significa que disminuirán los rendimientos de los bonos a largo plazo en relación con los de los bonos a corto plazo, dando lugar a una curva de rendimientos más plana. Igualmente, cuando los agentes privados prevén una mejora de la situación económica en el futuro, pueden consumir más y ahorrar menos, reduciendo, así, su demanda de bonos a largo plazo, de tal manera que la curva de rendimientos

tenderá a aumentar su pendiente cuando se espere un repunte en el crecimiento económico.

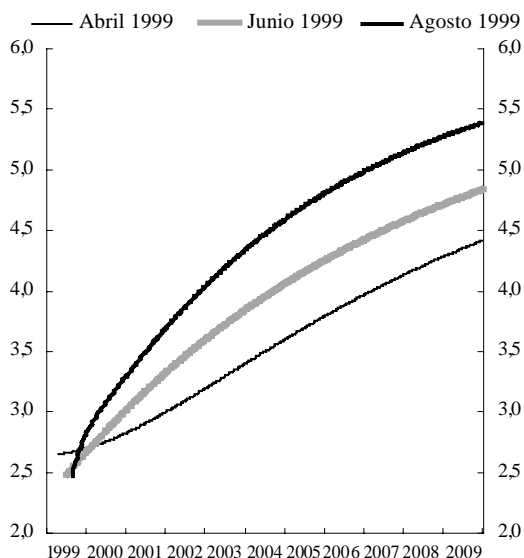
Una explicación alternativa es que cuando los mercados prevén un crecimiento nominal más elevado, anticipan también el hecho de que el banco central reaccionará, en el futuro, elevando los tipos de interés a corto plazo, con el fin de frenar las presiones inflacionistas. Esto se vería reflejado, entonces, en una subida de los tipos de interés a largo plazo actuales, ya que los tipos a largo plazo pueden considerarse medias de los tipos de interés a corto plazo esperados, más la prima de riesgo. Por consiguiente, la pendiente de la curva de rendimientos tenderá a estar relacionada positivamente con los cambios esperados en el producto real.

Para ilustrar cómo la pendiente de la curva de rendimientos puede cambiar con relativa rapidez, a medida que se revisan las expectativas sobre la actividad económica futura, se muestran en el gráfico I las curvas de tipos cupón cero estimadas para la zona del euro en tres momentos de la primavera y el verano de 1999, situados a intervalos iguales. El que la curva de tipos sea relativamente plana en abril, especialmente en los vencimientos más cortos, se debe a las expectativas vigentes en ese momento acerca de que la recuperación de la situación económica, que había comenzado a finales de 1998, podría tardar en materializarse. Sin embargo, esta percepción se revisó luego, con rapidez, en el sentido de que se produciría un repunte más fuerte y rápido en la actividad de la zona del euro, como muestra el significativo aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en los meses siguientes.

Además de señalar, posiblemente, las expectativas de una aceleración de la actividad económica, el aumento de la pendiente de la curva de tipos también podría ser compatible con la existencia de expectativas, por parte del mercado, de presiones alcistas sobre los precios. Por lo tanto, es concebible que parte del aumento de la pendiente observado en las curvas de tipos que figuran en el gráfico I haya estado relacionada con las expectativas del mercado de una inflación algo más elevada. De hecho, esto parece lógico, ya que las expectativas de inflación incor-

Gráfico I
Curva de tipos cupón cero de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: Reuters y estimaciones del BCE.

Nota: Los tipos de interés cupón cero se han estimado utilizando la extensión de Svensson (1994) del método Nelson y Siegel (1987), aplicados a datos del mercado monetario y de swaps de la zona del euro. Véase Nelson, C.R y Siegel, A.F. (1987), «Parsimonious modeling of yield curves», *Journal of Business*, 60, pp. 473-489, y Svensson, L.E.O. (1994), «Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994», IFM WP/94/114, Washintong D.C.

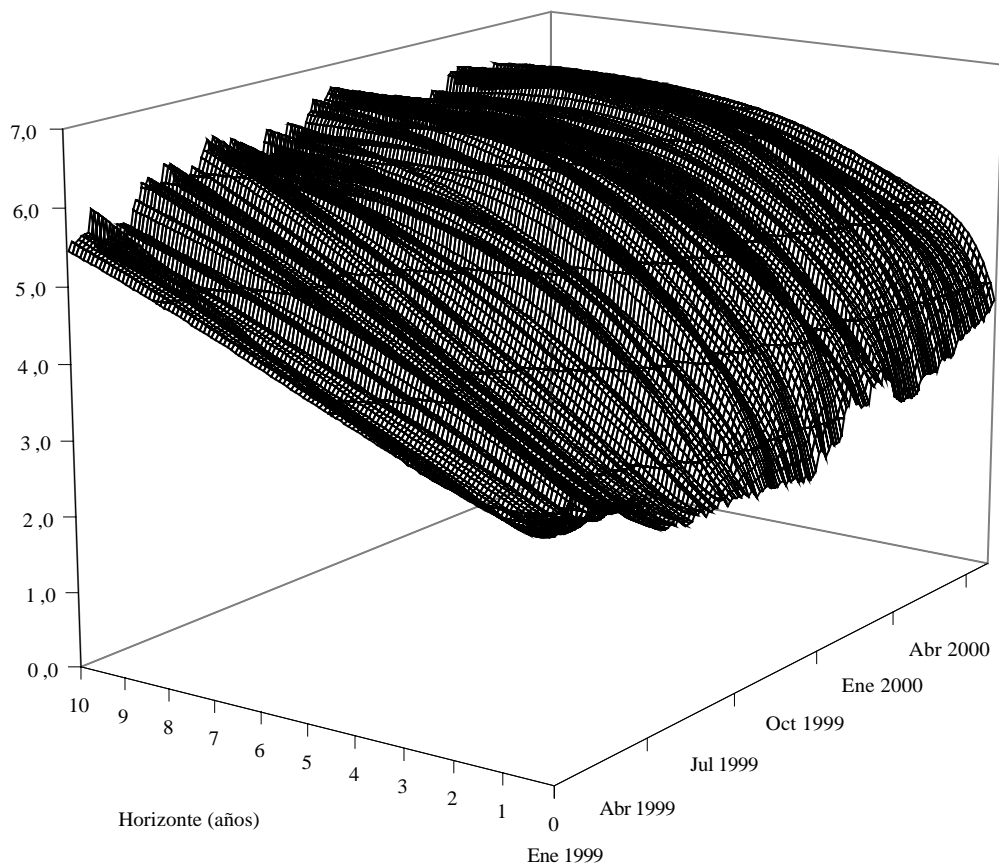
poradas en la curva de rendimientos a comienzos de 1999 podrían haber estado infravaloradas, debido a una reacción excesiva a la turbulencia financiera desencadenada por la crisis de los mercados emergentes ocurrida en la segunda mitad de 1998. Esta sobrerreacción pudo haber hecho descender temporalmente el nivel de los rendimientos de los bonos a largo plazo.

La influencia relativa de las expectativas de crecimiento y de inflación sobre la curva de rendimientos puede evaluarse en cierta medida mediante el empleo de indicadores adicionales. Un indicador utilizado con frecuencia es la curva de tipos *forward* implícitos instantáneos, denominada, a veces, «curva de tipos *forward* implícitos a un día». Dicha curva muestra tipos de interés a muy corto plazo (es decir, aproximadamente a un día), para varios horizontes futuros, implícitos en la estructura temporal de tipos de interés observada (véase recuadro 4 del *Boletín mensual*

Gráfico 2

Tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro desde comienzos de 1999

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y estimaciones del BCE. Los tipos *forward* implícitos se estiman utilizando la extensión de Svensson del método Nelson y Siegel (1987), aplicado a datos del mercado monetario y de swaps de la zona del euro.

del BCE de enero de 1999). Puede interpretarse que los tipos *forward* a un día implícitos indican las expectativas del mercado con respecto a los tipos de interés a corto plazo en diferentes momentos futuros, si bien hay que tener en cuenta que los tipos *forward* implícitos solo serían iguales a los tipos de interés esperados en el futuro en ausencia de primas de riesgo. En resumen, puede considerarse que, mientras que la curva de tipos cupón cero mide las medias de los tipos de interés a corto plazo futuros esperados, la curva de tipos *forward* implícitos a un día mide la evolución en el tiempo de los tipos de interés a corto plazo esperados en el futuro.

El gráfico 2 presenta las curvas de tipos *forward* implícitos a un día, estimados diariamente desde comienzos de 1999 hasta finales de abril de 2000, para la zona del euro. En el gráfico, la fecha de

estimación junto con el horizonte del tipo *forward* y el nivel del tipo *forward* implícito a un día aparecen en tres ejes distintos. Es evidente que la forma de la curva de tipos *forward* ha registrado variaciones significativas desde comienzos de 1999. En concreto, el gráfico muestra que la pendiente de la curva de tipos *forward* implícitos a un día tendió a aumentar en los plazos cortos y medios, mientras que, para horizontes superiores, se mantuvo estable. Estas variaciones indican que las expectativas del mercado relativas a la evolución de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro, en el corto y medio plazo, se han revisado sustancialmente durante este período. Desde esta perspectiva, parece que el significativo aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo que se produjo tras los primeros meses de 1999 (véase gráfico 3) puede explicarse, en gran medida, por las expectativas

de tipos de interés a corto plazo más elevados en un horizonte de corto y medio plazo.

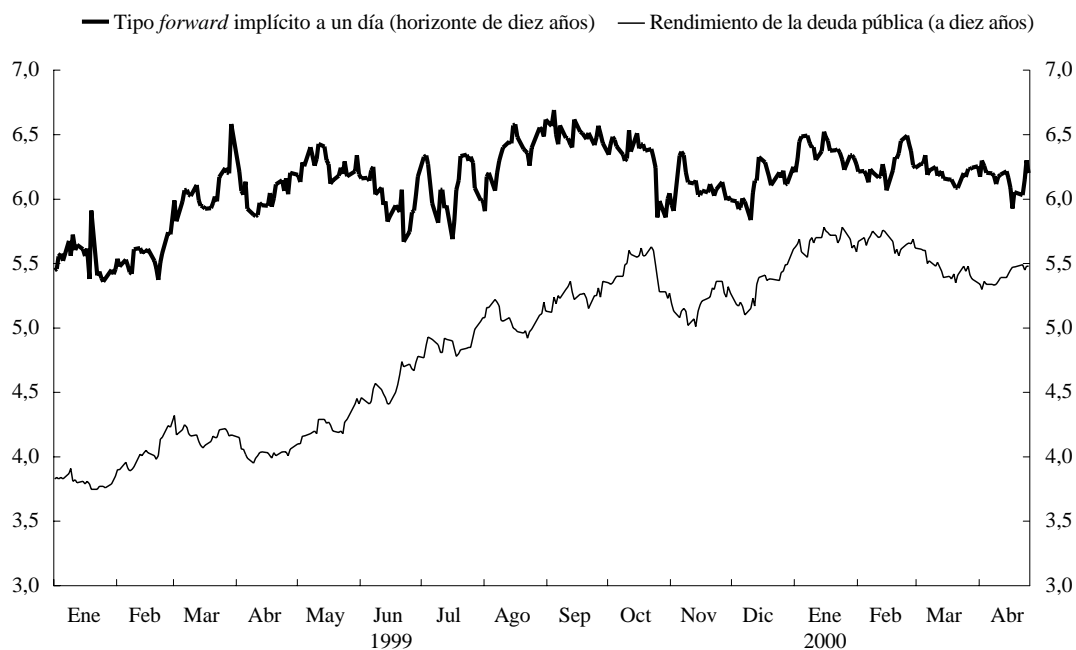
Los tipos *forward* implícitos para horizontes cortos se utilizan, fundamentalmente, para examinar las expectativas del mercado sobre las variaciones de los tipos de interés a corto plazo y, por lo tanto, proporcionan información sobre las expectativas relativas a la política monetaria (véase sección 3). Por el contrario, los tipos *forward* implícitos a un día para horizontes largos incorporan información relativa a las expectativas a largo plazo sobre los tipos de interés reales y la inflación esperada en el futuro. Bajo el supuesto de que las primas de riesgo y los tipos de interés reales esperados en un futuro lejano son prácticamente estables, se puede considerar que los tipos *forward* implícitos a largo plazo reflejan, principalmente, las expectativas de inflación a varios años vista, esto es, después de que se hayan moderado las perturbaciones a corto plazo sobre la inflación. Por este motivo, se suele considerar que los tipos *forward* a un día para horizontes muy largos constituyen un indicador

de la credibilidad del banco central, según la percibe el mercado, en lo que se refiere al mantenimiento de la estabilidad de precios en el largo plazo. A este respecto, conviene hacer notar que, en el caso de la zona del euro, el tipo *forward* implícito a un día estimado para un horizonte de diez años ha permanecido relativamente estable desde comienzos de 1999 (véase gráfico 3). Esto parecería sugerir que la confianza del mercado relativa al mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro en el medio y largo plazo se ha mantenido bastante estable desde la introducción de la moneda única.

Otro indicador de utilidad que puede ayudar a explicar las expectativas a largo plazo sobre la actividad económica real y la inflación puede obtenerse mediante la comparación de los rendimientos de los bonos nominales con los de los bonos indicados con un índice de precios. En concreto, el diferencial de rendimientos entre un bono indicado con la inflación y un bono nominal con el mismo vencimiento se denomina tasa de inflación «implícita» (véase recuadro 2 en

Gráfico 3
Tipo *forward* implícito a un día en un horizonte de diez años, y rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro

(en porcentaje, datos diarios)



Fuentes: Reuters y estimaciones del BCE. Los tipos *forward* implícitos se estiman utilizando la extensión de Svensson del método Nelson y Siegel (1987), aplicados a datos del mercado monetario y de swaps de la zona del euro.

las páginas 12 a 14 del *Boletín mensual del BCE* de febrero de 1999). En ausencia de primas de riesgo, la tasa de inflación implícita es igual a la tasa de inflación media esperada durante la vida de los bonos a partir de los que se construye. No obstante, dado que es probable que los rendimientos de los bonos incluyan varias primas, sobre todo primas de liquidez y primas de riesgo relacionadas con la incertidumbre sobre la inflación, hay que ser cautos al interpretar el nivel de la tasa de inflación implícita. Por este motivo, puede ser mejor centrarse en los cambios de la tasa de inflación implícita en lugar de en el propio nivel, aunque hay que tener en cuenta que esto presupone que las primas son constantes en el tiempo.

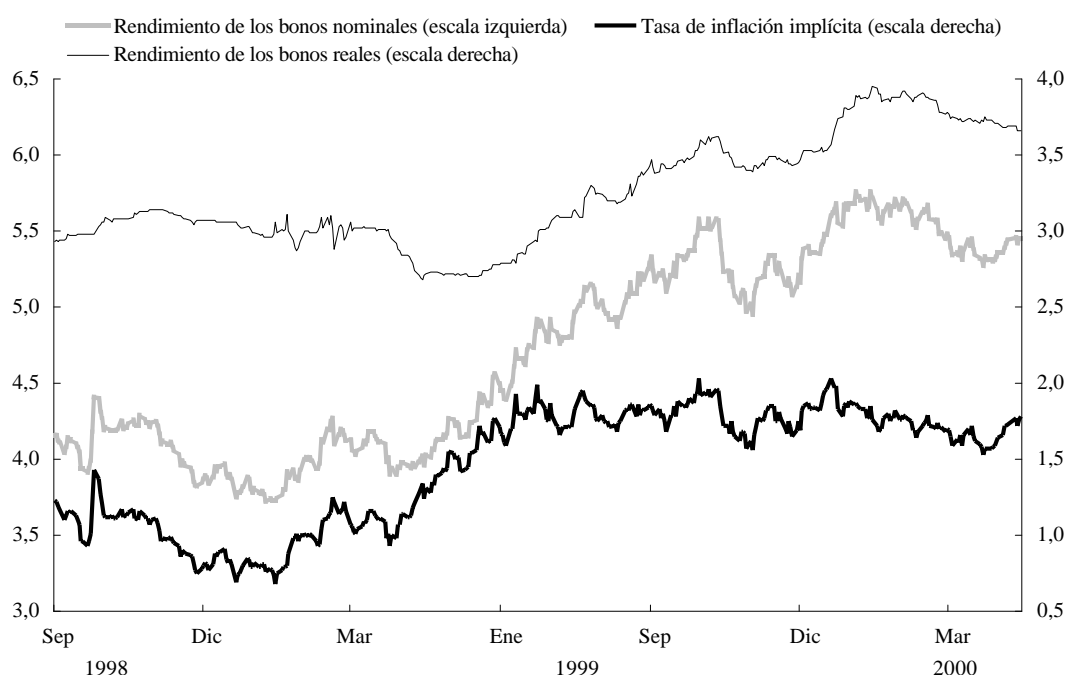
En la zona del euro, solo el Tesoro francés ha emitido deuda pública indiciada con la inflación con vencimientos a 10 y 30 años. La tasa de inflación implícita de estos valores se refiere a una medida concreta del IPC francés (esto es, el índice de precios de consumo, excluido el tabaco), y no al Índice Armonizado de Precios de

Consumo (IAPC) de la zona del euro que utiliza el Eurosistema para definir la estabilidad de precios. Sin embargo, a falta de instrumentos similares basados en el IAPC para la zona del euro en su conjunto, la evolución de la tasa de inflación implícita obtenida a partir de los bonos franceses, nominales e indiciados con la inflación, se suele utilizar como una aproximación a los cambios en las expectativas de inflación a largo plazo de los mercados financieros para la zona del euro en su conjunto. Como tal, la tasa de inflación implícita constituye un indicador útil de las expectativas del mercado, en concreto como complemento a la información procedente de otras medidas de inflación esperada.

La subida en el rendimiento de los bonos nominales que se registró en la zona del euro durante gran parte de la primavera de 1999 coincide con un incremento de la tasa de inflación implícita en Francia (véase gráfico 4). Esto puede haberse debido a un aumento de las expectativas de inflación desde los bajísimos niveles observados a

Gráfico 4 Tasa de inflación implícita calculada a partir del IPC francés

(en porcentaje, datos diarios)



Fuentes: Tesoro francés, ISMA y Reuters.

Nota: El rendimiento de los bonos reales se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses indiciados con el IPC francés (excluidos los precios del tabaco) que vencen en el año 2009. El rendimiento de los bonos nominales se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses de renta fija que vencen también en el 2009.

principios de 1999, alcanzados como consecuencia de la posible reacción excesiva, mencionada anteriormente, a la turbulencia financiera asociada a las crisis de los mercados emergentes ocurrida en 1998. Es de destacar que, aproximadamente, desde mediados de 1999, la tasa de inflación implícita se ha mantenido en una horquilla relativamente estrecha. Por tanto, el aumento del rendimiento de los bonos nominales durante este período se debió, fundamentalmente, a un incremento sustancial del rendimiento de los bonos reales. Ello sugiere que, después de la primera

mitad de 1999, las alzas observadas en el rendimiento de los bonos nominales tuvieron su origen en las mejoras de las expectativas del mercado relativas a la actividad económica futura, más que al aumento de las expectativas de inflación en el largo plazo. En este sentido, la evolución de la tasa de inflación implícita es compatible con la de los tipos *forward* implícitos instantáneos para horizontes largos, lo que sugiere que la credibilidad del BCE con respecto al mantenimiento de la estabilidad de precios en el largo plazo se ha mantenido firme y estable.

Recuadro 2

Diferenciales *swap* como indicadores

Un *swap* es un contrato en el que las dos partes se comprometen a intercambiar pagos periódicamente durante un período de tiempo definido de antemano. Un *swap* de tipos de interés ordinario, por ejemplo, supone el intercambio de una serie de pagos a un determinado tipo de interés fijo (de largo plazo) sobre un principal notional por una serie de pagos a un tipo variable, de corto plazo, sobre el mismo principal notional. Sin embargo, no se intercambia el propio principal sino solo los intereses, lo que significa que el principal no se pierde si la contrapartida en el contrato *swap* no atiende al pago. Los *swaps* no son contratos normalizados y, por lo general, se negocian en mercados no organizados, normalmente a través de un banco o de otras instituciones financieras que actúan como intermediarios.

El diferencial *swap* es un indicador que tiene, entre otras cosas, el potencial de incorporar información de utilidad sobre la probabilidad de impago. Este diferencial se define como el diferencial entre el tipo fijo de un contrato *swap* de tipos de interés (a partir de ahora denominado «tipo *swap*») y el rendimiento de un valor de deuda pública con un vencimiento similar. Suponiendo que los agentes de los mercados financieros que intervengan en un contrato *swap* sean neutrales al riesgo y tengan el mismo grado de solvencia, el tipo *swap* fijo viene determinado como el tipo de interés que iguala el valor actual de la serie de pagos esperados al tipo de interés variable con el valor actual de los pagos futuros al tipo de interés fijo. Como consecuencia, puede mostrarse que factores tales como la pendiente de la curva de tipos y las variaciones esperadas en el diferencial futuro entre el tipo de interés a corto plazo del mercado monetario, utilizado como tipo de referencia en el contrato *swap*, y el correspondiente tipo de interés sin riesgo de crédito influirán en el tipo *swap* y, por lo tanto, en el diferencial *swap*.

Cuando se abandonan los supuestos de neutralidad al riesgo y de solvencia equivalente, es probable que los factores relacionados con el riesgo de crédito de los agentes en el mercado de *swaps* afecten al tipo *swap* y, por lo tanto, al diferencial *swap*. En principio, es de esperar que el diferencial *swap* observado varíe de acuerdo, entre otras cosas, con cambios en la probabilidad agregada de impago, tal y como la percibe el mercado. En otras palabras, cuando el mercado considera que ha aumentado la probabilidad de que una empresa dada no atienda al pago, el diferencial *swap* tiende a ampliarse, en igualdad de condiciones. Dado que, por lo general, la probabilidad de impago se incrementa antes de, o durante, una recesión, el diferencial *swap* puede incorporar información relativa a los cambios en las expectativas de la actividad económica futura. Otros factores, como los cambios percibidos en el riesgo de liquidez pueden influir de vez en cuando en el diferencial *swap*, mientras que las variaciones en la oferta y la demanda de renta fija privada y de deuda pública también pueden dar lugar, de manera temporal, a cambios en dicho diferencial.

El efecto de las crisis de los mercados emergentes ocurrida en el verano de 1998 y la consiguiente turbulencia financiera puede observarse claramente en el acusado aumento del diferencial *swap* de la zona del euro, que, luego, desapareció paulatinamente hacia finales de año y comienzos de 1999 (véase gráfico siguiente). Durante la segunda mitad de 1999, el diferencial *swap* tendió de nuevo a ampliarse, a medida que las inquietudes relacionadas con el cambio de siglo comenzaron a influir en el mercado. No obstante, estas preocupaciones fueron bastante efímeras.

Diferencial swap a diez años de la zona del euro

(puntos básicos; datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Nota: El diferencial swap se define como el diferencial entre el tipo fijo del contrato swap sobre tipos de interés a diez años y el rendimiento de la deuda pública a un plazo comparable.

Obtención e interpretación de indicadores de incertidumbre

Los indicadores que se han comentado hasta ahora en la subsección anterior proporcionan información sobre las expectativas del mercado relativas a la actividad económica y la inflación o sobre los cambios en el tiempo que experimentan dichas expectativas. Sin embargo, no ofrecen ningún tipo de indicación sobre el grado de certidumbre que el mercado otorga a tales expectativas. Dado que la situación económica cambia con el tiempo, parece posible que también varíe la incertidumbre en torno a la valoración que hace el mercado de la inflación y la actividad económica futuras. Por otra parte, es posible que cambien también otros aspectos relacionados con la incertidumbre, como, por ejemplo, si los participantes en el mercado perciben que la incertidumbre está equilibrada o sesgada en una determinada dirección.

Como se menciona en el recuadro 1, los instrumentos derivados contienen información relativa a diversos aspectos de la incertidumbre. A este respecto, los diferenciales *swap*, por ejemplo, se consideran indicadores informativos (véase recuadro 2). Adicionalmente, las opciones sobre bonos a largo plazo pueden ser de utilidad para obtener una indicación del grado de incertidumbre asociada con la evolución futura de los rendimientos de los bonos. Dado que estos rendimientos se pueden descomponer en un tipo de interés real *ex ante*, una expectativa de inflación a largo plazo y un componente relacionado con las distintas primas, cualquier medida de incertidumbre obtenida a partir de las opciones sobre bonos debería reflejar la incertidumbre relativa a todos estos componentes. No obstante, no existe acuerdo sobre la manera de desligar la incertidumbre vinculada a las expectativas de inflación de la incertidumbre asociada a cam-

bios en el tipo de interés real o a variaciones de las primas de riesgo. El hecho de que las expectativas relativas a todos estos componentes afecten a la valoración de los derivados sobre bonos a largo plazo convierte en un reto la obtención y la interpretación de la información relevante de carácter prospectivo, contenida en los precios de las opciones sobre bonos a largo plazo.

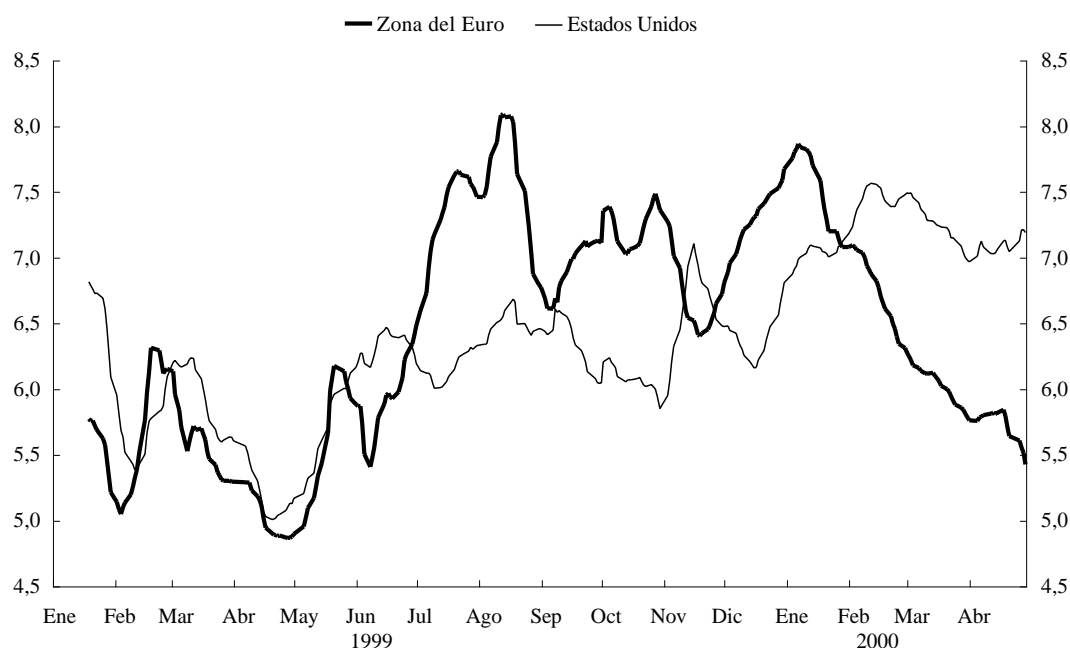
En la zona del euro, los contratos de derivados sobre bonos a largo plazo más líquidos (y, por lo tanto, posiblemente los más informativos) son los futuros sobre el bono alemán a diez años y las opciones relacionadas con ellos. Una medida valiosa de la incertidumbre global asociada a los movimientos futuros de los precios del bono alemán a diez años es la volatilidad implícita que, dados los supuestos adecuados, constituye una medida de la volatilidad esperada del contrato sobre el bono alemán subyacente durante la vida de la opción (véase recuadro 1). El gráfico 5 permite comparar la evolución de la volatilidad implícita del bono alemán a diez años y la

volatilidad implícita en las opciones sobre el bono del Tesoro estadounidense a diez años.

La volatilidad implícita del contrato sobre el bono alemán ha tendido a variar sensiblemente desde comienzos de 1999. Aunque, durante los primeros meses del año, evolucionó a la par que la correspondiente medida de volatilidad implícita del bono estadounidense, la volatilidad implícita en las opciones sobre el contrato del bono alemán comenzó a divergir de su correspondiente estadounidense y a moverse al alza en la primera parte del verano. Esta intensificación de la incertidumbre coincide con el aumento del rendimiento de los bonos nominales en la zona del euro, que, como se ha mencionado anteriormente, parece estar ligado a la subida de los tipos de interés reales a largo plazo como consecuencia de la mejora de las perspectivas económicas. Parece, por lo tanto, plausible que una parte considerable de la mayor incertidumbre relacionada con la evolución futura del rendimiento de los bonos existente en ese momento

Gráfico 5
Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del bono alemán a diez años y del bono del Tesoro estadounidense a diez años

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



Fuente: Bloomberg.

Nota: Las series de volatilidad implícita del presente gráfico representan la volatilidad implícita del contrato de futuros genérico con vencimiento más próximo renovado 20 días antes de su vencimiento, según la definición de Bloomberg. Esto quiere decir que 20 días antes de que venza el contrato se efectúa un cambio en la elección del contrato utilizado para obtener la volatilidad implícita, pasando del contrato más próximo a su vencimiento al contrato siguiente.

se deba a un aumento de la incertidumbre sobre los tipos de interés reales, ya que la fortaleza y sostenibilidad de la recuperación económica pudo haber sido especialmente incierta en torno a ese punto de inflexión. No obstante, parte del incremento de la volatilidad implícita pudo haber estado relacionado con una incertidumbre algo mayor sobre la inflación futura y/o las primas de riesgo, ante la mayor incertidumbre de los participantes en el mercado en relación con el efecto de una mejora de la actividad económica en las presiones sobre los precios.

Aproximadamente en torno al 4 de noviembre de 1999, fecha en la que se elevaron los tipos de interés del BCE, se produjo un notable descenso de la volatilidad esperada, lo que podría considerarse un indicio de reducción de la incertidumbre relativa tanto a las presiones futuras sobre los precios como a las primas de riesgo de inflación, resultado de la adopción de una política monetaria más restrictiva. Sin embargo, como puede observarse en el gráfico 5, la disminución de la volatilidad esperada resultó ser relativamente efímera, ya que la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del bono alemán comenzó a aumentar nuevamente a mediados de noviembre. Esta tendencia persistió hasta finales de 1999, momento en el que la volatilidad implícita tomó una senda descendente. Entre los factores que pudieron contribuir a la reducción de la volatilidad implícita a comienzos de 2000 se encuentran la desaparición de la incertidumbre relacionada con el cambio de siglo y, lo que es más importante, el aumento de las expectativas de que el BCE elevara nuevamente sus tipos de interés y las subidas efectivas de estos, adoptadas el 3 de febrero, el 16 de marzo y el 27 de abril de 2000.

Como se menciona en el recuadro 1, la información obtenida a partir de los precios de las opciones puede aumentarse mediante la estimación de la distribución de probabilidad completa

del precio de los activos financieros. En concreto, los precios observados de las opciones sobre el mismo activo subyacente, con fechas de vencimiento idénticas, pero con precios de ejercicio diferentes, pueden utilizarse para obtener una medida de la «función de densidad de probabilidad neutral al riesgo implícita» o, simplemente, función de densidad neutral al riesgo implícita. Esta refleja lo que el mercado percibiría como la distribución de probabilidad del precio del activo subyacente en la fecha futura en que venza la opción, si los participantes en el mercado fueran neutrales al riesgo. De hecho, dado que la función de densidad implícita es neutral al riesgo, la media de la distribución se corresponde con el precio *forward* para el horizonte correspondiente. Puesto que los inversores son, por lo general, aversos al riesgo, es probable que la función de densidad neutral al riesgo implícita difiera ligeramente de la percepción «verdadera» que tiene el mercado sobre la distribución de probabilidad.

No obstante, suponiendo que las primas de riesgo influyen, fundamentalmente, en la media de la distribución, la función de densidad neutral al riesgo debería proporcionar información útil sobre otros aspectos de la distribución, tales como la dispersión y cualquier asimetría en la forma de la distribución. Como se ha mencionado anteriormente, es bastante posible que, de vez en cuando, los participantes en el mercado puedan considerar que la incertidumbre está sesgada en una dirección o en otra, en lugar de estar equilibrada. En el caso de los mercados de renta fija, las estimaciones de las funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas obtenidas a partir de las opciones sobre los futuros del bono alemán pueden utilizarse para investigar estos aspectos de la incertidumbre percibida por el mercado. Como ejemplo, el recuadro 3 demuestra que la función de densidad neutral al riesgo implícita de los contratos de futuros sobre el bono alemán cambió en torno al momento en el que el BCE elevó los tipos de interés en noviembre de 1999.

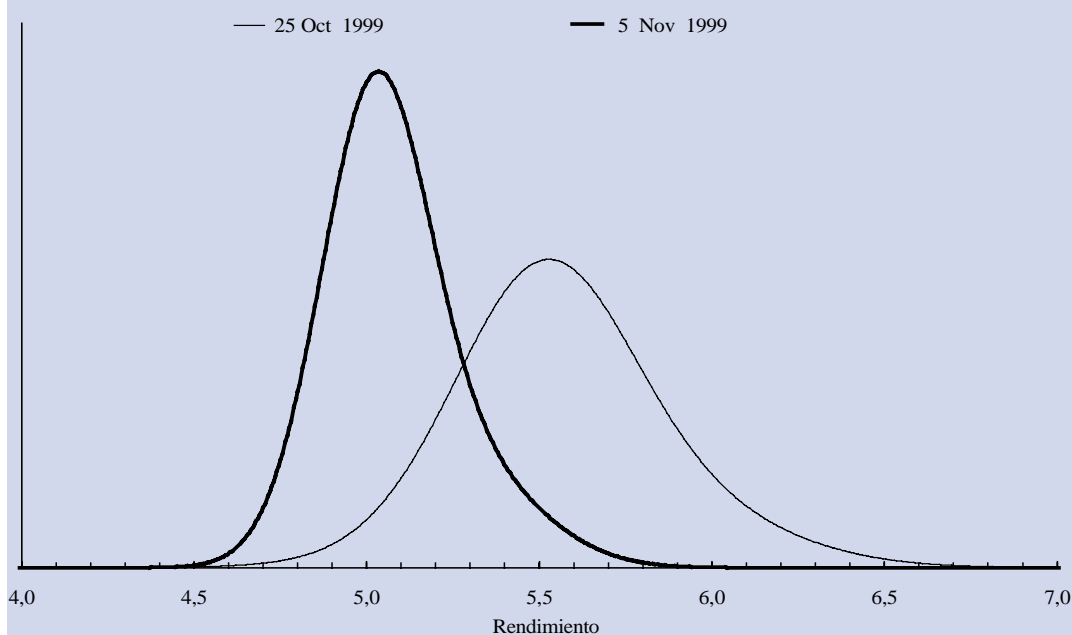
Recuadro 3

Funciones de densidad de probabilidad neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre futuros del bono alemán en torno al momento en el que el BCE elevó los tipos de interés en noviembre de 1999

Un caso interesante de la rapidez con la que cambia la percepción del mercado se produjo en el período en torno al incremento de los tipos de interés del BCE a primeros de noviembre de 1999. Como puede observarse en el gráfico 3, los rendimientos de los bonos a largo plazo habían seguido una tendencia ascendente desde la primavera de 1999 hasta finales de octubre. La función de densidad de probabilidad neutral al riesgo implícita del contrato de futuros sobre el bono alemán a diez años con vencimiento en diciembre de 1999, según los precios de las opciones vigentes el 25 de octubre de 1999, es decir, una semana y media antes de que se anunciara la decisión de elevar los tipos de interés, mostraba un grado relativamente elevado de dispersión (véase gráfico siguiente), lo que indicaba que, en ese momento, existía una gran incertidumbre.

El 4 de noviembre de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE anunció su decisión de elevar los tipos de interés en 50 puntos básicos. Como demuestra la función de densidad neutral al riesgo implícita para el 5 de noviembre, la incertidumbre del mercado con respecto a la evolución futura del precio de los bonos se redujo considerablemente tras dicha decisión, mientras que los rendimientos de los bonos cayeron significativamente. Este descenso de los rendimientos pudo deberse a la disminución de las expectativas de inflación y a la reducción de las primas de riesgo por inflación, como consecuencia de la adopción de una política monetaria más restrictiva. Adicionalmente, en la medida en que la decisión del Consejo de Gobierno del BCE pudo haber contribuido a estabilizar las expectativas de inflación, la menor incertidumbre relativa al curso futuro de los rendimientos de los bonos a largo plazo pudo ser un reflejo de esa menor incertidumbre con respecto de los cambios futuros en la inflación esperada. En ese caso, la probabilidad de que

Funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas de los futuros sobre el bono alemán a diez años (contratos de diciembre de 1999)



Fuentes: Bloomberg y estimaciones del BCE.

Nota: Las funciones de densidad implícitas neutrales al riesgo se estiman, inicialmente, para los precios de los futuros sobre el bono alemán, en lugar de para los rendimientos. Estos resultados se transforman, posteriormente, en funciones de densidad neutrales al riesgo del rendimiento del bono alemán hasta su vencimiento, utilizando una aproximación basada en la duración y la convexidad del bono más barato para entregar en el día de la estimación (es decir, cuando se observan los precios de las opciones).

se registraran variaciones importantes en las primas de riesgo por inflación en el período posterior debería haberse reducido también, contribuyendo, así, al descenso en la incertidumbre relacionada con los rendimientos futuros de los bonos.

Otro aspecto interesante de la función de densidad neutral al riesgo implícita para el 5 de noviembre es que era mucho más asimétrica hacia la derecha que la distribución observada el 25 de octubre, lo que supone que los agentes percibían que la probabilidad de que se produjera un aumento importante en el rendimiento de los bonos era mayor que la de que se registrara una disminución de la misma magnitud. Una explicación de esto podría encontrarse en que, tras los considerables descensos experimentados en unos días por los rendimientos de los bonos a largo plazo, cabía considerar que el potencial de que se observaran nuevos descensos en dichos rendimientos era limitado. En otras palabras, la más pronunciada asimetría hacia la derecha de la distribución implícita sugiere que los participantes en el mercado juzgaron más probable verse sorprendidos por rendimientos futuros de los bonos superiores a los esperados que por rendimientos inferiores a los esperados.

3 Indicadores basados en los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario

Como se ha mencionado anteriormente, los precios negociados en los mercados financieros pueden proporcionar información de utilidad sobre las expectativas del mercado relativas a los tipos de interés a corto plazo futuros y sobre la incertidumbre en torno a dichas expectativas. Dado que el banco central influye, de manera relevante, en los tipos de interés para horizontes muy cortos, los precios de los mercados financieros también ofrecen indicaciones indirectas sobre la percepción del mercado en relación con los futuros cambios de política monetaria que efectuará el banco central.

Expectativas del mercado sobre los tipos de interés a corto plazo futuros

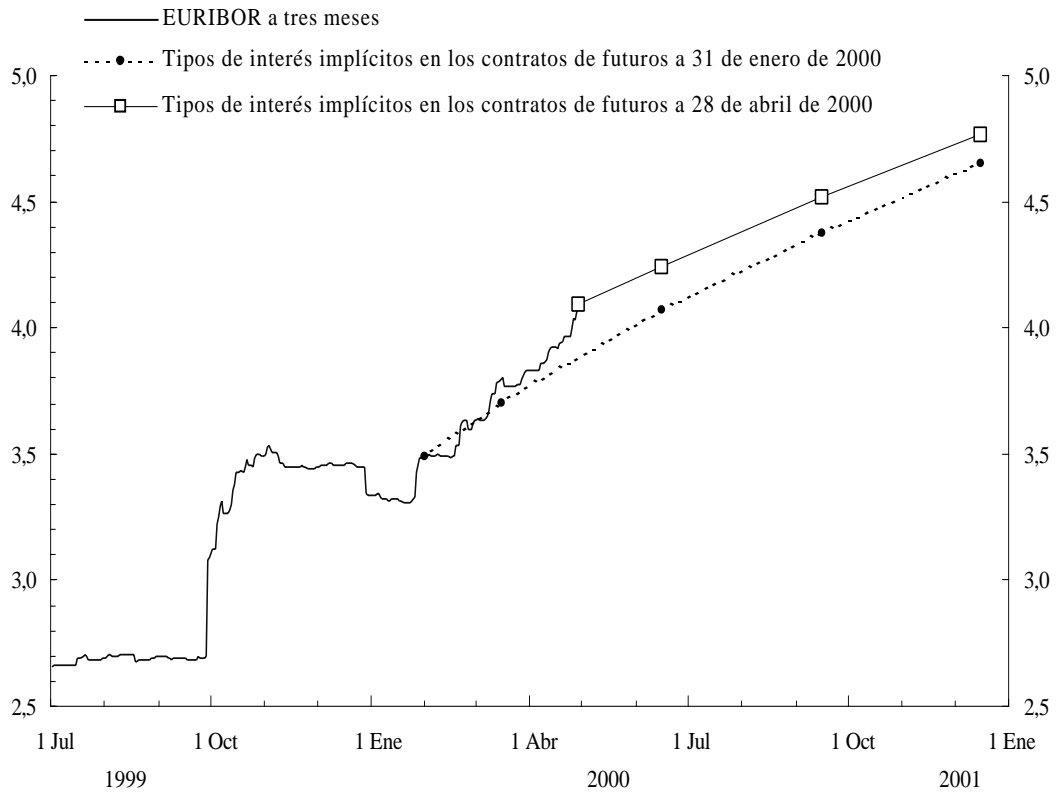
Puede obtenerse información sobre las expectativas del mercado relativas a la evolución de los tipos de interés a corto plazo a partir de la curva de tipos del mercado monetario o de los contratos de futuros sobre tipos de interés a corto plazo. Para la zona del euro, las medidas del EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro) constituyen unos buenos indicadores de la evolución de los tipos de interés a corto plazo. Estos tipos se calculan diariamente, para vencimientos comprendidos entre una semana y doce meses, como la media de los tipos de oferta presentados por un panel de

bancos que intervienen activamente en el mercado interbancario del euro. La estructura temporal de tipos EURIBOR puede utilizarse para obtener información sobre las expectativas del mercado acerca de la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo. Se pueden extraer indicaciones similares de los contratos de futuros sobre tipos EURIBOR a tres meses, que se negocian en diversos mercados para una amplia gama de vencimientos. La elevada liquidez de algunos de estos mercados significa que los precios de estos instrumentos deberían reflejar, de una manera bastante exacta, la información disponible en los mercados financieros. En el gráfico 6, la línea que representa la evolución del tipo EURIBOR a tres meses desde mediados de 1999 se une a la de los tipos de interés implícitos en los contratos de futuros con vencimiento a finales de marzo, junio, septiembre y diciembre de 2000, al cierre del mercado los días 31 de enero y 28 de abril de 2000.

Como siempre, hay que ser cautos al interpretar estos indicadores, dado que, probablemente, las expectativas obtenidas a partir de los tipos de interés implícitos en los contratos de futuros estén sesgadas por la existencia de primas de riesgo por tipo de interés. En concreto, los efectos de las primas de riesgo pueden ser relativamente importantes en el caso de las expectativas para horizontes muy largos. Por este motivo, es probable que los tipos de interés implícitos en

Gráfico 6

Tipos EURIBOR a tres meses y tipos de interés implícitos en los contratos de futuros



Fuente: Bloomberg.

futuros para horizontes muy largos sobrestimen los tipos al contado futuros en mayor medida que los futuros con un vencimiento a más corto plazo.

Indicadores de la incertidumbre del mercado

Medidas de la volatilidad esperada de los tipos de interés a corto y a largo plazo futuros pueden proporcionar al banco central una información inestimable sobre la dispersión de las expectativas del mercado o sobre la incertidumbre relativa a la evolución futura de los tipos de interés. Una medida útil de la volatilidad esperada es la volatilidad implícita, que, como se comentó anteriormente, puede obtenerse de los precios observados de las opciones. En el caso de las opciones sobre tipos de interés a corto plazo, el mercado más líquido en la zona del euro es el de opciones sobre futuros del EURIBOR a tres me-

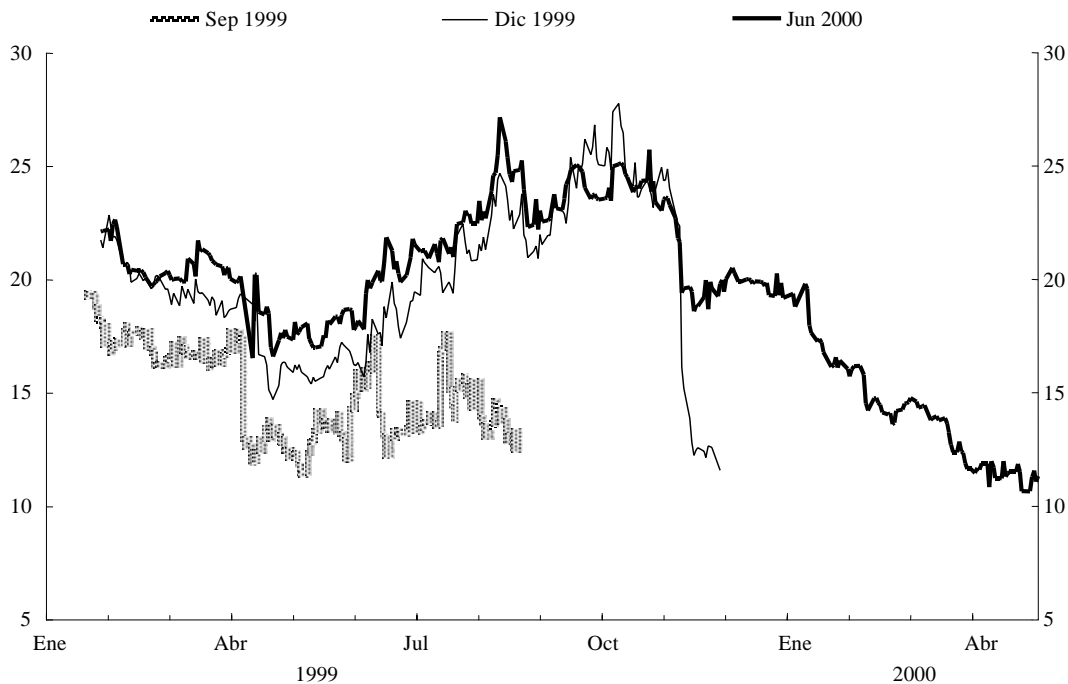
ses, en donde se negocian activamente contratos con vencimientos distintos y se dispone de precios diarios.

El gráfico 7 ilustra la evolución de la volatilidad esperada, medida por la volatilidad implícita de los contratos de futuros con vencimiento en septiembre de 1999, diciembre de 1999 y junio de 2000, durante el período comprendido entre enero de 1999 y finales de abril de 2000. Como puede observarse, la volatilidad implícita mostró una tendencia descendente a comienzos de 1999 y, luego, cayó de manera significativa tras el anuncio de la decisión de reducir los tipos de interés del BCE en abril de 1999. Si bien la incertidumbre relativa a los tipos de interés a corto plazo comenzó a aumentar a partir del verano de 1999, se volvió a reducir sensiblemente tras la decisión adoptada en noviembre de 1999 de elevar los tipos de interés del BCE. Desde entonces, la volatilidad implícita ha mostrado una tendencia

Gráfico 7

Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses

(negociadas en LIFFE)



Fuente: Bloomberg.

descendente, indicando una reducción paulatina de la incertidumbre con respecto a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo.

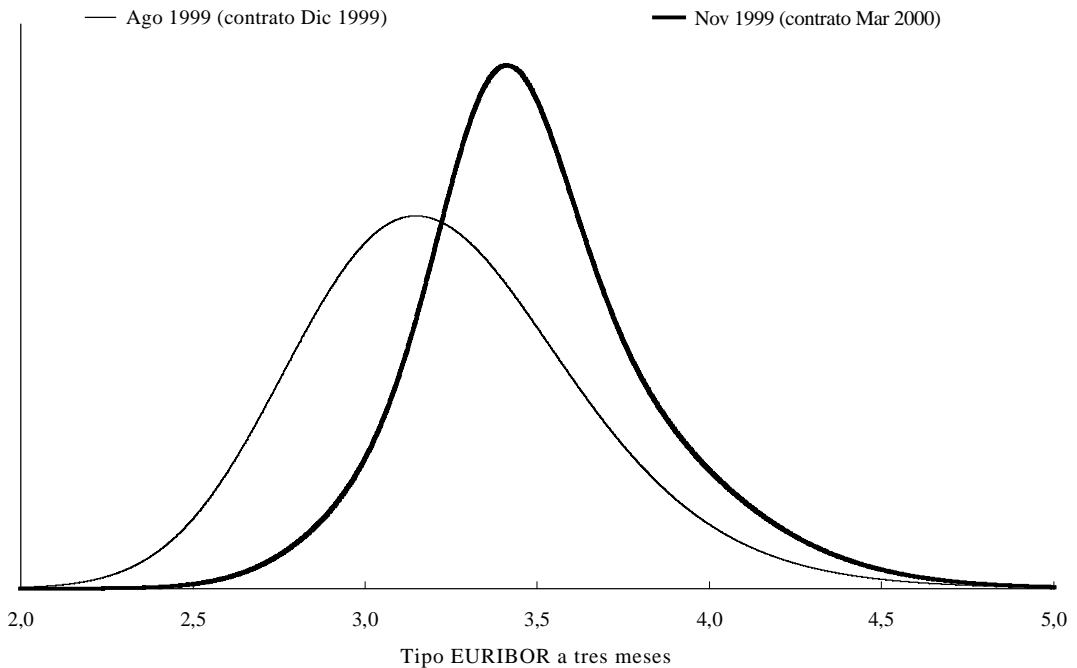
Como se ha mencionado anteriormente, las volatilidades implícitas no son, por lo general, constantes entre contratos con fechas de vencimiento diferentes. En concreto, la volatilidad implícita en las opciones sobre tipos de interés a corto plazo en la zona del euro tiende normalmente a ser más elevada cuanto más distante sea la fecha de vencimiento de la opción. No obstante, si bien, durante la mayor parte del año pasado, la volatilidad implícita de los contratos que vencen en junio de 2000 se mantuvo por encima de la de los que finalizan en diciembre de 1999, a finales del tercer trimestre de 1999, la volatilidad implícita de las opciones cuya fecha de vencimiento era diciembre de 1999 aumentó considerablemente en relación con la volatilidad implícita de las opciones con vencimiento en junio de 2000. Esto se debió, probablemente, a que se intensificaron las preocupaciones del mercado sobre la transición al año 2000 y al hecho de que los contratos con vencimiento en diciembre de 1999 fueron los que se vieron más afectados por

la incertidumbre relativa a un cambio en la orientación de la política monetaria del BCE. La elevación de los tipos de interés del BCE el 4 de noviembre de 1999 se tradujo en un pronunciado descenso de la volatilidad implícita de los contratos con vencimiento en diciembre de 1999, que cayó muy por debajo del nivel de volatilidad implícita en las opciones con fecha de expiración en junio de 2000.

Al igual que en el mercado de deuda pública, las funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas permiten extraer una mayor información, al permitir que se examinen diversos aspectos de la incertidumbre percibida por el mercado. Como ejemplo, el gráfico 8 compara dos funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas obtenidas utilizando opciones sobre futuros del tipo EURIBOR a tres meses con fechas de vencimiento similares. Una primera función de densidad se estimó haciendo uso de los precios de las opciones del contrato con vencimiento en diciembre de 1999 observados alrededor de mediados de agosto de 1999, y la segunda función de densidad corresponde a los precios de las opciones con vencimiento en marzo de 2000

Gráfico 8

Funciones de densidad implícitas neutrales al riesgo del tipo EURIBOR a tres meses



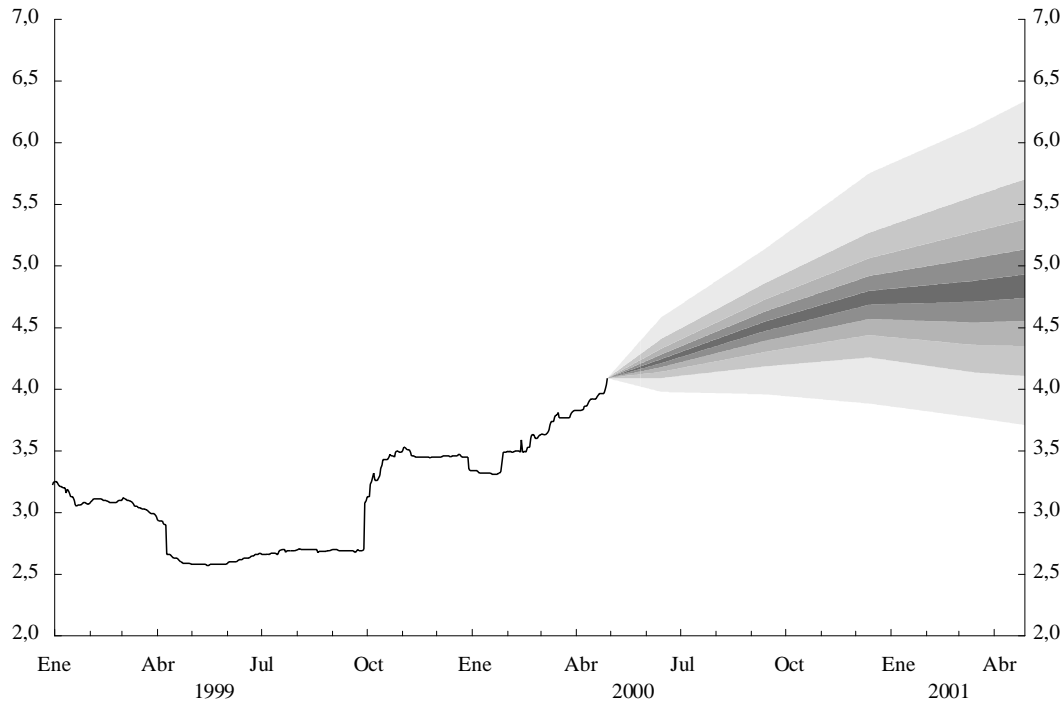
Fuentes: Reuters y estimaciones del BCE.

negociadas algunos días después de la decisión de elevar los tipos de interés del BCE, adoptada el 4 de noviembre de 1999. El gráfico muestra que el grado de incertidumbre relativo a las expectativas de los mercados financieros era menor después del aumento de los tipos de interés, mientras que la media de la distribución se había desplazado hacia la derecha en comparación con los tres meses anteriores. Estos cambios en la función de densidad neutral al riesgo estimada sugieren que la incertidumbre del mercado relativa al curso futuro de los tipos a corto plazo descendió, tras la decisión del BCE de elevar los tipos de interés, mientras que el nivel esperado del tipo EURIBOR a tres meses unos cuatro meses después, medido por el tipo *forward*, registró un ascenso. No obstante, la asimetría hacia la derecha, algo menos pronunciada en noviembre que en agosto de 1999, indicaba que la probabilidad asignada a obtener unos tipos de interés mayores que los esperados en la fecha de vencimiento de las opciones en relación con la probabilidad de alcanzar tipos más bajos que los esperados había disminuido tras la decisión relativa a los tipos de interés.

La información incorporada en las funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas de contratos con vencimientos diferentes puede ilustrarse de una manera sencilla e intuitiva representando las series históricas del tipo EURIBOR a tres meses y un «gráfico en abanico», que muestra los distintos percentiles del tipo EURIBOR futuro. Esto puede observarse en el gráfico 9, en el que se presenta una serie temporal del tipo EURIBOR a tres meses desde comienzos de 1999 hasta finales de abril de 2000, así como los intervalos de confianza correspondientes a las probabilidades implícitas del 10, 30, 50, 70 y 90 por ciento estimadas mediante la utilización de los precios de las opciones observados el 28 de abril. El intervalo más amplio incluye el 90% del total de la probabilidad neutral al riesgo implícita para el tipo EURIBOR futuro. Es decir, de acuerdo con los precios de las opciones vigentes, el mercado otorgaba un 90% de probabilidad a que el tipo EURIBOR a tres meses futuro se situara dentro de este intervalo de confianza para los distintos horizontes futuros. El gráfico muestra una tendencia ascendente en los tipos EURIBOR esperados, correspondiente a la valo-

Gráfico 9

Tipo EURIBOR a tres meses e intervalos de confianza de las funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas el 28 de abril de 2000



Fuentes: Reuters y estimaciones del BCE.

Notas: la línea sólida muestra la evolución del tipo EURIBOR a tres meses desde el principio de 1999 hasta el 28 de abril de 2000, mientras que los intervalos de confianza representan los percentiles del tipo EURIBOR a tres meses futuro, basado en las funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas en los precios de las opciones y de los futuros el 28 de abril de 2000. El intervalo central más oscuro corresponde al 10% de la masa de probabilidad neutral al riesgo implícita. Cada una de los intervalos restantes cubre otros 20 puntos porcentuales, de modo que el intervalo más ancho incluye el 90% del total de la probabilidad implícita.

ración de los contratos de futuros efectuada por el mercado el 28 de abril. Además, los intervalos de confianza se ensanchan a medida que aumenta el horizonte, indicando una mayor incertidumbre sobre los tipos futuros en momentos más distantes en el tiempo. Por otro lado, las funcio-

nes de densidad neutrales al riesgo implícitas son ligera y positivamente asimétricas, como puede deducirse a partir de los intervalos de confianza situados por encima del intervalo central, que son algo más anchos que los situados por debajo.

4 Conclusiones

Los indicadores de los mercados financieros tienen el potencial de proporcionar a los bancos centrales información actualizada y de carácter prospectivo, en forma de expectativas del mercado sobre una serie de variables fundamentales, como la inflación y el crecimiento económico futuros, que son importantes para la toma de decisiones de política monetaria. A este respecto, hay que señalar que, al determinar los precios de los activos financieros, los agentes anticipan e incorporan en el precio los cambios esperados en los tipos de inte-

rés oficiales. Por lo tanto, es siempre útil que los responsables de la política monetaria analicen también las expectativas del mercado sobre los cambios en los tipos de interés a corto plazo, con el fin de evaluar qué expectativas de política monetaria subyacen a las expectativas de los mercados financieros sobre el crecimiento económico y la inflación.

La estrategia de política monetaria del Eurosistema garantiza que la información procedente de los mercados financieros sea debidamente to-

mada en cuenta en las decisiones de política monetaria. En concreto, el Eurosistema ha decidido seguir una política monetaria basada en dos pilares, en la que se otorga un papel destacado al análisis del contenido informativo de los agregados monetarios y se tienen en cuenta también un amplio conjunto de otros indicadores para evaluar los riesgos que amenazan a la estabilidad de precios. En el segundo pilar de la estrategia de política monetaria, los precios de los activos financieros desempeñan un papel importante como indicadores

de las expectativas del mercado y de la incertidumbre en torno a las mismas.

Con todo, las expectativas del mercado sobre la actividad económica y la inflación obtenidas a partir de los precios de los activos financieros no pueden ser un sustitutivo de la propia evaluación del banco central sobre la evolución económica futura. Por el contrario, estos indicadores solo pueden considerarse como fuente de información complementaria que puede utilizarse para contrastar la evaluación propia del banco central.

Recuadro 4

Estimación de las funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas

El presente recuadro explica brevemente cómo pueden estimarse las funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas (DNR), utilizando los precios de los contratos de futuros y opciones observables en el mercado. Aunque existe una serie de técnicas diferentes para estimar las DNR, este recuadro se centra en el método empleado para obtener las funciones de densidad que se presentan en este artículo¹. Como se menciona en el recuadro 1, las opciones pueden valorarse utilizando el principio de valoración neutral al riesgo. Según este método, el precio de una opción «europea» puede expresarse como el valor actual de los pagos de la opción esperados en el futuro, donde las expectativas se toman con respecto a la «medida de la probabilidad neutral al riesgo» y donde el tipo de descuento es el tipo de interés sin riesgo vigente durante la vida de la opción.

Considérese una opción de compra europea con un precio c en el momento t , sobre un activo subyacente con un precio S . Sea X el precio de ejercicio de la opción, y sea T la fecha futura de vencimiento de la opción. El precio de la opción de compra en el momento t puede escribirse, entonces, como

$$c = e^{-r(T-t)} \int_X^{\infty} f^*(S_T) (S_T - X) dS_T,$$

donde r es el tipo de interés sin riesgo y $f^*(S_T)$ es la función de densidad neutral al riesgo del precio del activo subyacente en la fecha de expiración. Las opciones de venta europeas pueden valorarse de forma similar. Dado que, según la fórmula anterior, el precio de una opción es una función de la función de densidad neutral al riesgo, los precios de las opciones observables en el mercado deben contener información relativa a esta función de densidad. De hecho, siempre que se disponga de un número suficientemente elevado de opciones cotizadas simultáneamente con diferentes precios de ejercicio, puede obtenerse una estimación de la DNR $f^*(S_T)$.

Una manera de proceder para obtener una estimación de la DNR es suponer alguna forma estructural específica para la función de densidad y, luego, estimar la forma concreta de la función de densidad que genera unos precios teóricos de las opciones que estén lo más cerca posible de los precios observados en el mercado. Siguiendo a Mellick y Thomas (1997)², suponiendo que una combinación de dos funciones de distribución lognormales es lo

1 Para una discusión de otras técnicas utilizadas en la estimación de funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas, véase, por ejemplo, Jackwerth, J.C. (1999), "Option-implied risk-neutral distributions and implied binomial trees: A literature review", *Journal of Derivatives*, vol. 7, nº 2, pp. 66-82

2 Mellick, W.R. y Thomas, C.P. (1997), "Recovering an asset's implied PDF from options prices: An approach to crude oil during the Gulf crisis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, pp. 91-115.

bastante flexible como para describir la distribución de probabilidad subyacente del precio futuro del activo subyacente, S_T , se obtiene el resultado siguiente:

$$f^*(S_T) = \theta g_1(\alpha_1, \beta_1, S_T) + (1 - \theta) g_2(\alpha_2, \beta_2, S_T),$$

donde

$$g_i(\alpha_i, \beta_i, S_T) = \frac{1}{S_T \beta_i \sqrt{2\pi}} \exp\left(-\frac{(\ln S_T - \alpha_i)^2}{2\beta_i^2}\right), \quad i = 1, 2,$$

y donde α_i y β_i son, respectivamente, los parámetros de situación y de dispersión de las distribuciones lognormales, que determinan la media y la varianza de las distribuciones. El parámetro θ es un parámetro de ponderación que determina los pesos relativos de las dos distribuciones lognormales en la distribución final.

Siempre que exista un número suficientemente elevado de precios de opciones de compra y de venta observados simultáneamente, con fechas de expiración idénticas, pero con precios de ejercicio diferentes, los parámetros de la distribución, $\Theta = \{\alpha_1, \alpha_2, \beta_1, \beta_2, \theta\}$, pueden determinarse seleccionándolos de tal manera que se minimicen las diferencias entre los precios observados y los precios teóricos de las opciones. Sea c_j uno de los m precios de compra observables y p_j uno de los n precios de venta observables, y sean $c_j^*(\Theta)$ y $p_j^*(\Theta)$ los precios correspondientes de las opciones generados por la DNR supuesta, entonces, los cinco parámetros de la combinación de lognormales pueden estimarse minimizando la suma de las desviaciones cuadráticas entre los precios observados y los precios teóricos equivalentes:

$$\hat{\Theta} = \arg \min_{\Theta} \sum_{j=1}^m (c_j - c_j^*(\Theta))^2 + \sum_{j=1}^n (p_j - p_j^*(\Theta))^2.$$

Puede utilizarse información adicional mediante la inclusión del precio *forward* y del correspondiente precio teórico del *forward*, obtenido a partir de la función de distribución supuesta, como un ingrediente adicional en el problema de minimización. En la práctica, este problema se simplifica considerablemente, dado que existen expresiones en forma cerrada para los precios de las opciones y los precios *forward* cuando se supone que la distribución del precio de un activo subyacente es una combinación de lognormales.

Evolución y características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro

La tasa de desempleo sigue siendo elevada en la zona del euro, alrededor del triple de los niveles registrados a principios de la década de los sesenta. El análisis de las estructuras del empleo, la inactividad y el desempleo, que se resume en el presente artículo pone de manifiesto la existencia de diferencias significativas entre la zona del euro y Estados Unidos. En los últimos 40 años, se ha observado un descenso tendencial de la tasa de empleo y un aumento de la tasa de paro en la zona del euro. Los problemas que afectan al mercado de trabajo parecen concentrarse en ciertos grupos sociales, como las mujeres, los trabajadores más jóvenes y los de más edad y los menos cualificados, mientras que la situación de los varones de 30 a 59 años parece comparable, en términos generales, entre la zona del euro y Estados Unidos. En algunos países de dicha zona, el desempleo reviste una dimensión regional significativa que coexiste con un grave problema de desempleo de larga duración que afecta a toda la zona.

Los problemas que padecen los mercados de trabajo de la zona del euro pueden vincularse con una serie de factores estructurales relacionados con los incentivos al empleo, el excesivo nivel de los costes laborales, los desajustes entre la oferta y la demanda de trabajo (de carácter geográfico o relativas a las cualificaciones), las regulaciones institucionales y la exclusión del mercado de trabajo durante un período prolongado. Para hacer frente a estos problemas, puede adoptarse una amplia gama de medidas que también se mencionan en el presente artículo. En los últimos años, la Unión Europea (UE) ha redoblado sus esfuerzos para fomentar reformas estructurales contundentes encaminadas a mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo. No obstante, la adopción de estas reformas compete, en primera instancia, a los gobiernos nacionales y a los interlocutores sociales pertinentes; además, las reformas han de adoptarse, necesariamente, teniendo en cuenta el carácter particular del problema que afecta al mercado de trabajo en cada país. Para lograr una reducción significativa y sostenida del desempleo en la zona del euro habrá que adoptar medidas adicionales de carácter estructural que permitan mejorar notablemente el funcionamiento del mercado de trabajo.

I Introducción

A pesar de los descensos que han registrado últimamente, las tasas de desempleo de la zona del euro siguen situándose en un nivel casi tres veces más alto que el observado a principios de los años sesenta. Para entender las causas del aumento secular del desempleo y las medidas que podrían adoptarse para garantizar que su reciente descenso sea sostenido, es importante analizar con detalle la evolución de los mercados de trabajo de la zona, prestando especial atención a la estructura del empleo y la inactividad. En este contexto, es conveniente desglosar la población en edad de trabajar en tres componentes: empleados, inactivos y desempleados (véase recuadro 1). También se utilizan, como referencia, algunas comparaciones con Estados Unidos.

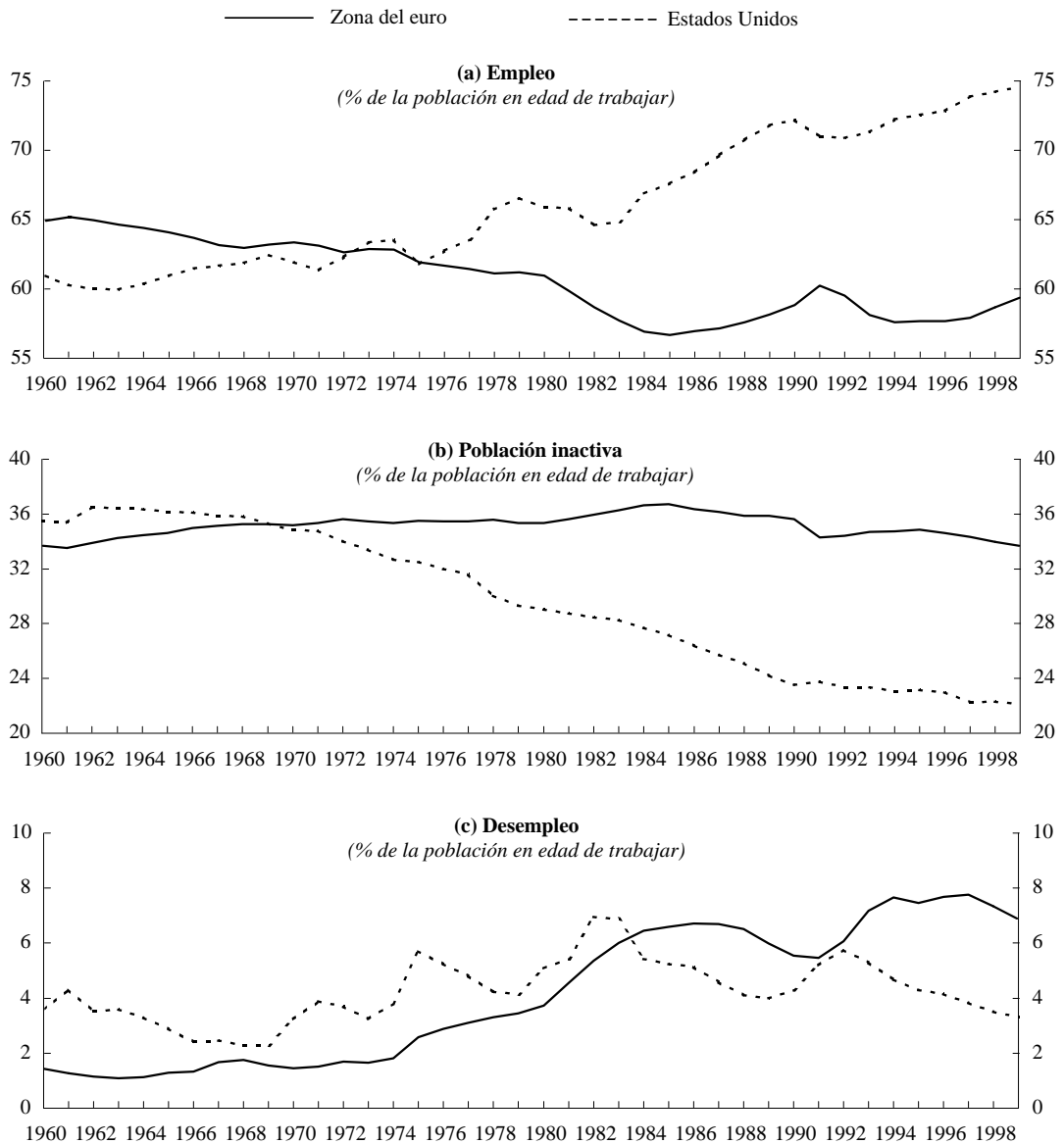
El empleo, como se indica en el gráfico 1(a), representaba el 64,6% de la población total en edad de trabajar de la zona del euro en 1960, es decir, 3,6 puntos porcentuales por encima del

nivel registrado en Estados Unidos. Posteriormente, la tasa de ocupación de la zona del euro se redujo hasta el 59,4% en 1999, al tiempo que aumentó de forma sostenida en Estados Unidos, registrando una notable aceleración a partir de 1984, para situarse en un 74,6% en 1999. En Estados Unidos, el aumento del empleo estuvo asociado a un acusado incremento de las tasas de participación en la población activa [véase gráfico 1(b)].

Como puede observarse en el gráfico 1(c), el desempleo siguió una tendencia similar. En 1960, apenas afectaba al 1,4% de la población en edad de trabajar de la zona del euro. Después, el porcentaje de personas en edad de trabajar que no tenían empleo aumentó en forma sostenida, especialmente a partir de 1975, pero se mantuvo por debajo de los niveles correspondientes registrados en Estados Unidos hasta 1984. Desde entonces, las cifras de paro, en porcentaje de la población en edad de trabajar, han sido cons-

Gráfico I

Desglose de la población en edad de trabajar en la zona del euro y Estados Unidos: 1960-1999



Fuente: OCDE.

Nota: Las tasas de empleo y de población inactiva de la zona del euro no incluyen datos de Austria ni Francia desde 1960 hasta 1964, ni de los Países Bajos desde 1960 hasta 1968. La tasa de desempleo de la zona del euro tampoco incluye los datos de Austria de 1960 a 1964 ni Luxemburgo de 1960 a 1973. El agregado de la zona del euro correspondiente a 1999 no incluye Finlandia, Luxemburgo, Irlanda y Portugal. Véanse más detalles en el recuadro 1.

tantemente más altas en la zona del euro que en Estados Unidos, llegando al 6,9% en 1999. En cambio, al otro lado del Atlántico, en 1999 solo estaba desempleado el 3,3% de la población en edad de trabajar, lo que representa una variación mínima con respecto a 1960, a pesar del máximo temporal del 7% registrado en 1983.

A diferencia de lo ocurrido en anteriores fases de recuperación, en los dos períodos de expansión económica transcurridos desde 1985 hasta 1991 y desde 1996 hasta la actualidad, ha aumentado la tasa de empleo de la zona del euro y este aumento ha estado asociado a una cierta disminución del desempleo. De he-

cho, el nuevo incremento de las tasas de paro en los años noventa vino acompañado de un ligero aumento de la participación en la población activa desde mediados de los años ochenta, más que de una disminución de la

tasa de empleo, que fue el factor dominante en el período anterior. En la medida en que lo permiten los datos disponibles, estas tendencias se analizan en mayor profundidad en el resto del presente artículo.

Recuadro I

Análisis de la evolución de los mercados de trabajo

No existe un marco único para analizar la evolución y las características del mercado de trabajo. En los últimos años, ha cobrado cada vez más importancia en la literatura especializada un enfoque consistente en considerar las variaciones que se producen en este mercado en términos de flujos. En este contexto, el desempleo puede considerarse como una combinación de dos factores —su duración y la probabilidad de quedarse sin empleo—, que guarda relación con el flujo de trabajadores que entran al mercado de trabajo y salen de él. En un contexto como este, cuanto mayor sea la duración y menores los flujos, más altos serán los niveles de paro. A juzgar por los resultados de varios estudios en los que se comparan los mercados de trabajo nacionales de los países de la zona del euro con el de Estados Unidos, parece que en este último país los flujos de trabajadores son mucho mayores. En dichos estudios se sostiene, además, que esos resultados guardan relación con el hecho de que la seguridad en el empleo sea mayor en los mercados laborales de la zona del euro. No obstante, debido a la falta de datos comparables sobre estos flujos para el conjunto de la zona, no ha sido posible adoptar ese enfoque para el análisis realizado en el presente artículo.

Por el contrario, en este caso la atención se centra en el análisis de la población en edad de trabajar (es decir, la población con edades comprendidas entre 15 y 64 años), que se desagrega en sus tres grandes componentes: empleados, inactivos y parados. El marco sencillo que se utiliza en la introducción del presente artículo, basado en datos de la OCDE, es ilustrativo en el sentido de que elimina los efectos del crecimiento de las poblaciones, que son importantes a la hora de comparar la evolución de la zona del euro con la de Estados Unidos. Además, ello permite deslindar con claridad la función que han desempeñado las variaciones en el empleo y la participación en la población activa en la evolución del desempleo en la zona del euro. Si el ejercicio se realiza para un período más largo, se elimina igualmente la posibilidad de que las tendencias macroeconómicas cíclicas puedan ser la causa dominante de la evolución observada. En el texto del artículo se analizan con más detalle el empleo, la inactividad y el paro utilizando datos de las encuestas de población activa de la zona del euro como se indica a continuación.

Definiciones y datos utilizados

En el presente artículo, se utilizan definiciones estándar de la OIT, salvo en la introducción, basada en datos de la OCDE, que no se ajustan plenamente a las definiciones de la OIT.

- Se considera empleados a todos aquellos que hayan realizado cualquier tipo de trabajo durante el período de referencia, bien a cambio de una remuneración o para obtener un beneficio, o que hayan estado temporalmente ausentes de un puesto de trabajo por razón de enfermedad, vacaciones o conflicto laboral.
- En la categoría de desempleados se incluye a todas las personas sin trabajo en busca de empleo durante el período de referencia, que estén efectivamente disponibles para trabajar.
- La población activa es la suma del total de empleados y desempleados, mientras que se considera «inactivos» a todas las personas en edad de trabajar no incluidas en la población activa.

Los datos se han obtenido a partir de tres fuentes: la encuesta de población activa elaborada por Eurostat, las Estadísticas sobre población activa de la OCDE y el *Bureau of Labor Statistics*, de Estados Unidos.

- Todos los años, desde 1983, se realiza en primavera una encuesta sobre la población activa en los Estados miembros de la zona del euro, que compila Eurostat. No hay datos disponibles para los países de la zona correspondientes a períodos anteriores a su incorporación a la UE (es decir, para España y Portugal anteriores a 1986, para Austria y Finlandia anteriores a 1995). Por lo tanto, los datos de la zona del euro, anteriores a 1995 se han estimado excluyendo, cuando procedía, los países que faltaban. La encuesta de población activa de Eurostat ha evolucionado desde 1983 con la introducción de nuevos cuestionarios, más detallados, y, sobre todo, con los grandes cambios realizados en 1991. Por consiguiente, solo se dispone de algunas series a partir de 1991 (tipos de contratos, desagregación sectorial, desglose por grupos de edad, etc.). Algunos datos detallados de la encuesta correspondiente a 1999 todavía no estaban disponibles en la fecha de cierre del presente *Boletín mensual del BCE*. Salvo indicación en contrario, las cifras de la zona del euro que se mencionan en las secciones 2, 3 y 4 de este artículo son datos procedentes de la encuesta.
- La OCDE mantiene una base de datos con información sobre mercados de trabajo, recopilada a partir de las encuestas nacionales. Dicha base de datos es de gran utilidad para realizar análisis de largo plazo, ya que las series llegan hasta principios de los años sesenta, como se indica en la primera parte de este artículo.
- Por lo que se refiere a Estados Unidos, cuando no había datos disponibles de la OCDE se han utilizado los procedentes del *Bureau of Labor Statistics*, tratando de que resultaran lo más comparables posible.

Las limitaciones en materia de disponibilidad de datos conllevan que no siempre sea posible adoptar el mismo horizonte temporal para las series analizadas en el presente artículo. Por último, hay que advertir que los cuadros y los gráficos tampoco contienen todos los datos a los que se hace referencia en el texto. La información que no aparece en dichos cuadros y gráficos puede encontrarse en las fuentes indicadas anteriormente y se facilitará a petición de los interesados.

2 Evolución del empleo en la zona del euro

El empleo en la zona del euro se situaba en torno a 117 millones de personas en el segundo trimestre de 1999. Como ya se indicó en la sección anterior, la tasa de empleo se ha mantenido bastante estable —alrededor del 60% de la población en edad de trabajar— desde mediados de la década de los ochenta, en acusado contraste con Estados Unidos, en donde se ha registrado una prolongada tendencia alcista. No obstante, dentro de la zona del euro, la situación varía notablemente de unos países a otros. En los Países Bajos, Austria, Portugal, Alemania y Finlandia, las tasas de empleo se sitúan entre el 60% y el 70%, en Luxemburgo, Irlanda, Francia y Bélgica se encuentran próximas al 60%, y en los dos países restantes —Italia y España— se registran niveles cercanos al 50%. Además, estas cifras agregadas ocultan diferencias importantes en la evolución de las diversas subcategorías.

Las tasas de empleo son más bajas en el caso de las mujeres, los jóvenes y los trabajadores no cualificados.

En 1999, el porcentaje de empleo femenino con respecto a la población total era 18 puntos por-

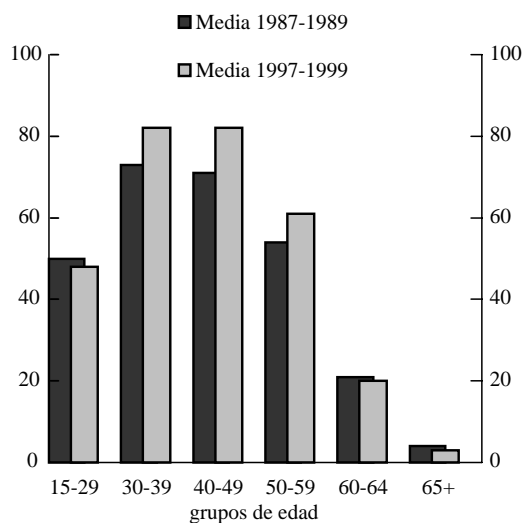
centuales más bajo en la zona del euro que en Estados Unidos, mientras que en el caso del empleo masculino, la diferencia era de 12 puntos porcentuales. Sin embargo, desde finales de la década de los ochenta, la tasa de empleo femenino ha registrado un incremento en la zona del euro, al tiempo que ha descendido paulatinamente la tasa de empleo masculino. Como resultado, la diferencia en las tasas de empleo por sexos entre Estados Unidos y la zona del euro ha tendido a aumentar en el caso de los hombres, pero se ha mantenido bastante estable en lo que respecta a las mujeres. A nivel individual por países, aunque en la zona del euro se aprecian diferencias entre las tasas de empleo masculino y femenino, la variabilidad es mayor en el caso de las mujeres.

Al desagregar por grupos de edad las tasas de empleo de la zona del euro, se observa en los últimos 15 años un incremento en el grupo de trabajadores de edades comprendidas entre 30 y 59 años y un descenso en los grupos de trabajadores jóvenes (de 15 a 29 años) y mayores (más de 60 años). Estas tendencias se presentan

Gráfico 2

Tasas de empleo por grupos de edad en la zona del euro

(% de la población total de cada grupo de edad)



Fuente: Eurostat.

en el gráfico 2, que muestra una comparación de las tasas de empleo por grupos de edad entre finales de los años ochenta y finales de los noventa. La reducción de las tasas de empleo entre los jóvenes puede deberse, en parte, a la prolongación del período de educación formal. En el caso de los trabajadores de más edad, quizá guarde relación con la aplicación de programas de jubilación anticipada en muchos países. Cabe señalar que este tipo de programas se han utilizado con frecuencia como solución a corto plazo al problema de la destrucción de empleo en industrias en declive. Sin embargo, más recientemente, se ha recurrido a ellos para fomentar la transferencia de empleos entre los trabajadores mayores y los jóvenes, basándose en el supuesto de que, de esta manera, mejorarían las perspectivas de empleo de estos últimos.

En los últimos años, la creación de empleo se ha traducido en un aumento en la proporción de trabajadores muy cualificados y un descenso en la proporción de los menos cualificados. En 1997, el último año para el que se dispone de datos, alrededor del 23% de los trabajadores empleados, con edades comprendidas entre 25 y 59 años, tenían educación terciaria, en comparación con un 20%, aproximadamente, en 1992. Al mismo tiempo, la proporción de trabajadores

con educación de nivel secundario más bajo o inferior se redujo del 43% en 1992 al 33% en 1997. La razón estriba, en parte, en el aumento de los niveles medios de educación de la población total pero, al mismo tiempo, refleja también las diferencias existentes en las perspectivas de empleo de estos trabajadores. En 1997, más del 80% de los trabajadores muy cualificados tenían empleo, en comparación con algo menos del 60% en el caso de los menos cualificados. Las tendencias del empleo por categorías profesionales han evolucionado en la misma dirección, observándose un aumento, por ejemplo, en la proporción de «directivos y profesionales muy cualificados» en comparación con una proporción menor en las categorías que requieren poca cualificación, como los «obreros no especializados».

Desplazamiento de la composición sectorial del empleo hacia los servicios

Un rasgo coincidente con Estados Unidos es la tendencia secular observada en la zona del euro hacia una economía basada en mayor medida en el sector de servicios (véase cuadro 1), aunque existen diferencias importantes. En primer lugar, a pesar de la continua reducción, la proporción que representa el empleo en el sector agrícola de la zona del euro viene a ser del doble que en Estados Unidos (5,1% y 2,7%, respectivamente, en 1998). En segundo lugar, el sector industrial concentra una proporción mayor del empleo en la zona del euro que en Estados Unidos (30% y 24%, respectivamente). Por último, si bien la proporción que representa el empleo en el sec-

Cuadro 1

Distribución del empleo por ramas de actividad

(% del empleo civil total)

	1978	1998
Zona del euro		
Agricultura	11,8	5,1
Industria	38,8	30,4
Servicios	49,4	64,5
Estados Unidos		
Agricultura	3,7	2,7
Industria	31,1	23,6
Servicios	65,2	73,7

Fuente: OCDE.

tor de servicios ha aumentado en torno a 15 puntos porcentuales en la zona del euro desde 1978, sigue siendo mucho más baja que en Estados Unidos (64% y 74%, respectivamente). Esta diferencia podría ser, en parte, resultado del ritmo más lento —aunque ahora se esté acelerando— que sigue el proceso de liberalización de la economía en la zona del euro, unido al mayor peso de la carga administrativa que conlleva la creación de nuevas empresas, que podrían haber retrasado el desarrollo de este sector. Además, la rigidez de las estructuras salariales de la zona del euro quizá haya sido un obstáculo para la creación de empleos de baja productividad que representan una gran proporción del potencial de empleo en los servicios. La diferencia en los porcentajes de empleo en este sector que se observan entre la zona del euro y Estados Unidos se refleja en la participación en el producto, de lo que se deduce que el menor porcentaje de empleo en la zona del euro no es consecuencia de unos índices de productividad más altos sino más bien de las menores dimensiones del sector.

Si se examina con más detalle la distribución sectorial del total de personas empleadas en actividades no agrarias, que figura en el gráfico 3, se puede observar que la diferencia en la magnitud respectiva del sector industrial es atribuible, en gran medida, a la industria manufacturera, que en 1999 representaba un 23,8% en la zona del euro, en comparación con un 14,3% en Estados Unidos. Sin embargo, es importante hacer hincapié en que ello puede guardar relación, en parte, con el proceso de contratación con terceros, que se ha producido en Estados Unidos en mayor escala que en la zona del euro. En las estadísticas de empleo, dicho proceso ha desplazado algunos tipos de trabajo del sector manufacturero al de servicios. La situación afecta tanto a los trabajadores muy cualificados —por ejemplo, los que trabajan en industrias relacionadas con las tecnologías de la información— como a los menos cualificados (por ejemplo, los de los servicios de limpieza). Dentro del sector de servicios, resulta notable que el porcentaje de empleo en las ventas al por mayor, el comercio minorista y las reparaciones sea más elevado en Estados Uni-

dos. Es posible que ello tenga algo que ver con las restricciones en materia de horarios comerciales en Europa y también con las dificultades que entraña la contratación de empleados no cualificados, debido a los altos costes laborales y a la falta de adecuación de las estructuras salariales. En este contexto, parece posible elevar las tasas de empleo en la zona del euro, especialmente en el sector de servicios, intensificando el proceso de liberalización.

Aumenta el empleo a tiempo parcial

Un elemento importante de la creación de empleo en la zona del euro en los últimos años ha sido el crecimiento del empleo a tiempo parcial. De hecho, entre 1995 y 1999, esta modalidad de empleo aumentó del 14,2% al 16,7% del empleo total, un aumento equivalente a más de la mitad de la creación neta total de empleo. En los últimos años se han puesto en marcha varias iniciativas en los países de la zona del euro encaminadas a fomentar este tipo de contratos. Entre otras medidas, cabe señalar la adopción de normas más flexibles con respecto a la jornada laboral y de incentivos concretos financiados con reducciones de las cotizaciones a la seguridad social.

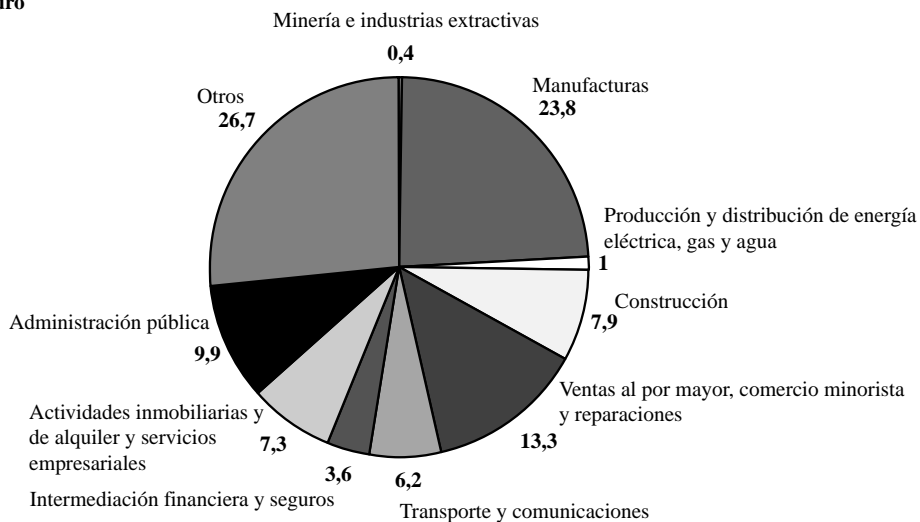
En la zona del euro pueden distinguirse tres grupos de países en función de la importancia del empleo a tiempo parcial. Los Países Bajos, en donde alrededor del 40% de las personas ocupadas y el 70% de las mujeres tienen contratos de este tipo, forman claramente un grupo aparte. El segundo grupo lo integran Alemania, Francia, Bélgica, Austria e Irlanda con porcentajes de empleo a tiempo parcial de un 15%, aproximadamente. Finlandia, Portugal, España, Italia y Luxemburgo componen el tercer grupo con un porcentaje igual o ligeramente inferior al 10%. En general, con la excepción de los Países Bajos, las diferencias que se observan entre los países reflejan sobre todo las divergencias en los porcentajes de empleo femenino a tiempo parcial. A nivel sectorial, el porcentaje más elevado se registra en los servicios (20%), seguidos por la agricultura (16%) y la industria (6,5%).

Gráfico 3

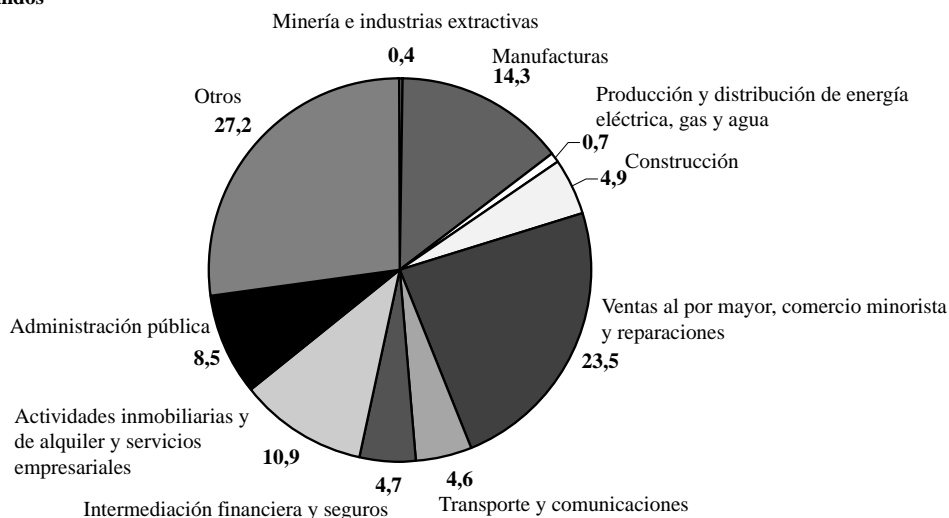
Distribución sectorial de trabajadores ocupados en 1999

(% del total de ocupados en actividades no agrarias)

Zona del euro



Estados Unidos



Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics, Estados Unidos.

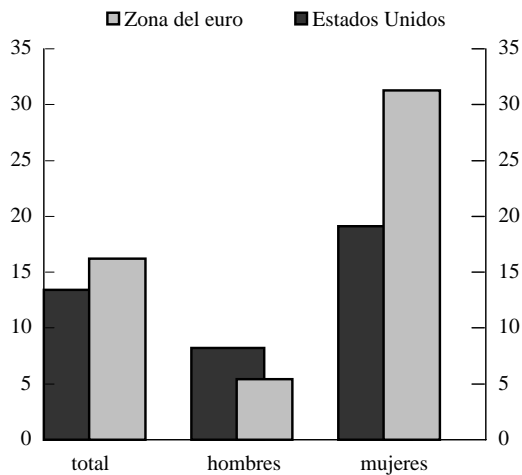
En comparación con Estados Unidos, la proporción que representa el empleo a tiempo parcial en la zona del euro es muy similar, aunque en Estados Unidos se ha mantenido estable en este nivel durante algunos años. Además, cabe señalar que, aunque el número de mujeres que trabajan a tiempo parcial es mayor que el de hombres en ambas regiones, la diferencia entre unas y otros es mayor en la zona del euro (véase gráfico 4).

Aumenta la proporción de contratos temporales

El empleo temporal ha aumentado en los últimos años en la zona del euro, alcanzando en 1999 un nivel equivalente al 14,9% del total de trabajadores ocupados, frente al 13,2% registrado en 1995. Aunque la proporción es prácticamente la misma para hombres y mujeres, se observan grandes diferencias de unos países a otros. España registra

Gráfico 4 Empleo a tiempo parcial en 1999

(% del empleo total)



Fuentes: Eurostat y OCDE.

Nota: Los datos de Estados Unidos corresponden a 1998.

la tasa más elevada de empleo temporal, más del 30%, aunque esta cifra se ha reducido ligeramente en los últimos años. Italia, Bélgica y Austria —con tasas de empleo temporal de alrededor del 8%— se sitúan en el extremo más bajo del espectro, mientras que en los demás países, las tasas se aproximan al 15%. Aunque no cabe duda de que, si bien el uso de la contratación temporal beneficia a las empresas en términos de flexibilidad, también hay que reconocer que un excesivo recurso a esta modalidad de contrato puede ser indicativo de rigideces en la normativa de protección del empleo, que hacen que las empresas se muestren renuentes a contratar en forma indefinida. Cabe señalar que la contratación temporal suele estar mucho menos extendida en países con legislación más flexible en materia de protección del empleo, como Estados Unidos y el Reino Unido, aunque también en estos países se ha observado un aumento de este tipo de contratos en los últimos años.

3 La zona del euro registra altos niveles de inactividad

Como se subrayó en la sección I, desde los años sesenta las tasas de inactividad de la población activa dentro de la zona del euro han variado muy poco en comparación con el continuo y rápido descenso registrado en Estados Unidos. Al analizar las diversas subcategorías de población inactiva se observa que para los hombres de 30 a 59 años, las tasas de inactividad son similares a ambos lados del Atlántico, aunque son ligeramente más altas en Estados Unidos y persisten notables diferencias para los colectivos de jóvenes, mujeres de 30 a 59 años y trabajadores mayores (véase gráfico 5). En estos casos, el nivel de inactividad es mucho más alto en la zona del euro.

Al comparar la estructura y la evolución de los niveles de inactividad por países, cabría pensar que, a largo plazo, no solo influyen en la participación en la población activa las condiciones del mercado de trabajo, sino también los incentivos institucionales y los factores culturales. Los elevados niveles de paro pueden desalentar la incorporación de los trabajadores, sobre todo de las mujeres, a las filas de la población activa. Los incentivos institucionales que fomentan la inactividad, sobre todo entre los trabajadores más jóvenes y los mayores, se han percibido a veces como una forma de reducir el paro registrado.

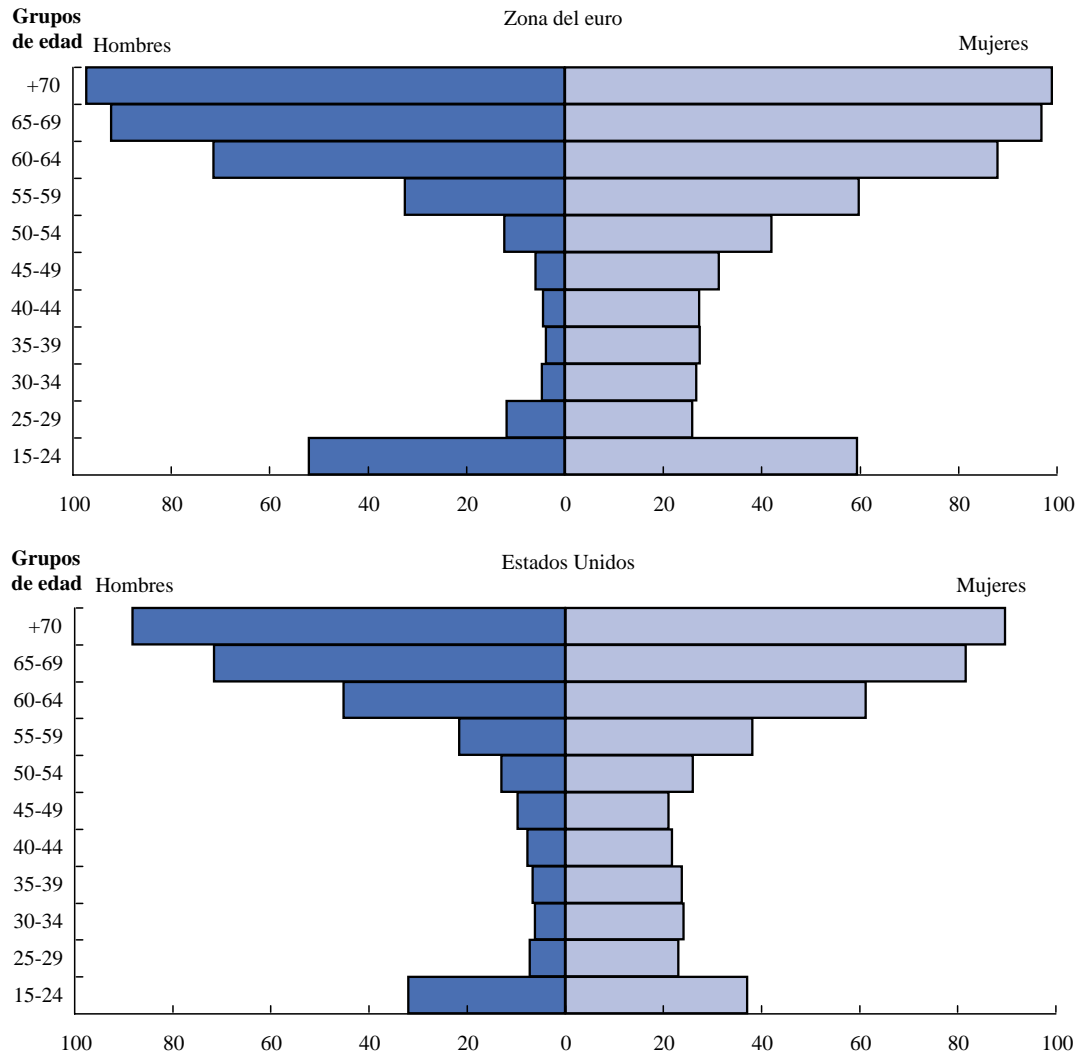
Los jóvenes tardan más en incorporarse a la población activa

Desde principios de los años ochenta, la zona del euro ha registrado un notable incremento de las tasas de inactividad entre los jóvenes, que ha afectado por igual a hombres y mujeres. Mientras que en 1999, solo algo más de un tercio de los jóvenes estadounidenses estaban sin trabajo, más de la mitad de los jóvenes europeos habían retrasado su incorporación a la población activa. La tasa de inactividad de los jóvenes de 15 a 24 años aumentó del 49% en 1983 al 55,7% en 1999 (véase gráfico 6). Todos los países de la zona del euro registraron tasas similares, con la excepción de los Países Bajos, en donde la tasa de participación de los jóvenes es ahora más alta que en 1983. Esto podría deberse, en parte, a los significativos recortes del salario mínimo de este colectivo en los primeros años de la década de los ochenta, que aumentaron sus posibilidades de encontrar empleo. Últimamente, se han puesto en marcha también en los Países Bajos reformas de amplio alcance de las políticas del mercado de trabajo, sobre todo, favoreciendo la pronta y obligatoria incorporación de los jóvenes desempleados a la población activa. Los otros paí-

Gráfico 5

Población inactiva en 1999 en la zona del euro y Estados Unidos

(% de la población total)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics, Estados Unidos.

ses miembros, en particular Portugal, Francia y Luxemburgo, han registrado un rápido aumento en las tasas de inactividad de los jóvenes.

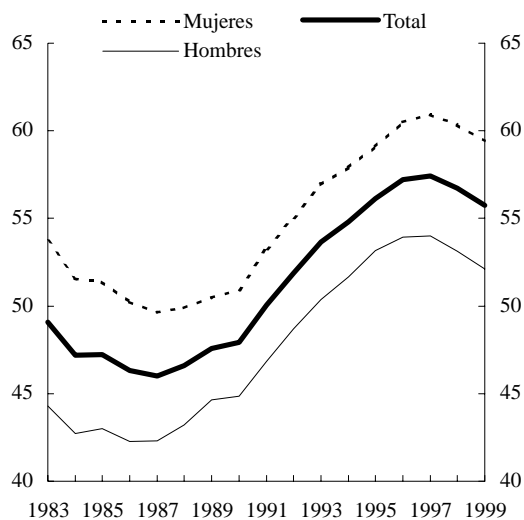
Esta tendencia debe evaluarse en un contexto de significativos aumentos de las matriculaciones, tanto en escuelas y universidades como en centros de formación profesional. Los jóvenes suelen retrasar su entrada en el mercado de trabajo para adquirir más conocimientos y, por lo tanto, mejorar sus perspectivas de empleo en el fu-

turo. Sin embargo, en estudios recientes se ha llamado la atención sobre la concentración de problemas económicos y sociales en un «núcleo» de jóvenes desaventajados. En 1999, alrededor de un 20% de todos los jóvenes de la zona del euro, con edades comprendidas entre 18 y los 24 años, estaban sin trabajo, no estudiaban y su instrucción escolar era limitada. Este grupo, integrado principalmente por varones jóvenes, representaba más del 30% de la población de 18 a 24 años en Portugal, Italia, Luxemburgo y España.

Gráfico 6

Tasas de inactividad en la zona del euro: población de 15 a 24 años.

(% de la población total de 15 a 24 años)



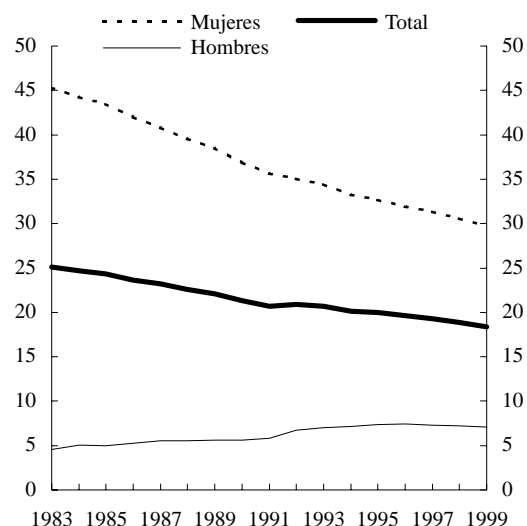
Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos anteriores a 1994 son estimaciones del BCE.

Gráfico 7

Tasas de inactividad en la zona del euro: población de 25 a 54 años.

(% de la población total de 25 a 54 años)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos anteriores a 1994 son estimaciones del BCE.

Acusado aumento de la participación femenina en la población activa

Desde el final de la segunda Guerra Mundial, se ha producido un aumento secular de la participación de la mujer en la población activa, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, reflejo de factores económicos y sociales de largo plazo que se han traducido en una mayor proporción de mujeres en la fuerza de trabajo. Esta tendencia ha reducido notablemente la tasa media de inactividad de las europeas con edades comprendidas entre 25 y 54 años, de más del 45% en 1983 al 29,7% en 1999 (véase gráfico 7). En el mismo período la tasa de inactividad equivalente de Estados Unidos bajó también del 38% al 23,2%. Por lo tanto, las europeas de 24 a 54 años todavía tienden a mostrar una menor participación en el mercado de trabajo que sus homólogas estadounidenses, aunque la brecha se está cerrando rápidamente.

En Europa, los incrementos más acusados se han registrado, sin lugar a dudas, en los países en que la participación de la mujer en el mercado de trabajo ha sido tradicionalmente baja, como España, los Países Bajos e Irlanda, en donde las tasas de inactividad femenina se han reducido en

más de 40 puntos porcentuales desde 1983. Es probable que uno de los principales factores determinantes de esta tendencia haya sido la mayor flexibilidad en la jornada laboral, como el desarrollo de la contratación a tiempo parcial, sobre todo en los Países Bajos.

En comparación, las tasas de inactividad de los varones de 30 a 59 años aumentaron en forma sostenida durante el mismo período. La tasa media de inactividad de este colectivo en la zona del euro se incrementó del 4,6% en 1983 al 7,1% en 1999. La tendencia general oculta, no obstante, diferencias importantes entre unos países y otros. En Italia, las tasas se duplicaron con creces entre 1983 y 1999 (del 4,3% a casi un 10%), mientras que en los Países Bajos se mantuvieron prácticamente constantes en torno a un 7%.

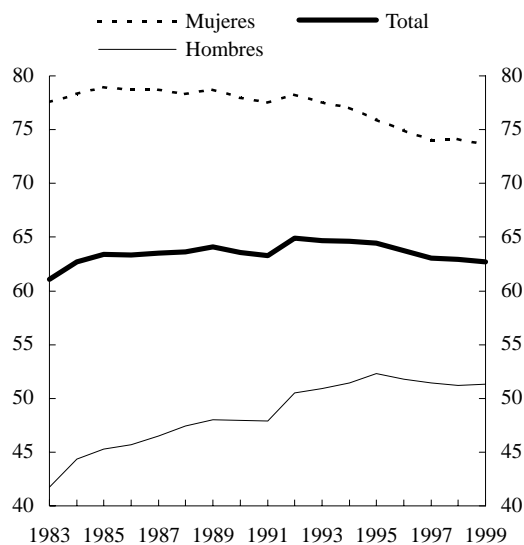
Los trabajadores de más edad siguen jubilándose antes

En los últimos veinte años, las tasas de inactividad de los varones de más edad han aumentado notablemente en la zona del euro. A pesar de que la edad típica de jubilación es de 65 años en la gran mayoría de los países de la zona del euro,

Gráfico 8

Tasas de inactividad en la zona del euro: población de 55 a 64 años.

(% de la población total de 55 a 64 años)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos anteriores a 1994 son estimaciones del BCE.

Las tasas de inactividad de los varones con edades comprendidas entre 55 y 64 años se elevó del 42% en 1983 al 51% en 1999 (véase gráfico 8). En comparación, durante el mismo período la tasa equivalente de inactividad de la población activa de Estados Unidos aumentó 2 puntos porcentuales para situarse en un nivel próximo al 32% en 1999.

En la zona del euro, los varones de más edad abandonan las filas de la población activa antes que en Estados Unidos. A los 60 años, la mitad de los europeos ya ha dejado de pertenecer a la población activa, mientras que sólo un tercio de sus homólogos de Estados Unidos se encuentran en esa situación. La brecha es incluso ma-

yor en el grupo de 60 a 64 años (26,7 puntos porcentuales). Esta evolución refleja una clara tendencia a la jubilación anticipada, que cuenta con el apoyo de incentivos institucionales cada vez más fuertes para fomentarla. En la mayoría de los países de la zona del euro se han puesto en práctica planes de jubilación anticipada, a edades tan tempranas como los 56 o los 57 años en Portugal y Francia en circunstancias específicas. En el caso de las trabajadoras de mayor edad, la evolución es muy distinta, ya que las tasas de inactividad se mantuvieron bastante estables o incluso disminuyeron en la mayoría de los países durante el mismo período; esto significa que una proporción cada vez mayor de mujeres con edades comprendidas entre 55 y 64 años han permanecido en las filas de la población activa desde comienzos de la década de los ochenta.

Aunque el incremento de las tasas de inactividad de los varones de más edad refleja, en parte, la existencia de incentivos institucionales como el carácter relativamente generoso de las pensiones, también es indicativo de las dificultades que tiene concretamente ese colectivo para encontrar empleo. Se ha demostrado que las jubilaciones anticipadas se concentran principalmente en el grupo de trabajadores empleados anteriormente en sectores de bajo crecimiento, tales como el sector manufacturero, la minería o la construcción y en los trabajadores con bajos niveles de cualificación. Además, estos últimos tienen menos probabilidades de recibir capacitación que los trabajadores con niveles más altos de formación y es probable que les resulte más difícil adaptarse a los requisitos cambiantes de los nuevos puestos de trabajo, lo que podría contribuir a que abandonen antes el mercado laboral.

4 La zona del euro registra altas tasas de desempleo

Como se analiza en la sección I, el desempleo ha aumentado con el tiempo en la zona del euro, a diferencia de Estados Unidos, en donde no se ha registrado ninguna tendencia alcista. Sin embargo, conviene pasar revista a varias subcategorías de desempleo que pueden mostrar tendencias muy diferentes.

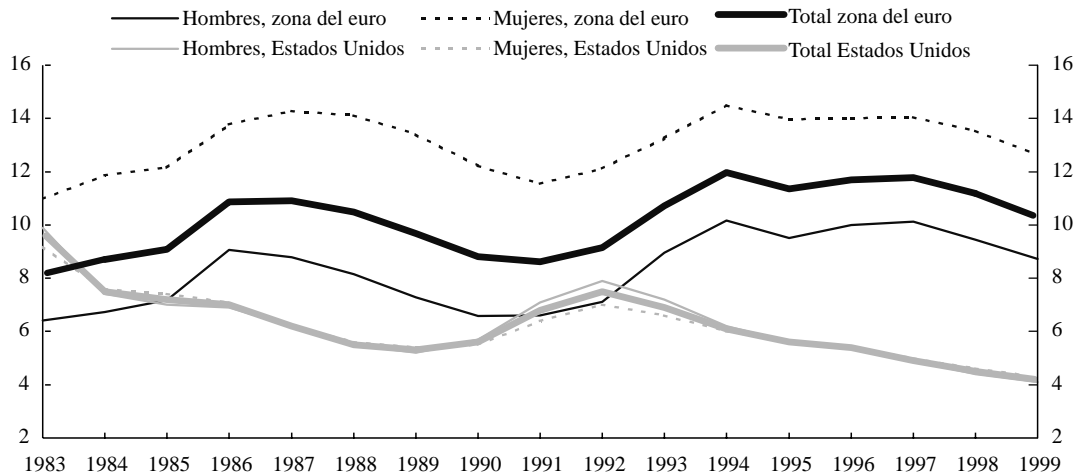
Las altas tasas de desempleo se concentraron sobre todo en los colectivos de mujeres, jóvenes y trabajadores poco cualificados

La tasa de desempleo de las mujeres ha sido constantemente más elevada que la de los hom-

Gráfico 9

Tasas de paro por sexo en la zona del euro y Estados Unidos

(% de la población activa)



Fuentes: Eurostat y OCDE.

bres (véase gráfico 9). Desde comienzos de la década de los ochenta la tasa de desempleo femenino se ha situado, en promedio, unos 4,9 puntos porcentuales por encima de la de los varones. En cambio, en Estados Unidos, el desempleo femenino ha registrado, también en promedio, niveles ligeramente más bajos que el masculino en los últimos 30 años, sin que se hayan observado entre ambos colectivos brechas superiores a 1 punto porcentual. Las elevadas y persistentes diferencias registradas entre las tasas de desempleo masculino y femenino en la zona del euro hacen pensar en la existencia de impedimentos estructurales para el crecimiento del empleo que actúan concretamente en detrimento de las mujeres como, por ejemplo, los niveles de formación más bajos, la falta de cuidados infantiles asequibles, o los sistemas tributarios y los planes de prestaciones. Estos planes (por ejemplo, a través de los subsidios a la maternidad) pueden desincentivar la búsqueda de empleo entre las mujeres casadas con esposos que trabajan o entre las madres jóvenes que reciben prestaciones de la seguridad social. Ello puede redundar en menoscabo de su capital humano y, por lo tanto, reducir sus posibilidades de acceso al trabajo al mantenerlas alejadas del mercado laboral durante algún tiempo.

Cabe señalar que, en los países en que existe una fuerte dispersión de las tasas de desempleo entre las diversas subcategorías del mercado de

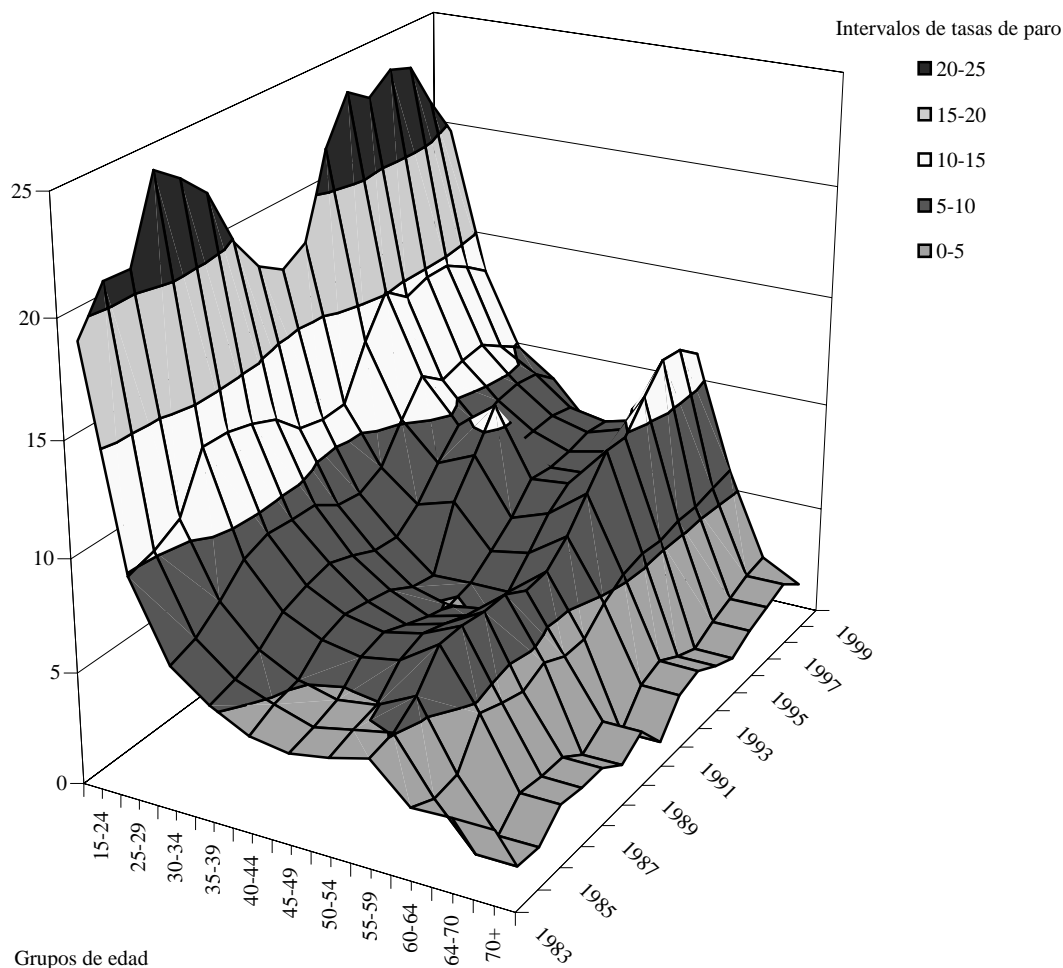
trabajo —sobre todo, en lo que respecta a los sexos y los grupos de edad— suelen registrarse tasas de desempleo total elevadas. Por lo tanto, la desagregación del desempleo en estas subcategorías constituye un elemento importante para el análisis de los mercados de trabajo de la zona del euro (véase gráfico 10). El desempleo juvenil ha tendido a ser de alrededor del doble del desempleo total en la zona del euro. Lo mismo puede decirse de Estados Unidos, aunque en este caso, el problema se circunscribe en su mayor parte a la población activa menor de 20 años, que tiene más probabilidades de haber recibido una formación escasa en relación con sus homólogos de la zona del euro. En dicha zona, la tasa de desempleo de los jóvenes con edades comprendidas entre 20 y 24 años es también muy elevada.

Otra característica del mercado de trabajo de la zona del euro, que, una vez más, contrasta con la situación de Estados Unidos, es el inexorable aumento de la tasa de desempleo de los trabajadores con edades comprendidas entre 55 y 59 años. La tasa de desempleo de este colectivo ascendía a más del 10% a finales de los años noventa, un porcentaje equivalente a casi el doble del registrado al inicio de la década anterior. Esta tendencia, debida principalmente a un incremento del desempleo masculino dentro de este grupo de edad, tiene en parte su origen en las reestructuraciones a gran escala realizadas

Gráfico 10

Tasas de paro por grupos de edad en la zona del euro

(% de la población activa de cada grupo)



Fuente: Eurostat.

en algunas ramas de actividad del sector industrial, como la minería, que empleaba a una fuerza de trabajo integrada en su mayoría por varones de edad avanzada. Las cualificaciones de los trabajadores de más edad de un sector industrial en declive no se han ajustado a las demandas de los sectores en expansión.

Como ya se ha podido observar en la sección sobre empleo, la evolución de los mercados laborales en los 20 últimos años no ha favorecido a los trabajadores menos cualificados, lo que se ha traducido en un aumento del desempleo para esta categoría. La información disponible indica que cuanto más bajo es el nivel de instrucción escolar, más alta es la tasa de desempleo (véanse cuadros 2 y 3). Más del 22% de los desemplea-

dos se encuadraban en la categoría de menos cualificados (es decir, parados cuya ocupación anterior era «obrero no especializado»), mientras que esta categoría representaba sólo el 9,3% del empleo total. E inversamente, se observa que los trabajadores muy cualificados tienen menos probabilidades de quedarse sin empleo.

Fuerte dispersión regional

Las tasas de desempleo tampoco se distribuyen de manera uniforme a nivel nacional y regional. Se observa que las altas tasas de paro nacionales se asocian también a una fuerte dispersión de las tasas regionales. En 1998, la brecha entre las

Cuadro 2

Tasas de desempleo por niveles de instrucción en la zona del euro

(% de la población activa con el nivel de instrucción correspondiente)

	1995	1996	1997
Educación terciaria	6,1	6,2	6,3
Educación secundaria superior	7,8	8,2	8,5
Educación secundaria inferior o más baja	11,9	12,1	12,2

Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos corresponden a la población de 25 a 29 años.

tasas de desempleo regionales sobrepasó el nivel de 20 puntos porcentuales en Italia y España, 18 en Alemania y llegó a 15,7 en Francia, aunque en este último caso, la desviación típica de dichas tasas fue mucho menor que en los otros tres países. La persistencia de grandes diferencias en el nivel de desempleo entre las regiones puede ser indicativa de que el proceso de formación de los salarios es demasiado rígido y no permite que éstos reflejen la situación de la productividad y de los mercados de trabajo locales. En cuanto a las diferencias internacionales, la brecha refleja en parte la escasa movilidad de la mano de obra entre los países de la zona del euro.

Larga duración del desempleo

Por último, otra característica importante de los mercados de trabajo de la zona del euro es el

elevado porcentaje que representa el desempleo de larga duración. En este sentido, la situación de la zona del euro presenta un acusado contraste con la de Estados Unidos (véase gráfico 11). En 1998, solo el 8% de los parados estadounidenses estuvieron buscando trabajo más de un año, mientras que el 42,2% estuvieron desempleados durante menos de un mes. Al mismo tiempo, en la zona del euro, la proporción de desempleados durante más de un año sobrepasó el 50% del desempleo total, mientras que el porcentaje de parados durante más de dos años se situó en un nivel equivalente a casi un tercio del total. El desempleo de larga duración es un problema general en los mercados de trabajo de la zona del euro, dada su gran incidencia en todos los Estados miembros, incluso en aquellos en donde las cifras de desempleo total son bajas. Una posible explicación es

Cuadro 3

Desempleo y empleo por situación profesional en 1997 en la zona del euro

(% del desempleo o el empleo total)

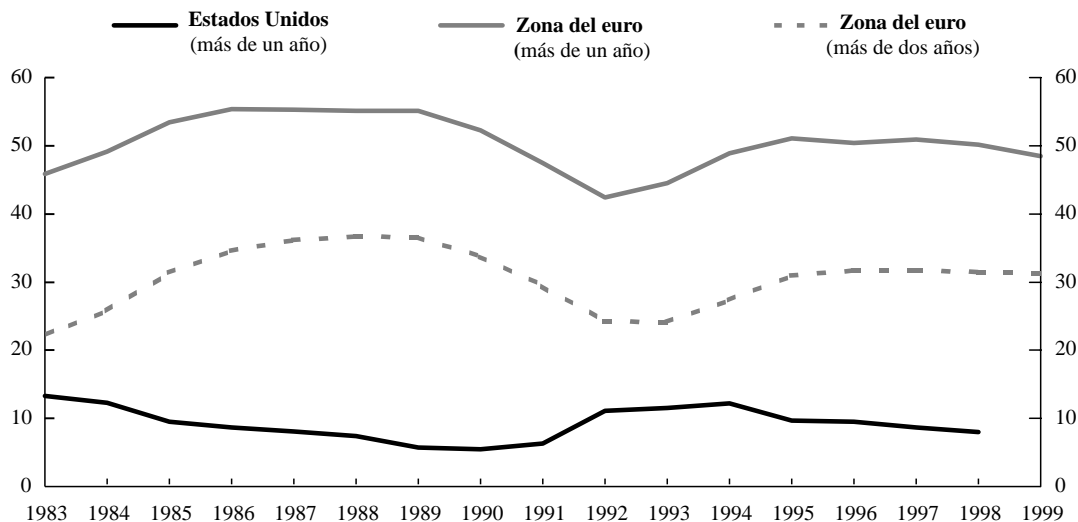
	Situación profesional previa de los parados	Ocupados por situación profesional
Legisladores y directivos	2,5	6,4
Profesionales	4,9	11,9
Técnicos	9,7	15,6
Administrativos	10,5	13,1
Servicios y vendedores	15,6	12,8
Agricultura y pesca	2,5	4,1
Artesanía e industrias afines	22,4	16,6
Operadores de maquinaria fija y móvil	9,6	8,8
Obreros no especializados	22,2	9,3
Fuerzas armadas	0,2	0,6
No contesta	-	0,9
Desempleo o empleo total	100,0	100,0

Fuente: Eurostat.

Gráfico I I

Duración del desempleo en la zona del euro y Estados Unidos

(% del desempleo)



Fuentes: Eurostat y OCDE.

que las características estructurales de dichos mercados hacen que los aumentos del desempleo resultantes de perturbaciones económicas adversas sean más persistentes. En otras palabras, los que perdieron su empleo en un pe-

riodo de recesión siguieron desempleados después, por problemas estructurales —entre otros, las generosas prestaciones en concepto de seguro de desempleo— que podrían haber sido un desincentivo para buscar un nuevo empleo rápidamente.

5 Factores estructurales que afectan al mercado de trabajo

El análisis anterior evidencia una serie de problemas, profundamente arraigados en los mercados de trabajo de la zona del euro, que afectan al empleo, a la participación en la población activa y al desempleo. Las principales conclusiones de dicho análisis son las siguientes:

- En los últimos 40 años, la zona del euro ha registrado una disminución tendencial de la tasa de empleo y un aumento de la tasa de paro. Por el contrario, en Estados Unidos, la tasa de empleo se ha elevado y la tasa de paro se ha mantenido, en general, estable.
- El sector servicios se ha desarrollado relativamente poco en la zona del euro, mientras que, en Estados Unidos, gran parte del reciente crecimiento del empleo se ha originado en este sector.
- En la zona del euro, los problemas del mercado de trabajo parecen concentrarse en determinados colectivos, como las mujeres, los trabajadores más jóvenes, los de mayor edad y los menos cualificados, lo que se refleja en las menores tasas de empleo y las mayores tasas de paro y de inactividad observadas en dichos colectivos. La situación laboral de la población masculina de trabajadores cualificados entre 30 y 59 años de la zona del euro parece ser, en general, comparable a la de Estados Unidos.
- En algunos países de la zona del euro, el desempleo tiene una importante dimensión regional.
- Existe un serio problema de paro de larga duración en la zona del euro. Sin embargo, las tasas de paro de corta duración son, en

general, comparables a las registradas en Estados Unidos.

Estas características se han vinculado, por ejemplo en la estrategia de la OCDE para el empleo, con una serie de factores estructurales relacionados con los incentivos al empleo, los costes laborales, los desajustes entre oferta y demanda de trabajo, las regulaciones institucionales y la exclusión del mercado de trabajo durante un período prolongado. Estos factores se examinan con más detalle a continuación. Sin embargo, se argumenta a menudo que la aparición de perturbaciones macroeconómicas negativas, dentro de un determinado marco institucional de los mercados de trabajo, puede haber contribuido también al crecimiento del paro en Europa. Unos marcos institucionales demasiado rígidos pueden haber impedido el necesario ajuste a los cambios que se iban produciendo en el entorno económico, favoreciendo así la persistencia del paro.

- **Incentivos al empleo inadecuados**

Varios factores que afectan al mercado de trabajo pueden reducir el incentivo para trabajar. Un salario neto mermado por un alto nivel de imposición y de cotización a la Seguridad Social puede hacer el trabajo menos atractivo. Asimismo, los parados o la población inactiva pueden tener menos alicientes para buscar trabajo, si cuentan con elevados subsidios de desempleo u otras prestaciones sociales, o si los mismos les son concedidos sin límites preestablecidos. Las jubilaciones anticipadas son otra razón para que las personas mayores dejen de trabajar. Sin embargo, otros factores, como la falta de soluciones asequibles para el cuidado de los niños, pueden reducir también el atractivo del trabajo. Todos ellos pueden limitar los incentivos al empleo, haciendo descender el empleo y crecer el paro y la inactividad.

- **Costes laborales excesivos**

Si el salario es demasiado elevado, las empresas pueden contraer su demanda de mano de obra, lo que ocasionará un descenso del empleo. Los

costes laborales pueden incrementarse, como consecuencia no solo de salarios más altos sino también de costes laborales no salariales, como los impuestos sobre la renta del trabajo y las cotizaciones sociales. Dentro de la zona del euro, los efectos perjudiciales de los costes laborales elevados pueden concentrarse en ciertos colectivos del mercado de trabajo o en determinadas regiones. Unos altos costes laborales pueden suponer un problema especial para los trabajadores con una productividad por debajo de la media, en particular, los jóvenes y los menos cualificados. Un excesivo nivel de los salarios, así como su escasa dispersión, pueden señalar la existencia de convenios colectivos que priman a la población ocupada, en detrimento de la desempleada, y no permiten una suficiente flexibilidad regional. El efecto de un salario mínimo sobre el empleo de los trabajadores más jóvenes y de los menos cualificados puede ser también particularmente significativo, si estos colectivos tienen un nivel de productividad más bajo.

- **Desajustes entre oferta y demanda de trabajo**

Un elevado nivel de paro puede deberse a los desajustes que pueden registrarse en la economía a diferentes niveles. Pese a la existencia de vacantes, los trabajadores pueden no tener las cualificaciones necesarias, quedándose, por consiguiente, sin empleo. Tal como se comentó anteriormente, los parados de la zona del euro tienden a tener cualificaciones inferiores a la media, resultando ser inadecuados para ocupar las vacantes que requieren trabajadores más cualificados. Además, la concentración regional del desempleo muestra que los obstáculos a la movilidad laboral entre zonas de alto paro y otras con un paro más reducido pueden producir desajustes geográficos. Esto se aplica a la posible movilidad laboral entre los países de la zona del euro y dentro de los mismos. La movilidad entre países puede verse desalentada por una serie de impedimentos, como la diferencia de idioma, las barreras culturales y la imposibilidad de transferir los derechos de jubilación. Dentro de los países, las dificultades pueden proceder del mercado de la vivienda, en particular, de la falta de viviendas en alquiler con un precio asequible.

Además, una infraestructura de transporte inadecuada puede dificultar los desplazamientos, incluso cortos, para encontrar trabajo.

- **Regulaciones institucionales**

En determinados sectores, las regulaciones institucionales pueden tener incidencia en el mercado de trabajo, produciendo consecuencias negativas no intencionadas. En muchas áreas, como la sanidad y la seguridad, la intervención estatal está generalmente aceptada, aunque suponga una menor flexibilidad y unos costes laborales más elevados. Sin embargo, en otras, como las normas de protección del empleo, la intervención estatal es más controvertida. Si bien existe escasa evidencia empírica de que estas normas conducen a un mayor desempleo estructural, está más respaldada la opinión de que dichas normas pueden incrementar la duración media del paro, reducir la participación en la población activa y desacelerar el ajuste del empleo a circunstancias económicas cambiantes. Tal como ha podido observarse en el análisis precedente, muchos de estos problemas parecen aquejar, en la actualidad, a la zona del euro. Sin embargo, el mercado de trabajo puede verse también afectado por regula-

ciones gubernamentales que no están directamente relacionadas con su funcionamiento, como por ejemplo regulaciones que dificultan la creación de nuevas empresas o, de forma más general, trámites administrativos que desalientan las iniciativas empresariales. Algunos sectores del mercado de productos están sometidos a otras restricciones, como una estricta limitación del horario de apertura de los comercios, que puede haber contribuido a ralentizar el desarrollo del sector servicios en la zona del euro.

- **Exclusión del mercado de trabajo durante un período prolongado**

Los niveles muy altos de paro de larga duración registrados en la zona del euro muestran que existe un elevado número de personas que no pueden reincorporarse con facilidad al mercado de trabajo. Un período prolongado sin trabajar erosiona el capital humano de las personas, por lo que las empresas pueden mostrarse reacias a contratarlas. Con el tiempo, estas personas pueden incluso perder todo aliciente para buscar trabajo activamente, lo que llevará a su salida efectiva del mercado de trabajo, aunque sigan siendo clasificadas como «parados».

6 Conclusiones

Los citados problemas, que están profundamente arraigados en los mercados de trabajo de la zona del euro, tienen un carácter predominantemente estructural. Para hacer frente a estos problemas, puede adoptarse una amplia gama de medidas, que corresponden, naturalmente, a los gobiernos nacionales y a los interlocutores sociales. Además, las reformas estructurales necesarias dependerán del carácter específico del problema en cada país. No obstante, en los últimos años, la UE ha redoblado sus esfuerzos para fomentar reformas estructurales encaminadas a mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo (véase recuadro 2). A este respecto, con el proceso iniciado en la reunión del Consejo de la UE, celebrada en Luxemburgo en 1997, los Estados miembros se proponen coordinar y mejorar sus políticas en materia de empleo y de reformas laborales. En el marco de este proceso, los Estados miembros

adoptan cada año directrices sobre el empleo, que se llevan a la práctica mediante planes nacionales de empleo.

Los avances realizados hasta este momento en la solución de estos problemas mediante reformas estructurales han sido irregulares. Algunos países han adoptado un vasto conjunto de medidas, mientras que otros han sido mucho menos ambiciosos. Se han tomado medidas adicionales para mejorar el funcionamiento de los mercados de productos, pero se ha avanzado menos en la reforma del mercado de trabajo. En la zona del euro, la mayor parte de los países están poniendo activamente en marcha unas políticas encaminadas a la reincorporación de los parados (en particular, los de larga duración, los menos cualificados y los jóvenes) al mercado laboral. Se han acometido también algunas reformas del sistema tributa-

rio y de las prestaciones sociales, con el fin de mejorar los incentivos al empleo y reducir los costes laborales para las empresas, si bien estas reformas han sido todavía limitadas. Algunos países con escasez de mano de obra han tomado medidas para estimular la participación en la población activa. Otros han emprendido la reforma de la regulación de los contratos temporales o de duración determinada y del trabajo a tiempo parcial.

Aunque sea probable que el paro siga descendiendo, como consecuencia de la recuperación cíclica que está actualmente en curso, para lograr una reducción significativa y sostenida del desempleo en la zona del euro, habrá que adoptar medidas adicionales de carácter estructural que permitan mejorar notablemente el funcionamiento del mercado de trabajo.

Recuadro 2

Iniciativas adoptadas en los mercados de trabajo europeos

En los últimos tres años, han aumentado de forma significativa las iniciativas adoptadas a nivel comunitario para tratar el problema del alto nivel de paro y de la baja tasa de empleo registrados en Europa, tal como reflejan las conclusiones de los últimos Consejos Europeos. En el presente recuadro se ofrece un resumen de las principales medidas acordadas.

En la reunión del Consejo Europeo, celebrada en Luxemburgo los días 12 y 13 de diciembre de 1997, en la que se abordó el tema de la coordinación de la política económica en la Unión Económica y Monetaria, se acordó diseñar una estrategia coordinada para el empleo, en el marco de las directrices generales de política económica, las directrices sobre el empleo y los planes nacionales de empleo. Mientras que los planes nacionales de empleo, que son elaborados por los Estados miembros, determinan unas áreas de actuación específicas para cada país, las directrices sobre el empleo definen unos principios generales para mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo. Estos principios abarcan cuatro áreas de actuación: 1) mejorar las posibilidades de encontrar empleo, en especial, para los jóvenes y los parados de larga duración; 2) fomentar la iniciativa empresarial, facilitando la creación de empresas y su gestión; 3) estimular la adaptación de las empresas y de sus empleados, en particular, mediante acuerdos laborales más flexibles; y 4) reforzar las políticas de igualdad de oportunidades para hombres y mujeres, lo que debería favorecer una tasa de población activa femenina más elevada.

Reconociendo que el mejor funcionamiento de los mercados y el desarrollo de las nuevas tecnologías pueden tener efectos positivos sobre el empleo, el Consejo Europeo de Cardiff, celebrado los días 15 y 16 de junio de 1998, promovió un proceso destinado a iniciar reformas para mejorar la competitividad y el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y capitales. El proceso de Cardiff ofrece también una importante oportunidad para garantizar que las reformas estructurales fomenten el empleo en la mayor medida posible.

En la reunión celebrada en Viena los días 11 y 12 de diciembre de 1998, el Consejo Europeo llegó a la conclusión de que una política de fomento del empleo, que comprenda medidas de política macroeconómica orientadas hacia el crecimiento y la estabilidad, así como la realización de reformas estructurales, debía apoyarse en una estrategia general. El Pacto Europeo para el Empleo, adoptado en la cumbre de Colonia, celebrada los días 3 y 4 de junio de 1999, complementa los dos pilares establecidos en las reuniones de Luxemburgo y Cardiff con un tercero, que consiste en mantener, de forma regular, un diálogo a nivel comunitario sobre medidas de política macroeconómica, con la participación de todos los agentes económicos, es decir, los gobiernos, la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y los interlocutores sociales.

Por último, la reunión extraordinaria del Consejo Europeo, celebrada en Lisboa los días 23 y 24 de marzo de 2000, definió un método abierto de coordinación para hacer frente a los nuevos retos planteados por la globalización y la aparición de una nueva «economía del conocimiento». Esta coordinación se llevará a cabo a través de reuniones periódicas, en las que se efectuará el seguimiento y la valoración del progreso realizado en el marco de los procesos de Luxemburgo y de Cardiff.



Estadísticas de la zona del euro



Índice

Estadísticas

1	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	Saldos de depósitos mantenidos con IFM por contrapartida e instrumento	18*
2.7	Saldos 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 del 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 empresariales 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 Eurosistema¹⁾

(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
1999 Dic 10	114.955	240.344	13.728	4.395	230.117	164.018	64.999	0
17	114.745	242.368	13.795	4.998	225.423	148.972	74.996	0
24	114.745	242.368	13.795	4.998	225.423	148.972	74.996	0
31	116.612	254.880	14.383	4.822	250.079	161.988	74.996	0
2000 Ene 7	116.612	255.118	14.739	4.834	238.670	161.988	74.996	0
14	116.512	255.640	14.086	4.993	181.388	105.036	74.996	0
21	116.304	256.607	13.091	5.101	191.454	112.009	74.998	0
28	116.295	256.333	14.754	4.772	216.714	146.035	69.996	0
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

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
1999 Dic 10	357.245	103.584	101.621	1.815	0	0	148	7.876
17	370.789	105.444	105.317	111	0	0	16	7.876
24	370.789	105.127	105.000	111	0	0	16	7.876
31	374.953	117.427	114.799	2.618	0	0	10	7.876
2000 Ene 7	364.659	137.689	123.060	135	14.420	0	74	7.876
14	355.655	92.476	92.272	137	0	0	67	7.876
21	349.981	102.388	101.964	406	0	0	18	7.876
28	347.953	115.650	115.525	105	0	0	20	7.876
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

Fuente: BCE.

1) Los datos se han revisado, al disponer de nueva información.

								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	78	224	798	24.055	60.153	76.990	764.737	1999 Dic 10	
0	96	401	958	23.991	59.649	76.019	760.988	17	
0	96	401	958	23.991	59.649	75.700	760.669	24	
0	11.429	404	1.262	23.521	59.180	80.150	803.627	31	
0	105	400	1.181	23.701	59.236	79.070	791.980	2000 Ene 7	
0	102	63	1.191	23.797	59.236	80.833	736.485	14	
0	3.526	44	877	23.993	59.236	79.505	745.291	21	
0	27	82	574	24.037	59.251	80.593	772.749	28	
0	18	110	1.053	24.363	59.255	83.072	762.476	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	

								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		
76.886	6.053	1.261	9.794	6.229	52.733	89.835	53.241	764.737	1999 Dic 10
52.373	7.343	1.027	12.008	6.229	54.821	89.835	53.243	760.988	17
52.373	7.343	1.027	12.008	6.229	54.819	89.835	53.243	760.669	24
60.614	7.834	926	11.901	6.531	54.714	107.477	53.374	803.627	31
40.227	7.674	927	11.822	6.531	53.689	107.477	53.409	791.980	2000 Ene 7
38.341	6.922	1.028	11.689	6.531	55.084	107.470	53.413	736.485	14
42.016	7.306	820	11.767	6.531	55.730	107.469	53.407	745.291	21
56.784	7.043	1.177	13.279	6.531	55.583	107.469	53.404	772.749	28
50.717	7.030	999	14.477	6.531	55.919	107.483	53.440	762.476	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

Cuadro 1.2

Tipos de interés del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación ¹⁾		Facilidad marginal de crédito	
	Nivel 1	Variación 2	Nivel 3	Variación 4	Nivel 5	Variación 6
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 18	2,75	0,25	3,75	0,25	4,75	0,25

Fuente: BCE.

- 1) El tipo de interés correspondiente a las operaciones principales de financiación es el tipo aplicable a las subastas a tipo de interés fijo. Las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la fecha de liquidación de la primera operación principal de financiación que se produzca después del anuncio de la variación. Las fechas de liquidación y los importes aparecen en el cuadro 1.3.
- 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.

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 marginal	Tipo medio ponderado			
	1	2	3	4	5	6		
1999 Nov 3	2.344.082	66.000	2,50	-	-	-	14	
10	404.857	74.000	3,00	-	-	-	14	
17	484.348	69.000	3,00	-	-	-	14	
24	687.973	74.000	3,00	-	-	-	14	
Dic 1	1.018.950	72.000	3,00	-	-	-	14	
8	1.141.163	92.000	3,00	-	-	-	14	
15	286.824	57.000	3,00	-	-	-	15	
22	1.505.405	92.000	3,00	-	-	-	21	
30	485.825	70.000	3,00	-	-	-	20	
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	

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 efectuadas.

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	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	

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	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	
2000 Ene 5	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	14.420	-	3,00	3,00	7	

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 Mar	8.684,9	4.803,1	88,8	151,2	1.125,6	549,8	1.966,4
Apr.	8.741,1	4.827,6	93,3	160,3	1.129,3	542,0	1.988,6
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	9.338,4	5.189,6	114,5	164,5	1.220,7	553,1	2.096,0
Mar ^(p)	9.490,8	5.308,7	116,9	174,8	1.231,5	543,2	2.115,7

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 May	100,2	101,0	0,8	0,0	2,50
Jun	100,9	101,5	0,6	0,0	2,50
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
Apr.	108,7	109,5	0,8	0,0	3,50
May ^(p)	111,4	-	-	-	-

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 ²⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ³⁾		
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a 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

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 (saldo a fin de mes, sin desestacionalizar)]

1. Activo

												Total			
	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 participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	IFM	Otros residentes en la zona del euro	Resto del mundo ²⁾	Activo fijo	Otros activos	
	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 I	230,2	208,8	21,2	0,2	106,6	1,2	104,2	1,3	3,0	0,4	2,6	323,5	7,5	39,5	710,3
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 Mar	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
Abr	540,7	520,1	20,4	0,2	93,2	1,2	91,3	0,7	8,1	4,0	4,1	435,7	9,6	52,8	1.140,2
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 ^(p)	443,2	424,2	18,4	0,6	96,2	2,4	92,7	1,1	14,4	4,3	10,1	439,1	9,8	48,6	1.051,3

2. Pasivo

											Total
	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM	Administración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ²⁾	Otros pasivos	
	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 I	340,5	137,9	88,4	46,5	3,0	14,0	14,5	107,4	31,7	64,3	710,3
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 Mar	348,3	549,5	486,6	54,4	8,5	4,9	5,3	138,0	97,9	54,5	1.198,3
Abr	349,6	486,1	440,9	38,0	7,1	4,9	5,3	139,0	105,0	50,4	1.140,2
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 ^(p)	365,9	372,0	319,6	43,3	9,1	1,7	4,6	185,7	75,1	46,5	1.051,3

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. Se han revisado los datos al disponer de nueva información.

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 y de 47 mm de euros a final de abril. Para los saldos correspondientes a los finales de mes de 1999, véase la nota en la edición de febrero de 2000.

Cuadro 2.2

Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema¹⁾

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

1. Activo

	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	Total
	1	2	3	4	5	de IFM		8	9	10	11	12	13	14	15		16						
						AAPP	Otros residentes en la zona del euro																
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 I	8.561,6	2.979,8	806,0	4.775,8	1.954,5	652,3	1.103,7	198,6	107,8	384,4	110,9	273,5	1.676,7	238,0	811,3	13.734,3							
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 Mar	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							
Abr	9.293,7	3.304,8	809,6	5.179,3	2.103,6	773,7	1.128,1	201,8	104,8	482,3	126,5	355,8	1.622,7	246,4	841,7	14.695,2							
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	9.791,3	3.447,3	822,4	5.521,5	2.180,7	831,8	1.128,0	220,9	129,9	520,7	138,7	382,0	1.702,9	283,0	937,5	15.546,1							
2000 Ene	9.859,0	3.477,8	814,4	5.566,8	2.198,7	839,7	1.137,4	221,6	121,3	527,4	141,7	385,7	1.723,9	284,4	952,0	15.666,7							
Feb	9.863,1	3.452,4	809,7	5.600,9	2.221,5	850,3	1.143,4	227,8	132,0	544,0	144,8	399,2	1.768,6	283,9	968,1	15.781,4							
Mar ^(p)	10.009,3	3.532,6	813,3	5.663,4	2.224,1	874,8	1.116,0	233,2	133,5	588,9	154,9	434,0	1.804,6	287,5	974,8	16.022,6							

2. Pasivo

	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	Total							
		2	3	4	5	de IFM										9	10	11	12	13	14	15
						Admis-tración Central	Otras residentes en la zona del euro	A la vista															A plazo	Disponibles con preaviso
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 I	0,4	7.845,7	3.086,2	92,8	4.666,7	1.210,8	1.897,2	1.346,4	212,2	255,5	1.987,2	149,5	710,3	1.512,0	1.273,7	13.734,3						
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 Mar	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						
Abr	0,5	8.338,8	3.384,6	77,8	4.876,4	1.404,0	1.986,8	1.314,0	171,7	297,5	2.223,0	190,1	769,5	1.626,0	1.249,7	14.695,2						
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	8.733,4	3.603,8	89,8	5.039,8	1.529,7	2.037,8	1.327,0	145,3	308,9	2.364,0	252,5	832,9	1.776,7	1.277,0	15.546,1						
2000 Ene	0,7	8.732,6	3.579,9	87,8	5.064,9	1.558,7	2.023,4	1.326,9	156,0	325,9	2.370,0	232,0	853,1	1.839,4	1.313,0	15.666,7						
Feb	0,7	8.730,7	3.572,3	89,0	5.069,5	1.551,6	2.040,7	1.316,7	160,5	343,6	2.395,8	243,4	860,6	1.877,1	1.329,5	15.781,4						
Mar ^(p)	0,7	8.808,2	3.627,1	90,7	5.090,4	1.560,9	2.053,5	1.307,2	168,9	343,2	2.420,1	255,1	868,2	1.987,7	1.339,6	16.022,6						

Fuente: BCE.

1) Los datos se han revisado, al disponer de nueva información.

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

											Total
	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	
	1	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	4	AAPP	Otros residentes en la zona del euro					
1998 Ago	5.747,3	826,4	4.920,9	1.422,4	1.226,9	195,6	271,7	1.973,9	244,3	794,3	10.453,9
Sep	5.791,6	830,9	4.960,7	1.416,1	1.218,1	198,0	274,2	1.980,1	244,9	805,6	10.512,7
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	6.364,2	842,1	5.522,1	1.436,1	1.214,1	222,0	391,8	2.103,5	293,0	949,4	11.538,0
2000 Ene	6.401,6	834,2	5.567,4	1.447,6	1.225,0	222,6	395,5	2.148,2	294,2	970,3	11.657,4
Feb	6.431,1	829,5	5.601,5	1.462,7	1.233,8	228,8	409,0	2.186,2	293,7	987,0	11.769,7
Mar ^(p)	6.495,7	831,7	5.664,1	1.443,0	1.208,7	234,3	444,1	2.243,7	297,3	991,1	11.915,0

2. Pasivo: saldos

													Total		
	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista				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
				A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales								
1998 Ago	315,0	164,5	4.717,6	1.248,2	1.915,8	1.346,4	207,2	326,4	1.385,4	716,6	1.490,2	1.336,2	2,1	10.453,9	
Sep	311,8	156,4	4.731,3	1.274,0	1.901,0	1.345,4	211,0	320,7	1.398,8	723,7	1.505,9	1.351,6	12,4	10.512,7	
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	349,7	143,2	5.048,6	1.538,5	2.037,8	1.327,0	145,3	434,8	1.534,8	865,1	1.826,4	1.323,9	11,5	11.538,0	
2000 Ene	332,7	134,9	5.073,3	1.567,1	2.023,4	1.326,9	156,0	439,9	1.533,2	881,6	1.912,0	1.358,9	-9,1	11.657,4	
Feb	330,9	145,7	5.077,9	1.560,0	2.040,7	1.316,7	160,5	458,3	1.548,3	885,4	1.941,5	1.377,1	4,7	11.769,7	
Mar ^(p)	334,3	134,0	5.099,5	1.570,0	2.053,5	1.307,2	168,9	466,4	1.547,5	894,6	2.062,7	1.386,1	-10,1	11.915,0	

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. Los datos se han revisado, al disponer de nueva información.
- 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⁾

											Total
	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	
	1	AAPP 2	Otros residentes en la zona del euro 3	4	AAPP 5	Otros residentes en la zona del euro 6					
1998 Sep	50,3	4,8	45,6	-6,1	-8,9	2,8	2,7	47,6	0,6	-2,7	92,4
Oct	37,3	4,2	33,1	12,2	7,5	4,7	0,1	-18,1	2,3	-6,1	27,7
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	-102,5	2,7	-30,1	-89,7
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	52,9	1,2	-91,5	47,1
Abr	12,5	-8,7	21,2	3,7	-1,6	5,3	12,9	-6,8	2,0	-33,9	-9,6
May	31,5	0,1	31,3	22,9	16,6	6,2	13,3	-59,3	1,2	-14,1	-4,6
Jun	101,3	6,6	94,8	-17,0	-21,4	4,4	-9,4	127,0	2,4	29,8	234,2
Jul	29,7	-8,0	37,6	-7,6	-11,2	3,6	-2,9	-35,3	4,7	-12,0	-23,3
Ago	-9,9	-4,1	-5,8	11,6	3,8	7,8	-1,4	-42,1	0,8	-19,8	-60,9
Sep	46,4	5,1	41,3	9,2	15,8	-6,5	-4,1	23,1	3,6	-9,6	68,7
Oct	52,1	9,1	43,0	9,5	11,7	-2,2	1,5	19,0	2,0	32,1	116,2
Nov	73,6	12,7	60,9	3,9	-3,2	7,1	14,8	20,6	4,3	60,8	178,0
Dic	30,1	-10,2	40,4	-27,6	-25,1	-2,6	14,0	-76,8	17,9	21,0	-21,5
2000 Ene	32,8	-8,1	40,9	14,7	13,7	1,0	3,4	21,4	1,4	20,9	94,5
Feb	30,1	-4,6	34,7	15,4	9,1	6,3	12,0	32,9	-0,5	16,7	106,5
Mar ^(p)	61,7	3,1	58,6	-22,9	-27,4	4,5	34,1	33,4	3,6	4,4	114,2

4. Pasivo: flujos²⁾

													Total	
	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Depósitos				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
				A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998 Sep	-3,3	-8,1	19,2	27,6	-11,4	-0,9	3,9	-5,1	5,2	8,2	46,9	19,3	10,2	92,4
Oct	1,5	-1,3	18,9	1,7	3,0	3,5	10,8	4,7	-10,7	-3,3	43,8	-9,4	-16,6	27,7
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	-24,8	-4,5	-3,5	-81,6	-88,9	-3,1	-89,7
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	5,0	12,5	55,6	-41,7	12,8	47,1
Abr	2,1	-17,6	13,1	15,1	1,1	3,4	-6,6	20,9	15,4	11,2	6,6	-50,5	-10,8	-9,6
May	1,7	4,9	19,7	31,2	-12,9	0,6	0,8	1,3	8,8	5,9	-19,4	-42,3	14,8	-4,6
Jun	2,4	4,2	29,2	45,2	-14,4	4,5	-6,0	1,3	7,1	13,1	109,0	71,5	-3,8	234,2
Jul	8,0	10,0	6,8	-12,6	20,0	2,2	-2,8	-7,8	7,4	4,9	-45,5	-7,8	0,6	-23,3
Ago	-5,5	2,9	-24,3	-29,8	7,7	-1,1	-1,1	13,1	5,0	-0,4	-5,0	-34,6	-12,2	-60,9
Sep	0,9	-4,7	13,0	29,2	-11,6	-2,7	-2,0	6,5	20,4	5,2	4,3	7,8	15,3	68,7
Oct	2,2	1,8	13,8	1,6	19,0	-3,6	-3,2	6,6	10,8	7,0	54,5	15,5	4,1	116,2
Nov	0,5	11,0	34,5	33,1	5,7	-5,3	1,1	17,8	7,0	4,1	32,2	74,2	-3,3	178,0
Dic	19,6	-2,8	64,5	26,8	32,8	18,3	-13,4	-5,1	5,7	27,1	-85,9	-41,7	-2,8	-21,5
2000 Ene	-16,9	-8,4	22,4	27,6	-15,7	-0,2	10,7	1,0	-3,2	18,9	68,1	36,1	-23,4	94,5
Feb	-1,8	10,8	4,1	-7,2	17,0	-10,2	4,5	18,4	14,9	5,4	25,0	15,9	13,8	106,5
Mar ^(p)	3,4	-11,8	18,5	8,7	11,0	-9,6	8,4	9,1	-5,0	10,3	100,9	3,8	-14,8	114,2

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

	M1						M2		Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
	Efectivo en circulación		Depósitos a la vista		Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Índice, Dic.98=100 ²⁾			
	1	2	3	4							
	Total	Índice, Dic.98=100 ²⁾	5	6	7	8	9	10				11
1998 Ago	315,0	1.315,5	1.630,5	91,70	886,1	1.191,6	3.708,2	94,85	207,2	326,4	90,4
Sep	311,8	1.339,9	1.651,6	92,99	871,4	1.191,5	3.714,6	95,13	211,0	320,7	82,0
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	349,7	1.606,4	1.956,1	109,83	876,3	1.282,8	4.115,1	105,10	145,3	434,8	84,4
2000 Ene	332,7	1.634,0	1.966,7	110,37	859,6	1.283,6	4.109,9	104,91	156,0	439,9	82,5
Feb	330,9	1.624,5	1.955,4	109,73	874,9	1.272,4	4.102,7	104,77	160,5	458,3	86,2
Mar ^(p)	334,3	1.635,9	1.970,1	110,48	889,0	1.262,3	4.121,5	105,18	168,9	466,4	85,1

2. Flujos⁴⁾

	M1						M2		Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
	Efectivo en circulación		Depósitos a la vista		Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Tasa de variación interanual ⁴⁾			
	1	2	3	4							
	Total	Tasa de variación interanual ⁴⁾	5	6	7	8	9	10				11
1998 Sep	-3,3	26,2	22,9	8,0	-12,1	0,1	10,9	4,6	3,9	-5,1	-7,7
Oct	1,5	0,5	2,0	7,8	7,1	3,8	12,8	4,5	10,8	4,7	0,5
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	-24,8	-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	1,1
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	-1,8
Nov	0,5	32,2	32,7	11,8	-2,5	-5,2	25,1	6,3	1,1	17,8	0,8
Dic	19,6	30,4	50,0	9,8	19,6	22,4	92,0	5,1	-13,4	-5,1	9,1
2000 Ene	-16,9	26,6	9,7	9,1	-17,7	0,8	-7,2	4,0	10,7	1,0	-2,1
Feb	-1,8	-9,6	-11,4	10,4	16,8	-11,2	-5,8	5,1	4,5	18,4	3,6
Mar ^(p)	3,4	10,0	13,4	9,9	12,9	-10,2	16,1	5,1	8,4	9,1	-1,8

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. Los datos se han revisado, al disponer de nueva información.

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					
									presta- mos	Índice Dic.98 =100 ²⁾				
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
4.332,2	97,13		1.030,1	210,1	1.295,0	716,6	2.053,3	5.388,1	4.920,9	96,23	483,7	1998 Ago		
4.328,2	97,17		1.030,0	209,5	1.316,8	723,7	2.049,1	5.432,9	4.960,7	97,12	474,2	Sep		
4.357,9	97,82		1.026,1	209,3	1.308,7	720,0	2.061,9	5.471,1	4.993,8	97,77	416,4	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		
4.779,6	106,18		1.162,0	112,8	1.450,4	865,1	2.056,2	6.135,9	5.522,1	109,56	277,1	Dic		
4.788,2	106,23		1.164,3	111,8	1.450,7	881,6	2.059,2	6.185,5	5.567,4	110,37	236,2	2000 Ene		
4.807,6	106,69		1.166,7	112,8	1.462,1	885,4	2.063,4	6.239,4	5.601,5	111,06	244,7	Feb		
4.841,8	107,40		1.164,9	113,6	1.462,4	894,6	2.040,4	6.342,4	5.664,1	112,22	181,0	Mar ⁴⁾		

M3			Principales contrapartidas de M3										Activos exterio- res netos	
Total	Tasa de variación interanual ⁴⁾	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					
									presta- mos	Tasa de variación inter- anual ⁴⁾				
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
2,0	4,7	-	0,7	-0,6	12,9	8,2	-4,1	51,0	45,6	9,0	0,7	1998 Sep		
28,8	5,0	4,8	-4,1	-0,2	-11,1	-3,3	11,7	37,9	33,1	8,9	-61,9	Oct		
25,1	4,7	4,8	-5,8	0,4	13,4	-1,9	1,0	57,9	49,7	9,3	-17,8	Nov		
72,1	4,7	5,1	9,9	5,5	5,7	-3,5	-31,9	72,1	64,1	9,0	-20,9	Dic		
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	-52,7	Feb		
15,4	5,4	5,3	4,7	-0,8	5,3	12,5	20,9	63,5	42,4	10,0	-2,6	Mar		
34,0	5,3	5,4	1,7	-2,2	14,3	11,2	-10,3	39,4	21,2	9,6	-13,3	Abr		
31,4	5,4	5,4	-2,7	-3,6	4,4	5,9	16,7	50,9	31,3	9,9	-39,9	May		
21,3	5,5	5,6	9,3	-1,0	5,7	13,1	-14,8	89,8	94,8	10,4	18,0	Jun		
13,1	5,9	5,7	5,2	-2,3	4,5	4,9	-19,2	38,4	37,6	10,2	10,2	Jul		
-21,4	5,7	5,8	5,7	-0,9	4,0	-0,4	-0,3	0,6	-5,8	10,0	-37,1	Ago		
14,3	5,9	5,8	2,3	0,2	19,6	5,2	20,9	30,7	41,3	9,9	18,8	Sep		
17,7	5,6	5,9	6,1	-0,6	12,6	7,0	20,8	42,3	43,0	10,0	-35,5	Oct		
44,8	6,1	6,0	8,1	0,1	6,2	4,1	9,5	82,8	60,9	10,1	-11,7	Nov		
82,6	6,2	5,8	13,2	2,1	-3,4	27,1	-35,3	51,8	40,4	9,6	9,1	Dic		
2,3	5,3	5,9	2,0	-0,9	-1,1	18,9	5,6	45,3	40,9	8,7	-46,7	2000 Jan.		
20,6	6,1	6,0	0,7	1,0	11,3	5,4	4,5	53,0	34,7	9,4	7,9	Feb.		
31,8	6,5	-	-2,4	0,8	-3,2	10,3	-24,3	97,2	58,6	9,7	-67,5	Mar. 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)	
	M1				M2		Instrumentos negociables ⁴⁾		Total	Índice ²⁾	Total	Índice ²⁾
	Otros depósitos a corto plazo ³⁾		Total	Índice ²⁾	Total	Índice ²⁾	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 Ago	1.655,7	93,11	2.085,7	97,85	3.741,4	95,70	617,9	112,21	4.359,3	97,74	4.938,9	96,58
Sep	1.667,0	93,85	2.082,3	97,82	3.749,3	96,02	613,1	111,58	4.362,4	97,94	4.973,3	97,37
Oct	1.676,6	94,37	2.088,6	98,10	3.765,2	96,41	634,2	115,37	4.399,4	98,75	5.006,8	98,02
Nov	1.694,9	95,36	2.099,2	98,55	3.794,1	97,10	610,6	110,99	4.404,7	98,81	5.048,9	98,89
Dic	1.719,9	96,79	2.110,7	99,15	3.830,6	98,07	572,9	104,20	4.403,5	98,83	5.066,2	99,42
1999 Ene	1.784,9	100,55	2.110,1	99,27	3.895,1	99,85	578,0	103,42	4.473,1	100,30	5.090,3	101,11
Feb	1.782,2	100,33	2.102,7	98,85	3.885,0	99,52	591,4	105,67	4.476,4	100,29	5.114,2	101,54
Mar	1.803,3	101,43	2.114,2	99,32	3.917,5	100,28	588,8	105,62	4.506,4	100,95	5.161,5	102,39
Abr	1.816,1	102,13	2.118,3	99,48	3.934,4	100,69	602,1	107,41	4.536,5	101,53	5.190,0	102,95
May	1.829,9	102,88	2.122,7	99,66	3.952,6	101,13	605,6	107,96	4.558,3	101,98	5.230,8	103,74
Jun	1.843,8	103,63	2.117,3	99,38	3.961,1	101,31	614,4	109,29	4.575,4	102,31	5.285,0	104,85
Jul	1.864,2	104,84	2.129,7	100,03	3.993,9	102,22	609,2	108,53	4.603,1	103,01	5.321,2	105,62
Ago	1.870,7	105,16	2.132,6	100,12	4.003,3	102,42	616,3	109,70	4.619,7	103,33	5.355,1	106,27
Sep	1.880,9	105,77	2.132,5	100,12	4.013,4	102,69	638,5	111,51	4.651,8	103,79	5.390,2	107,00
Oct	1.890,5	106,26	2.139,2	100,31	4.029,7	103,02	647,5	112,94	4.677,3	104,26	5.435,4	107,83
Nov	1.902,6	106,84	2.141,5	100,33	4.044,1	103,29	663,2	115,42	4.707,3	104,81	5.492,6	108,89
Dic	1.904,4	106,92	2.138,3	100,18	4.042,7	103,25	689,2	118,01	4.731,9	105,12	5.491,3	108,95
2000 Ene	1.946,6	109,24	2.121,3	99,34	4.067,9	103,84	694,9	118,21	4.762,8	105,67	5.542,5	109,88
Feb	1.972,3	110,67	2.128,0	99,72	4.100,2	104,70	700,3	119,12	4.800,6	106,53	5.605,2	111,13
Mar ⁵⁾	1.993,2	111,77	2.140,3	100,24	4.133,5	105,49	715,1	121,67	4.848,6	107,55	5.667,3	112,28

4. Flujos desestacionalizados⁵⁾

	M3										Préstamos a otros residentes en la zona del euro (excluidas AAPP)	
	M1				M2		Instrumentos negociables ⁴⁾		Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)
	Otros depósitos a corto plazo ³⁾		Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)	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 Ago	12,4	0,8	7,9	0,4	20,3	0,5	-9,3	-1,5	11,0	0,3	36,5	0,7
Sep	13,2	0,8	-0,7	0,0	12,5	0,3	-3,5	-0,6	9,0	0,2	40,2	0,8
Oct	9,2	0,6	6,0	0,3	15,2	0,4	20,9	3,4	36,1	0,8	33,4	0,7
Nov	17,5	1,0	9,5	0,5	27,0	0,7	-24,1	-3,8	2,9	0,1	44,4	0,9
Dic	25,4	1,5	12,7	0,6	38,1	1,0	-37,4	-6,1	0,8	0,0	26,8	0,5
1999 Ene	66,7	3,9	2,7	0,1	69,4	1,8	-4,3	-0,8	65,1	1,5	86,3	1,7
Feb	-3,9	-0,2	-9,0	-0,4	-12,8	-0,3	12,6	2,2	-0,3	0,0	21,5	0,4
Mar	19,7	1,1	10,0	0,5	29,7	0,8	-0,2	0,0	29,5	0,7	42,8	0,8
Abr	12,4	0,7	3,5	0,2	15,8	0,4	9,9	1,7	25,8	0,6	28,6	0,6
May	13,3	0,7	3,8	0,2	17,2	0,4	3,1	0,5	20,3	0,4	39,8	0,8
Jun	13,4	0,7	-6,1	-0,3	7,3	0,2	7,5	1,2	14,8	0,3	55,6	1,1
Jul	21,5	1,2	13,8	0,7	35,3	0,9	-4,3	-0,7	31,1	0,7	38,8	0,7
Ago	5,8	0,3	2,0	0,1	7,7	0,2	6,6	1,1	14,3	0,3	33,1	0,6
Sep	10,7	0,6	0,0	0,0	10,7	0,3	10,2	1,6	20,9	0,5	36,6	0,7
Oct	8,7	0,5	4,0	0,2	12,7	0,3	8,2	1,3	20,9	0,4	42,0	0,8
Nov	10,4	0,5	0,3	0,0	10,7	0,3	14,2	2,2	25,0	0,5	53,4	1,0
Dic	1,5	0,1	-3,1	-0,1	-1,6	0,0	14,9	2,2	13,3	0,3	3,0	0,1
2000 Ene	41,3	2,2	-17,9	-0,8	23,3	0,6	1,2	0,2	24,5	0,5	46,7	0,9
Feb	25,6	1,3	8,1	0,4	33,6	0,8	5,4	0,8	39,0	0,8	63,4	1,1
Mar ⁵⁾	19,6	1,0	11,1	0,5	30,7	0,7	15,0	2,1	45,7	1,0	58,1	1,0

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⁾	
	1	2	3	4	5	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
6	7	8	9	10	11	12	13	14	15						
1998 I	2.163,1	770,9	319,8	1.072,5	2.318,2	75,0	119,0	185,9	28,0	49,0	1.320,7	108,2	76,6	355,8	37,7
II	2.200,5	785,1	320,8	1.094,6	2.373,6	78,2	121,8	190,2	28,4	49,3	1.345,1	113,9	79,2	367,6	37,5
III	2.223,8	775,0	324,4	1.124,4	2.420,3	80,2	126,0	195,1	28,9	48,6	1.379,2	111,8	86,6	364,0	36,8
IV	2.287,1	813,0	316,3	1.157,8	2.479,4	84,7	128,2	199,8	28,2	42,0	1.419,6	114,2	82,0	380,6	36,8
1999 I	2.257,5	818,2	338,1	1.101,3	2.525,9	86,4	147,3	187,2	15,4	66,9	1.463,1	135,4	99,2	324,9	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 ⁴⁾	2.416,6	860,8	372,6	1.183,2	2.713,4	87,4	153,0	192,8	19,9	61,4	1.616,2	141,8	98,9	342,0	37,2

2. Créditos a instituciones financieras no monetarias

	Otros intermediarios financieros ²⁾				Empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾					
	16	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	19	20	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	23
	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
1998 I	240,4	146,1	50,0	44,3	23,5	17,5	2,0	4,0		
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	263,9	157,9	52,9	53,0	27,9	19,1	2,5	6,3		
1999 I	302,0	185,3	54,9	61,9	37,0	28,0	3,1	6,0		
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 ⁴⁾	316,0	191,4	54,5	70,0	38,4	29,8	2,8	5,8		

3. Créditos a las AAPP

	AAPP ²⁾											
	24	Administración Central ⁴⁾			Otras AAPP							Administraciones de Seguridad Social
		25	Administración Regional			Administración Local						
	26	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	30	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	33	34		
	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36		
1998 I	828,0	221,2	269,2	9,9	14,6	244,6	327,0	19,9	52,4	254,7	10,6	
II	830,1	219,1	271,8	8,6	15,6	247,6	333,5	19,8	55,6	258,1	5,6	
III	831,5	216,5	273,7	7,8	14,2	251,7	326,1	17,7	50,7	257,7	15,3	
IV	841,7	201,7	291,2	11,4	13,5	266,3	334,9	19,1	51,0	264,8	14,0	
1999 I	837,2	221,2	276,7	12,1	20,9	243,7	325,8	19,3	12,5	294,0	13,6	
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 ⁴⁾	838,9	197,6	289,9	15,0	22,1	252,7	335,1	21,0	10,9	303,3	16,2	

Fuente: BCE.

- 1) Los datos se han revisado, al disponer de nueva información. 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; otros intermediarios financieros: S123 (incluyendo 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	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 I	684,6	363,7	243,3	27,1	50,5	3.233,2	726,5	1.128,6	1.312,9	65,2
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	743,0	435,4	252,5	25,6	29,5	3.313,3	794,2	1.116,5	1.355,0	47,7
1999 I	726,4	393,2	286,0	23,5	23,7	3.222,4	797,3	1.110,5	1.275,0	39,5
II	739,0	425,9	263,6	25,7	23,7	3.237,2	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 ^{o)}	769,3	442,1	280,5	24,1	22,7	3.293,4	866,1	1.097,2	1.290,7	39,4

2. Depósitos mantenidos por instituciones financieras no monetarias

	Otros intermediarios financieros ²⁾					Empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 I	229,8	60,2	77,7	10,2	81,8	395,4	24,1	354,7	4,6	12,0
II	248,8	70,3	79,5	10,7	88,2	402,7	26,6	358,8	4,7	12,6
III	254,2	68,6	77,8	10,3	97,4	408,2	24,8	363,0	4,4	16,0
IV	259,4	79,1	83,5	9,3	87,5	410,6	28,7	367,4	4,6	10,0
1999 I	375,5	127,4	142,1	4,7	101,3	424,7	32,0	378,9	3,0	10,8
II	400,0	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 ^{o)}	398,9	142,6	182,5	4,7	69,1	448,2	34,2	398,7	3,3	12,0

3. Depósitos mantenidos por las AAPP

	AAPP ²⁾																
	1	2	Otras AAPP														
			Administración Regional							Administración Local				Administraciones de Seguridad Social			
			Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos disponibles con preaviso	Cesiones temporales			
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17			
1998 I	273,3	139,3	51,9	8,2	43,4	0,1	0,2	45,4	21,7	18,8	3,4	1,4	36,8	11,3	23,5	1,1	0,9
II	284,7	147,3	51,1	7,4	43,5	0,1	0,1	45,7	21,8	19,3	3,4	1,2	40,6	14,2	23,8	1,3	1,2
III	296,4	156,4	52,7	7,8	44,6	0,1	0,2	47,2	21,7	20,3	3,5	1,6	40,1	13,7	23,7	1,3	1,5
IV	298,8	149,7	53,7	10,1	43,5	0,1	0,1	52,8	25,7	22,3	3,5	1,2	42,6	12,3	28,3	1,1	0,8
1999 I	253,2	133,4	25,6	7,4	17,9	0,1	0,2	53,0	24,1	23,9	3,2	1,8	41,2	13,7	25,6	1,0	1,0
II	253,5	124,9	27,3	8,1	18,9	0,2	0,1	54,3	26,1	24,1	3,4	0,7	46,8	17,2	27,6	1,1	1,0
III	261,3	133,2	27,8	8,7	18,7	0,1	0,2	54,4	24,5	25,4	3,3	1,1	46,0	16,4	27,2	0,9	1,5
IV ^{o)}	281,6	143,2	31,6	10,2	21,1	0,1	0,2	58,6	26,9	27,3	3,4	1,0	48,1	15,8	30,6	0,7	1,0

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); otros intermediarios financieros: S123 (incluidos auxiliares financieros, S124); empresas de seguros y fondos de pensiones, S125; AAPP, S13.

Cuadro 2.7

Saldos 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	
		2	3	4	6		7	8	10	11					13	14	15	
																		AAPP	Otros	AAPP	Otros
1998 I	139,4	81,1	54,1	4,3	77,6	8,4	65,0	4,2	1,3	0,2	1,0	25,7	8,9	16,4	0,4			
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 ⁴⁾	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			

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	Bancos ^{3,4)}		No bancos		5	Bancos ³⁾		No bancos		9	Bancos ³⁾	Otros	12	Bancos ³⁾		No bancos	
		2	3	4	6		7	8	10	11					13	14	15	
																		AAPP	Otros	AAPP	Otros
1998 I	1.365,8	1.000,1	68,2	297,5	262,0	63,1	95,2	103,7	58,7	18,6	40,0	1.521,5	1.153,0	49,4	319,0			
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	81,8	292,0	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	89,5	118,4	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	310,0	300,1	71,5	108,4	120,2	58,5	22,4	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 ⁴⁾	1.277,8	863,3	64,0	350,5	340,2	94,0	89,8	156,4	79,3	37,4	41,9	1.775,5	1.280,0	72,3	423,2			

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						
	1	Bancos ^{3,4)}		No bancos		5	Bancos ³⁾		No bancos		9	Bancos ³⁾	Otros	12	Bancos ³⁾		No bancos	
		2	3	4	6		7	8	10	11					13	14	15	
																		AAPP	Otros	AAPP	Otros
1998 I	1.505,2	1.081,2	122,3	301,8	339,6	71,5	160,2	107,9	59,9	18,8	41,1	1.547,1	1.161,9	65,8	319,4			
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	86,2	295,9	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	205,7	120,7	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	287,0	123,1	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 ⁴⁾	1.337,4	908,9	71,4	357,1	534,1	99,7	274,2	160,2	79,9	37,5	42,4	1.818,7	1.319,8	72,6	426,3			

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					
	1	2	3	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	
1998 I	3.178,4	2.807,2	43,5	327,7	234,5	27,0	44,9	21,3	4.816,8	4.658,3	21,1	137,3	103,3	15,1	10,3	8,6
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⁾	3.880,9	3.467,3	42,4	371,2	262,5	34,2	54,1	20,4	5.191,3	5.027,2	24,0	140,1	100,8	17,3	11,5	10,5

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

	Emitidos por bancos ³⁾								Emitidos por no bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					
	1	2	3	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	
1998 I	1.161,9	470,3	121,0	570,6	448,6	44,0	52,5	25,6	388,7	150,1	39,0	199,6	145,7	22,4	13,9	17,7
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 ³⁾	1.319,8	539,5	121,1	659,2	526,7	49,0	50,7	32,8	498,9	214,1	46,7	238,1	183,5	27,3	13,0	14,2

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					
	1	2	3	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	9	10	11	12	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	
1998 I	2.001,2	1.784,0	20,7	196,6	110,7	38,9	31,2	15,8	163,5	151,0	0,3	12,2	10,6	0,9	0,4	0,4
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	25,3	206,7	111,5	32,8	31,7	30,7	185,4	169,8	0,8	14,9	12,6	0,8	1,3	0,2
II	2.274,3	2.026,8	30,1	217,3	114,4	31,8	32,2	39,0	188,1	170,3	1,4	16,5	13,8	1,1	1,5	0,2
III	2.334,5	2.079,9	31,2	223,5	113,4	33,8	31,2	45,0	207,4	187,8	1,2	18,4	13,3	2,7	2,2	0,2
IV ³⁾	2.368,3	2.107,9	32,5	228,0	113,2	37,6	30,8	46,5	255,8	230,5	1,5	23,8	17,5	3,6	2,3	0,4

Fuente: BCE.

- 1) Los datos se han revisado, al disponer de nueva información. 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	monedas						
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 I	3.188,6	-	-	-	-	-	-	-	5.604,5	5.437,2	26,5	140,8	86,0	15,3	36,9	2,6
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 ^(p)	3.869,4	-	-	-	-	-	-	-	6.364,2	6.131,1	22,4	210,7	115,5	28,4	62,6	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	monedas						
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 I	654,7	625,7	6,7	22,2	14,6	2,7	1,2	3,8	1.407,7	1.366,7	8,2	32,8	16,8	6,9	2,6	6,5
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 ^(p)	833,7	799,4	7,3	27,1	18,2	4,8	2,3	1,8	1.436,1	1.403,2	5,4	27,5	14,3	10,1	2,0	1,1

6. Préstamos a no residentes en la zona del euro

	Bancos ³⁾								No bancos							
	Total	monedas							Total	monedas						
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 I	1.081,2	441,5	83,8	555,9	426,6	63,7	29,8	35,8	420,7	190,9	25,5	204,3	171,7	5,7	11,0	15,9
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	993,5	458,2	76,3	459,0	325,1	62,3	27,2	44,4	384,0	133,7	29,0	221,4	193,7	7,7	14,4	5,6
II	1.024,8	474,7	80,5	469,6	349,1	52,9	26,2	41,4	416,9	139,6	35,0	242,3	211,7	8,0	16,3	6,3
III	949,8	428,5	78,4	442,9	320,3	54,1	28,3	40,2	413,2	143,0	36,9	233,3	198,7	10,8	18,0	5,8
IV ^(p)	909,0	389,1	75,0	444,9	323,6	53,9	30,0	37,4	431,9	138,6	39,6	253,6	217,1	11,1	18,8	6,7

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	monedas						
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 I	71,5	15,9	4,5	51,1	38,2	3,7	0,6	8,6	262,9	38,8	29,6	194,6	148,1	23,9	3,9	18,8
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	78,2	20,3	4,2	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	41,6	28,1	4,9	0,8	7,7	321,2	48,1	31,0	242,2	182,1	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	29,8
II	82,7	21,7	6,4	54,7	39,2	5,6	1,2	8,8	412,9	66,7	33,8	312,4	247,8	37,1	4,9	22,6
III	91,6	33,9	6,1	51,5	38,1	5,9	1,0	6,5	403,6	80,5	30,9	292,3	237,4	33,5	4,5	16,9
IV ^(p)	99,7	37,9	7,2	54,6	39,6	6,9	1,0	7,1	433,2	91,2	31,5	310,6	253,3	34,5	4,7	18,1

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

Cuadro 3.1

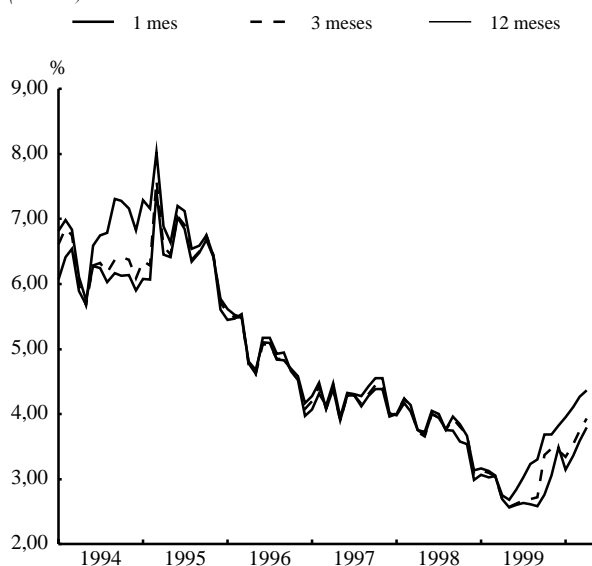
Tipos de interés del mercado monetario¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ⁴⁾					Estados Unidos ⁵⁾	Japón ⁶⁾
	Depósitos a 1 día ²⁾	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 Abr	2,71	2,69	2,70	2,70	2,76	5,00	0,15
May	2,55	2,57	2,58	2,60	2,68	5,02	0,11
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
2000 Abr 7	3,58	3,73	3,86	4,02	4,30	6,28	0,12
14	3,61	3,76	3,92	4,07	4,34	6,28	0,12
21 ⁷⁾	3,35	3,83	3,96	4,12	4,39	6,32	0,11
28	3,93	3,93	4,09	4,26	4,57	6,50	0,11
May 5	4,03	4,15	4,32	4,49	4,78	6,67	0,10

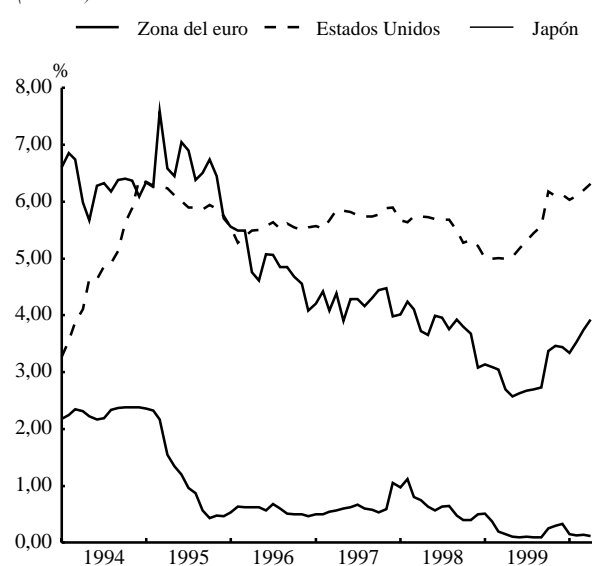
Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro

(mensual)



Tipos a 3 meses del mercado monetario

(mensual)



Fuentes: Reuters y BCE.

- 1) Los tipos mensuales y anuales son medias del periodo, 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 periodo; a partir de entonces, medias del periodo.
- 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).
- 7) Dato correspondiente al 20 de abril de 2000

Cuadro 3.2

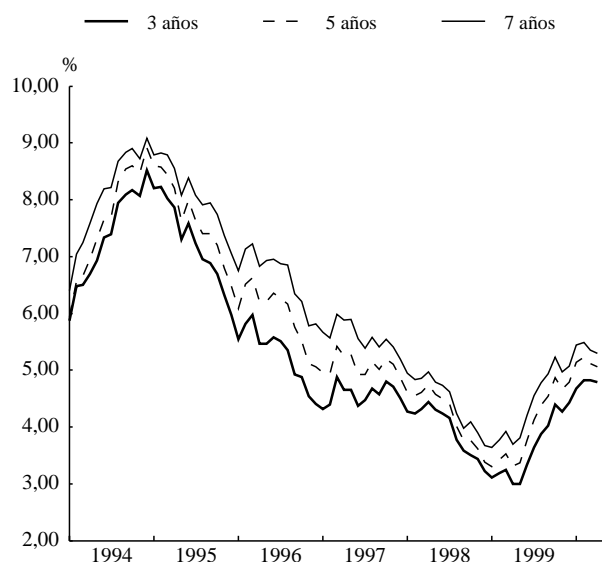
Rendimientos de la deuda pública¹⁾

(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	3,39	3,63	4,01	4,38	4,66	5,64	1,75
1999 Abr	2,83	3,00	3,31	3,70	4,04	5,18	1,55
May	2,82	3,00	3,37	3,81	4,21	5,54	1,36
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	3,68	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
2000 Abr 7	4,50	4,72	4,99	5,24	5,36	5,89	1,72
14	4,56	4,79	5,06	5,29	5,41	5,92	1,78
21	4,65	4,85	5,14	5,35	5,48	6,00	1,75
28	4,73	4,92	5,16	5,37	5,48	6,23	1,76
May 5	4,96	5,16	5,39	5,55	5,64	6,50	1,73

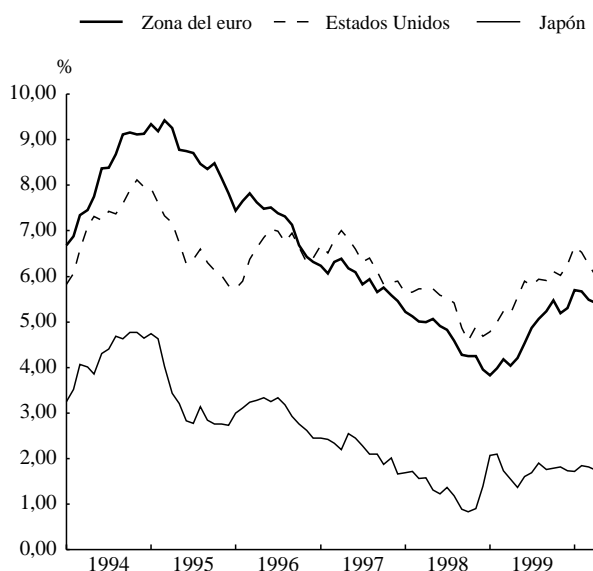
Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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 periodo, y los rendimientos a 10 años son medias del periodo. A partir de entonces, todos los rendimientos son medias del periodo.
- 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

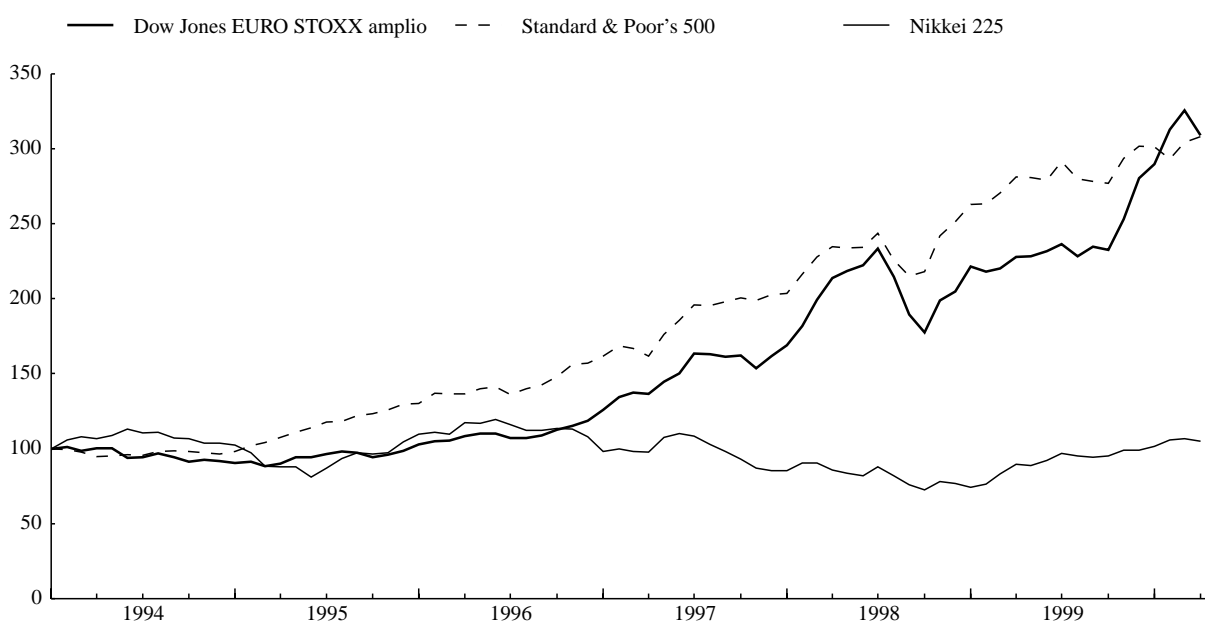
Índices de los mercados bursátiles

(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 ²⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1995	130,54	1.388,06	150,65	127,86	141,06	131,15	116,97	124,51	145,99	132,29	542,18	17.363,36
1996	151,62	1.657,48	181,08	146,78	180,62	159,49	129,89	134,66	150,01	166,32	671,22	21.061,69
1997	207,62	2.319,61	233,35	191,87	231,88	227,26	184,42	167,97	227,74	205,51	873,86	18.373,41
1998	280,49	3.076,25	257,88	244,99	295,52	249,33	281,31	218,43	333,64	282,11	1.085,34	15.338,37
1999	325,78	3.787,35	279,23	262,90	327,73	286,05	295,66	285,07	470,38	306,03	1.327,79	16.829,89
1999 Abr	316,39	3.671,80	272,40	266,31	326,99	276,69	299,91	264,26	404,01	305,94	1.332,56	16.689,65
May	317,05	3.669,07	275,94	267,89	323,27	291,29	293,23	271,64	413,34	300,03	1.329,66	16.533,26
Jun	321,66	3.749,45	279,81	265,94	327,34	299,00	288,48	284,44	440,22	300,26	1.322,55	17.135,96
Jul	328,07	3.846,24	294,65	265,52	330,38	316,01	289,64	294,47	481,62	302,28	1.380,99	18.008,63
Ago	316,78	3.691,33	302,07	251,22	319,26	314,74	279,25	288,77	455,23	289,80	1.327,49	17.670,31
Sep	325,88	3.772,79	294,33	257,51	328,66	312,33	289,78	297,78	480,77	296,06	1.318,21	17.532,78
Oct	322,44	3.742,62	282,74	253,19	321,54	295,41	290,89	294,41	488,96	281,85	1.312,60	17.697,85
Nov	351,17	4.159,97	294,91	264,98	333,23	305,69	310,34	314,73	589,93	297,38	1.391,61	18.440,35
Dic	389,11	4.590,11	334,55	288,43	327,66	307,40	318,64	366,04	755,74	311,68	1.428,96	18.439,36
2000 Ene	402,38	4.714,71	338,22	296,88	319,81	300,57	318,93	379,82	836,44	310,07	1.427,47	18.905,63
Feb	433,82	5.090,59	309,26	308,15	307,57	299,65	313,58	396,45	989,39	346,36	1.388,44	19.700,88
Mar	452,09	5.317,08	302,45	316,14	305,44	310,53	325,43	402,65	1.070,10	374,61	1.442,21	19.823,05
Abr	428,62	5.149,15	306,80	293,68	313,26	329,05	339,03	382,21	957,40	353,92	1.459,65	19.517,67
2000 Abr 7	440,06	5.259,52	306,26	302,21	313,08	327,86	339,30	388,67	1.019,48	360,60	1.516,35	20.252,81
14	418,33	5.034,25	307,09	287,84	309,18	325,98	342,26	373,05	868,89	351,34	1.356,56	20.434,68
21 ³⁾	426,25	5.117,78	298,66	293,08	312,69	325,68	334,25	383,24	964,86	352,18	1.434,40	18.252,68
28	438,58	5.303,95	307,05	300,82	315,89	345,76	340,18	391,00	1.061,46	354,42	1.452,43	17.973,70
May 5 ⁴⁾	445,46	5.351,71	311,47	307,05	320,28	345,97	340,27	403,29	1.085,34	361,28	1.432,63	18.439,36

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.

2) Rediseñado a fin de reflejar las recientes tendencias en los mercados de valores europeos, en línea con las modificaciones del Índice Global Dow Jones. Los datos se han revisado.

3) Dato correspondiente al 20 de abril de 2000, excepto el índice Nikkei 225.

4) El dato de la columna 12 corresponde al 2 de mayo de 2000.

Cuadro 3.4

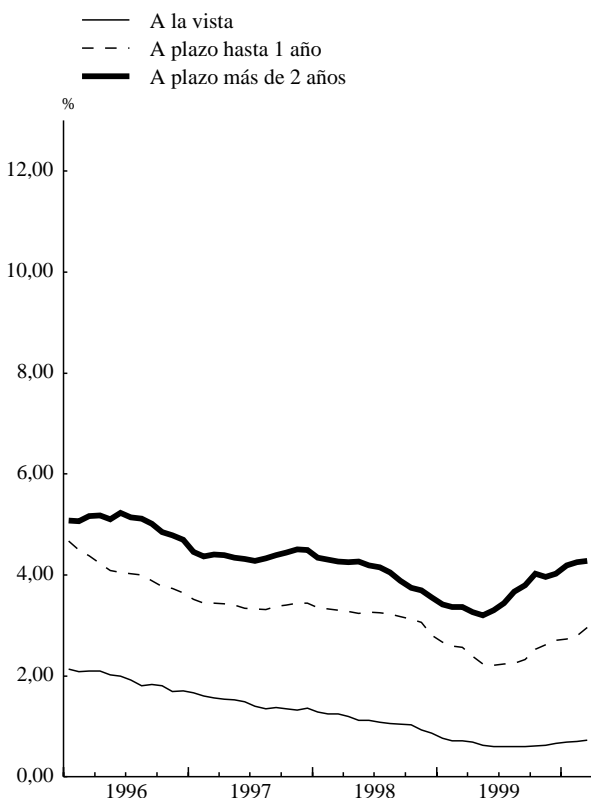
Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela

(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	
		1	Hasta 1 año 2	Hasta 2 años 3	Más de 2 años 4	Hasta 3 meses 5	Más de 3 meses 6	Hasta 1 año 7	Más de 1 año 8	Crédito al consumo 9	Para compra de vivienda 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 Mar	0,71	2,57	2,56	3,37	2,31	2,79	5,83	4,98	9,50	5,05
Abr	0,68	2,38	2,39	3,26	2,27	2,61	5,66	4,81	9,37	4,91
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	5,75	5,54	9,36	5,77
Dic	0,67	2,70	2,70	4,02	2,04	3,05	5,81	5,51	9,38	5,79
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	5,85	9,52	6,13
Mar	0,72	2,96	2,96	4,28	2,07	3,33	6,10	5,84	9,54	6,10

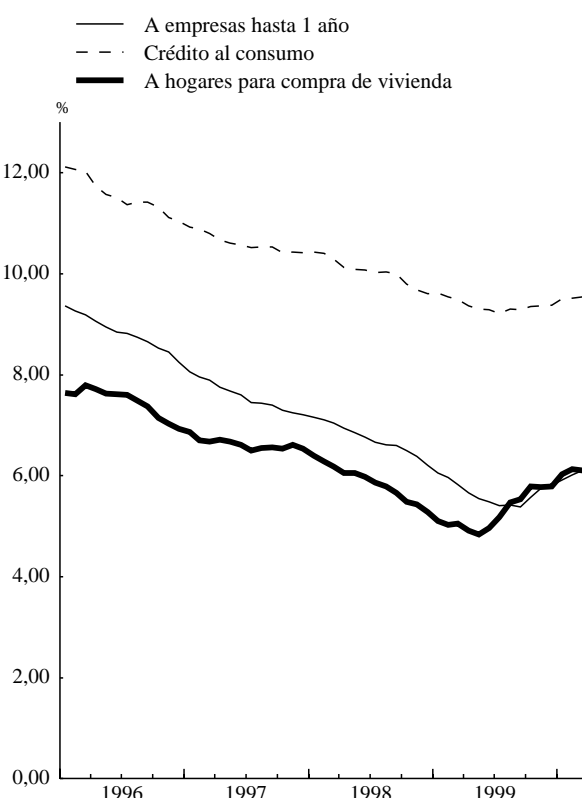
Tipos de interés de los depósitos

(mensual)



Tipos de interés de los préstamos y créditos

(mensual)



Fuente: BCE.

Estos tipos de interés de la zona del euro deben utilizarse con cautela y solo con fines estadísticos, preferiblemente para analizar su evolución temporal más que su nivel. Se calculan como media ponderada de los tipos de interés facilitados por los bancos centrales nacionales. Los tipos nacionales son aquellos que, de entre los disponibles en las fuentes nacionales, se considera que pertenecen a alguna de las categorías establecidas. Debido a la heterogeneidad observada entre los instrumentos financieros nacionales en los países miembros de la UEM, los citados tipos nacionales se agregan para obtener la información de la zona del euro, utilizando en algunos casos determinadas aproximaciones e hipótesis de trabajo. Además, los tipos no están armonizados en términos de cobertura (negocios nuevos o saldos vivos), naturaleza de los datos (nominales o efectivos) o método de obtención. Las ponderaciones de cada país para los tipos de la zona del euro se obtienen de los balances mensuales de las IFM o de aproximaciones a estos. Las ponderaciones reflejan las proporciones que corresponden a cada país respecto a la zona del euro, de los saldos vivos de los instrumentos a que se refiere el tipo de interés. Las ponderaciones se ajustan mensualmente, de modo que tipos y ponderaciones siempre se refieren al mismo mes.

Cuadro 3.5

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

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

1. A corto plazo³⁾

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ⁴⁾				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	175,0	175,6	-0,6	559,2	170,4	172,7	-2,3	536,6	4,5	2,9
Mar	184,3	180,6	3,8	562,4	179,6	177,1	2,5	539,7	4,7	3,5
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	-11,5	567,3	169,7	182,4	-12,7	540,2	5,9	4,7
Jul	209,8	212,1	-2,3	563,5	203,3	205,9	-2,5	536,0	6,4	6,2
Ago	181,7	164,7	17,1	581,6	175,0	159,0	16,0	552,1	6,7	5,6
Sep	192,1	188,2	4,0	585,4	185,0	183,3	1,7	553,2	7,1	4,9
Oct	198,3	189,9	8,4	596,0	192,3	182,9	9,4	563,1	6,0	7,0
Nov	195,0	176,6	18,4	614,9	187,6	169,9	17,7	580,7	7,5	6,7
Dec	171,4	169,2	2,2	618,2	162,6	163,5	-0,8	580,0	8,7	5,7
2000 Ene	250,9	266,1	-15,2	599,4	239,4	255,8	-16,4	562,1	11,5	10,4
Feb	252,7	239,3	13,4	613,7	240,1	230,2	9,9	572,1	12,6	9,1

2. A largo plazo³⁾

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ⁴⁾				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	133,1	74,5	58,6	5.570,6	120,4	71,9	48,5	5.191,7	12,7	2,6
Mar	123,4	94,9	28,5	5.604,5	115,5	86,1	29,4	5.221,9	7,9	8,8
Abr	123,4	102,6	20,8	5.628,4	116,0	97,1	18,9	5.241,6	7,4	5,5
May	136,9	86,2	50,6	5.681,3	118,7	70,5	48,2	5.290,4	18,2	15,7
Jun	129,2	65,3	63,9	5.747,5	118,4	60,1	58,3	5.348,8	10,8	5,1
Jul	128,2	90,7	37,5	5.783,4	119,4	80,7	38,8	5.389,1	8,7	10,0
Ago	71,2	59,0	12,2	5.800,1	60,7	51,6	9,1	5.399,1	10,5	7,4
Sep	165,6	102,3	63,3	5.864,5	129,0	69,1	60,0	5.459,6	36,5	33,2
Oct	115,8	74,0	41,8	5.910,2	107,3	70,4	36,9	5.497,2	8,5	3,6
Nov	101,5	82,3	19,3	5.935,0	93,5	73,1	20,4	5.518,4	8,0	9,1
Dic	74,5	105,9	-31,4	5.907,0	69,4	95,9	-26,4	5.489,7	5,0	10,1
2000 Ene	109,6	92,3	17,3	5.925,9	102,8	86,4	16,3	5.505,5	6,8	5,9
Feb	125,2	66,7	58,5	5.985,3	113,3	62,6	50,7	5.556,7	11,9	4,2

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
					En euros ⁴⁾				En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	308,0	250,1	57,9	6.129,9	290,8	244,6	46,2	5.728,3	17,2	5,5
Mar	307,7	275,5	32,2	6.166,9	295,1	263,3	31,9	5.761,6	12,6	12,2
Abr	340,4	302,7	37,7	6.207,4	328,0	293,1	34,9	5.796,4	12,4	9,6
May	308,9	258,8	50,1	6.260,3	284,2	238,2	46,0	5.843,1	24,7	20,5
Jun	304,9	252,4	52,5	6.314,8	288,2	242,5	45,6	5.889,0	16,7	9,8
Jul	337,9	302,7	35,2	6.346,8	322,8	286,6	36,2	5.925,1	15,2	16,2
Ago	252,9	223,7	29,2	6.381,7	235,7	210,7	25,1	5.951,2	17,2	13,0
Sep	357,7	290,4	67,3	6.449,9	314,0	252,4	61,7	6.012,8	43,7	38,1
Oct	314,1	263,9	50,2	6.506,2	299,6	253,3	46,4	6.060,3	14,5	10,7
Nov	296,6	258,9	37,7	6.549,9	281,1	243,1	38,0	6.099,0	15,5	15,9
Dic	245,9	275,1	-29,3	6.525,2	232,1	259,4	-27,3	6.069,7	13,8	15,8
2000 Ene	360,4	358,4	2,0	6.525,3	342,2	342,2	0,0	6.067,6	18,3	16,2
Feb	377,9	306,0	71,9	6.599,0	353,3	292,8	60,6	6.128,8	24,6	13,3

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. Los datos se irán revisando a medida que se vaya disponiendo de nueva información.
- 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	
1,6	22,6	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Feb
1,2	22,7	23,3	11,1	12,2	25,4	571,6	550,9	20,7	565,1	Mar
0,8	24,2	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
1,7	26,4	.	.	.	.	.	.	.	.	May
1,2	27,1	19,2	22,7	-3,5	22,8	566,4	568,7	-2,4	563,1	Jun
0,3	27,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
1,1	29,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
2,3	32,2	27,8	18,4	9,4	31,7	591,1	566,6	24,5	584,8	Sep
-1,0	32,9	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
0,8	34,3	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
3,0	38,2	21,7	19,9	1,8	34,6	564,2	536,2	28,0	614,6	Dic
1,1	37,3	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
3,6	41,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

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	
10,1	378,9	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Feb
-0,9	382,6	53,4	16,8	36,5	462,6	431,1	265,3	165,8	5.684,5	Mar
2,0	386,8	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
2,5	390,9	.	.	.	.	.	.	.	.	May
5,6	398,6	56,1	11,4	44,7	506,9	409,2	239,2	170,0	5.855,7	Jun
-1,2	394,2	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
3,1	401,0	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
3,3	404,9	62,5	8,3	54,2	561,5	371,7	209,7	162,0	6.021,2	Sep
4,8	413,1	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
-1,1	416,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
-5,0	417,3	51,7	19,0	32,7	594,7	321,9	258,4	63,6	6.084,4	Dic
0,9	420,4	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
7,8	428,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

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	
11,7	401,5	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Feb
0,4	405,2	76,7	27,9	48,7	488,0	1.002,8	816,2	186,5	6.249,6	Mar
2,8	411,0	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
4,2	417,2	.	.	.	.	.	.	.	.	May
6,9	425,8	75,2	34,0	41,2	529,7	975,6	807,9	167,6	6.418,8	Jun
-1,0	421,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
4,2	430,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
5,6	437,1	90,3	26,7	63,6	593,2	962,8	776,3	186,5	6.606,0	Sep
3,8	445,9	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
-0,4	450,9	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
-2,0	455,5	73,4	38,9	34,4	629,3	886,2	794,6	91,6	6.699,0	Dic
2,0	457,7	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
11,3	470,2	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

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, o con fechas de amortización opcionales, la última de las cuales sea 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 del 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	Empresas no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	536,6	173,9	8,9	54,4	295,9	3,5	.	.	.	.
Mar	539,7	173,1	8,8	58,0	296,7	3,1	25,4	12,5	7,7	4,2
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	540,2	173,9	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	248,6	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	3,4	.	.	.	.
Feb	572,1	240,3	6,2	65,9	256,7	3,0	.	.	.	.

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	Empresas no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	5.191,7	1.890,6	128,6	193,4	2.874,3	104,8	.	.	.	.
Mar	5.221,9	1.896,0	129,5	199,9	2.890,3	106,2	462,6	123,7	55,4	65,8
Abr	5.241,6	1.911,4	133,1	204,2	2.884,2	108,8	.	.	.	.
May	5.290,4	1.934,9	138,5	203,5	2.904,3	109,2	.	.	.	.
Jun	5.348,8	1.957,1	157,8	206,1	2.918,6	109,2	506,9	134,6	66,2	82,3
Jul	5.389,1	1.960,6	163,9	209,4	2.945,5	109,7	.	.	.	.
Ago	5.399,1	1.959,9	165,3	206,7	2.957,6	109,6	.	.	.	.
Sep	5.459,6	1.992,6	173,0	205,1	2.978,4	110,5	561,5	153,0	75,1	102,6
Oct	5.497,2	2.011,1	175,7	207,9	2.993,3	109,3	.	.	.	.
Nov	5.518,4	2.020,2	182,6	207,3	2.998,0	110,3	.	.	.	.
Dic	5.489,7	2.002,3	185,0	206,1	2.986,0	110,3	594,7	160,4	81,2	117,7
2000 Ene	5.505,5	2.010,9	185,2	200,4	2.998,6	110,4	.	.	.	.
Feb	5.556,7	2.032,7	187,0	200,3	3.025,0	111,7	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	5.728,3	2.064,5	137,5	247,8	3.170,2	108,3	.	.	.	.
Mar	5.761,6	2.069,1	138,3	257,9	3.187,0	109,4	488,0	136,2	63,2	70,0
Abr	5.796,4	2.092,8	141,8	265,2	3.184,9	111,8	.	.	.	.
May	5.843,1	2.114,7	147,0	263,3	3.206,1	112,1	.	.	.	.
Jun	5.889,0	2.131,0	166,1	264,7	3.215,1	112,1	529,7	143,0	74,9	87,3
Jul	5.925,1	2.139,4	170,7	270,3	3.232,0	112,7	.	.	.	.
Ago	5.951,2	2.151,2	172,3	269,0	3.246,4	112,3	.	.	.	.
Sep	6.012,8	2.193,2	179,7	269,7	3.257,0	113,0	593,2	164,2	87,1	109,9
Oct	6.060,3	2.224,9	182,3	273,9	3.266,9	112,2	.	.	.	.
Nov	6.099,0	2.257,5	188,9	274,8	3.264,0	113,8	.	.	.	.
Dic	6.069,7	2.251,0	190,7	272,6	3.240,4	115,1	629,3	174,8	93,3	124,0
2000 Ene	6.067,6	2.240,1	191,5	266,5	3.255,7	113,8	.	.	.	.
Feb	6.128,8	2.273,0	193,3	266,2	3.281,7	114,7	.	.	.	.

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. Los datos se irán revisando a medida que se vaya disponiendo de nueva información.
- 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 al BCE y a los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona del euro (S121) y otras instituciones financieras monetarias (S122); instituciones financieras no monetarias comprende a otros intermediarios financieros (S123), auxiliares financieros (S124) y empresas de seguro y fondos de pensiones (S125); empresas no financieras (S11); Administración Central (S1311); otras AAPP comprende Administración Regional (S1312); Administración Local (S1313) y 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	Empresas no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,4	0,4	0,2	565,1	185,5	16,6	62,2	297,1	3,5	0,2	1999 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
0,3	0,3	0,1	563,1	182,2	17,0	63,6	296,9	3,2	0,1	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
0,3	0,6	0,3	584,8	211,8	18,8	71,9	279,0	3,1	0,3	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
0,3	0,6	0,8	614,6	263,0	17,8	72,8	254,7	5,5	0,8	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
69,7	25,8	122,2	5.684,5	2.019,7	184,9	265,7	2.960,0	132,0	122,2	1999 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
73,9	27,3	122,6	5.855,7	2.091,8	224,0	288,4	2.992,4	136,5	122,6	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
78,6	29,1	123,1	6.021,2	2.145,6	248,1	307,8	3.057,0	139,6	123,1	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
82,6	29,1	123,7	6.084,4	2.162,7	266,2	323,8	3.068,6	139,3	123,7	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
70,1	26,1	122,5	6.249,6	2.205,2	201,5	327,8	3.257,1	135,5	122,5	1999 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
74,2	27,6	122,8	6.418,8	2.274,0	241,1	352,0	3.289,3	139,7	122,8	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
78,9	29,7	123,4	6.606,0	2.357,4	266,8	379,7	3.336,0	142,8	123,4	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
82,9	29,7	124,6	6.699,0	2.425,8	284,0	396,6	3.323,4	144,8	124,6	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

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, o con fechas de amortización opcionales, la última de las cuales sea 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 del 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	Empresas no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	170,4	96,5	1,3	31,5	39,8	1,3	.	.	.	.
Mar	179,6	92,2	1,4	38,7	46,2	1,1	23,3	12,2	6,6	3,7
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	169,7	95,6	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	27,8	9,5	10,5	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	21,7	9,6	6,8	4,2
2000 Ene	239,4	154,8	2,1	40,0	41,2	1,3	.	.	.	.
Feb	240,1	155,6	1,9	44,2	37,0	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	Empresas no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	120,4	47,1	4,0	9,9	57,1	2,3	.	.	.	.
Mar	115,5	49,1	2,6	9,1	52,6	2,1	53,4	16,3	9,9	14,3
Abr	116,0	50,3	5,1	7,3	49,7	3,7	.	.	.	.
May	118,7	45,9	7,0	1,9	62,8	1,1	.	.	.	.
Jun	118,4	50,7	20,1	6,1	40,6	0,9	56,1	15,5	11,9	17,7
Jul	119,4	34,8	7,6	8,9	67,1	1,0	.	.	.	.
Ago	60,7	27,4	1,7	0,9	30,5	0,2	.	.	.	.
Sep	129,0	61,8	9,1	3,7	53,0	1,4	62,5	21,0	11,2	21,2
Oct	107,3	50,7	3,7	5,4	46,5	1,0	.	.	.	.
Nov	93,5	46,0	8,1	2,3	35,3	1,8	.	.	.	.
Dic	69,4	39,4	4,0	1,6	23,0	1,5	51,7	14,3	7,9	17,2
2000 Ene	102,8	43,4	1,3	0,1	57,3	0,7	.	.	.	.
Feb	113,3	53,7	2,8	3,3	51,0	2,5	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	290,8	143,6	5,3	41,4	96,9	3,6	.	.	.	.
Mar	295,1	141,3	4,0	47,8	98,9	3,2	76,7	28,6	16,5	18,0
Abr	328,0	162,7	6,5	48,1	105,7	5,0	.	.	.	.
May	284,2	133,5	8,5	36,0	103,2	2,9	.	.	.	.
Jun	288,2	146,4	22,1	40,9	77,0	1,9	75,2	22,3	19,1	22,3
Jul	322,8	145,7	9,3	51,4	114,0	2,4	.	.	.	.
Ago	235,7	119,7	3,7	36,7	74,3	1,4	.	.	.	.
Sep	314,0	167,0	10,4	41,5	92,9	2,2	90,3	30,6	21,8	27,9
Oct	299,6	158,1	5,2	46,7	87,1	2,5	.	.	.	.
Nov	281,1	163,7	9,3	36,0	68,4	3,8	.	.	.	.
Dic	232,1	157,3	4,9	24,6	41,6	3,8	73,4	23,9	14,7	21,4
2000 Ene	342,2	198,2	3,4	40,1	98,4	2,1	.	.	.	.
Feb	353,3	209,3	4,7	47,6	88,0	3,9	.	.	.	.

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. Los datos se irán revisando a medida que se vaya disponiendo de nueva información.
- 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 al BCE y a los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona del euro (S121) y otras instituciones financieras monetarias (S122); instituciones financieras no monetarias comprende a otros intermediarios financieros (S123), auxiliares financieros (S124) y empresas de seguro y fondos de pensiones (S125); empresas no financieras (S11); Administración Central (S1311); otras AAPP comprende Administración Regional (S1312); Administración Local (S1313) y 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	Empresas 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	0,2	571,6	306,4	11,0	109,1	141,0	4,0	0,2	1999 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
0,3	0,2	0,1	566,4	302,5	12,1	114,2	133,1	4,3	0,1	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May
0,3	0,5	0,2	591,1	317,8	15,4	122,9	131,0	3,8	0,2	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
0,2	0,2	0,7	564,2	352,6	10,5	102,2	92,4	5,8	0,7	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
5,3	1,6	5,9	431,1	169,8	21,3	38,3	189,4	6,4	5,9	1999 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
5,9	2,1	3,1	409,2	162,4	44,0	33,0	158,9	7,8	3,1	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May
4,1	2,1	2,9	371,7	145,1	29,7	34,7	154,6	4,7	2,9	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
6,5	1,0	4,8	321,9	150,4	23,6	26,5	111,3	5,3	4,8	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
5,6	1,9	6,1	1.002,8	476,2	32,3	147,4	330,4	10,4	6,1	1999 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
6,2	2,2	3,2	975,6	464,9	56,2	147,3	292,0	12,0	3,2	Abr
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	May
4,4	2,5	3,2	962,8	463,0	45,1	157,5	285,6	8,5	3,2	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
6,7	1,1	5,6	886,2	502,9	34,1	128,7	203,7	11,2	5,6	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

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, o con fechas de amortización opcionales, la última de las cuales sea 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 del emisor¹⁾²⁾³⁾
(mm de euros; operaciones realizadas en el mes o trimestre; valores nominales)
Emisiones 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	Empresas no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	-2,3	3,9	0,1	2,9	-9,4	0,3	.	.	.	.
Mar	2,5	-1,4	0,0	3,6	0,8	-0,4	12,2	9,5	1,1	1,5
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	-6,3	-0,1	-1,2	-5,2	0,0	-3,5	-4,6	0,8	0,7
Jul	-2,5	5,3	-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	.	.	.	.

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	Empresas no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	48,5	12,3	2,8	5,0	27,2	1,2	.	.	.	.
Mar	29,4	4,3	0,9	6,5	16,2	1,5	36,5	8,7	8,5	12,4
Abr	18,9	14,5	3,6	4,3	-6,1	2,5	.	.	.	.
May	48,2	22,9	5,4	-0,7	20,1	0,4	.	.	.	.
Jun	58,3	22,3	19,2	2,6	14,2	0,0	44,7	10,9	10,9	16,7
Jul	38,8	3,2	4,8	3,4	26,9	0,5	.	.	.	.
Ago	9,1	-1,3	1,3	-2,8	12,0	-0,1	.	.	.	.
Sep	60,0	32,7	7,7	-2,2	20,7	1,0	54,2	18,1	8,9	20,2
Oct	36,9	17,2	2,7	3,5	14,8	-1,3	.	.	.	.
Nov	20,4	8,4	6,9	-0,6	4,7	1,0	.	.	.	.
Dic	-26,4	-16,1	2,5	-0,8	-11,9	0,0	32,7	7,1	6,2	15,1
2000 Ene	16,3	8,2	0,2	-5,4	13,2	0,1	.	.	.	.
Feb	50,7	21,2	1,8	-0,1	26,5	1,3	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro						Emisiones por no residentes en			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras	Administración Central	Otras AAPP	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 Feb	46,2	16,2	2,8	7,9	17,8	1,5	.	.	.	.
Mar	31,9	2,9	0,8	10,1	17,0	1,1	48,7	18,3	9,6	13,9
Abr	34,9	23,8	3,5	7,3	-2,1	2,4	.	.	.	.
May	46,0	21,2	5,2	-1,9	21,2	0,3	.	.	.	.
Jun	45,6	16,0	19,2	1,4	9,0	0,0	41,2	6,3	11,7	17,3
Jul	36,2	8,5	4,6	5,6	16,9	0,6	.	.	.	.
Ago	25,1	11,0	1,5	-1,4	14,3	-0,4	.	.	.	.
Sep	61,7	42,7	7,6	0,1	10,6	0,7	63,6	21,2	12,3	22,6
Oct	46,4	29,9	2,6	4,9	9,8	-0,8	.	.	.	.
Nov	38,0	31,9	6,6	0,8	-2,9	1,6	.	.	.	.
Dic	-27,3	-5,2	2,0	-1,8	-23,6	1,2	34,4	9,9	5,9	13,8
2000 Ene	0,0	-9,8	0,9	-5,8	16,0	-1,3	.	.	.	.
Feb	60,6	32,2	1,8	-0,4	26,0	0,9	.	.	.	.

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. Los datos se irán revisando a medida que se vaya disponiendo de nueva información.

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 al BCE y a los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona del euro (S121) y otras instituciones financieras monetarias (S122); instituciones financieras no monetarias comprende a otros intermediarios financieros (S123), auxiliares financieros (S124) y empresas de seguro y fondos de pensiones (S125); empresas no financieras (S11); Administración Central (S1311); otras AAPP comprende Administración Regional (S1312); Administración Local (S1313) y 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	Empresas no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,0	-0,2	0,2	20,7	19,0	1,2	13,2	-12,2	-0,6	0,2	1999 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
-0,1	-0,1	-0,1	-2,4	-3,3	0,4	1,3	-0,3	-0,3	-0,1	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
0,0	0,3	0,1	24,5	30,5	3,4	8,4	-17,9	-0,1	0,1	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
0,0	0,0	0,6	28,0	49,9	-1,2	0,6	-24,2	2,3	0,6	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
4,3	0,9	1,7	165,8	51,6	15,6	23,5	70,0	3,4	1,7	1999 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
4,2	1,5	0,4	170,0	70,6	39,1	22,9	32,5	4,5	0,4	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
4,6	1,8	0,5	162,0	52,8	22,7	18,6	64,3	3,1	0,5	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
4,1	-0,1	0,3	63,6	16,6	18,3	17,1	11,6	-0,4	0,3	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

la zona del euro			Total							
Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	Total	Bancos (incluidos bancos centrales) ⁵⁾	Instituciones financieras no monetarias	Empresas no financieras	Administra- ción Central	Otras AAPP	Organismos internacio- nales ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
4,3	0,7	1,9	186,5	70,6	16,8	36,7	57,8	2,8	1,9	1999 Feb
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Mar
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
4,1	1,4	0,3	167,6	67,3	39,5	24,2	32,2	4,2	0,3	May
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jun
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
4,6	2,1	0,6	186,5	83,3	26,1	27,0	46,4	3,0	0,6	Ago
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Sep
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Oct
4,0	-0,1	0,9	91,6	66,5	17,1	17,8	-12,6	1,9	0,9	Nov
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Dic
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 Ene
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb

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, o con fechas de amortización opcionales, la última de las cuales sea 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.

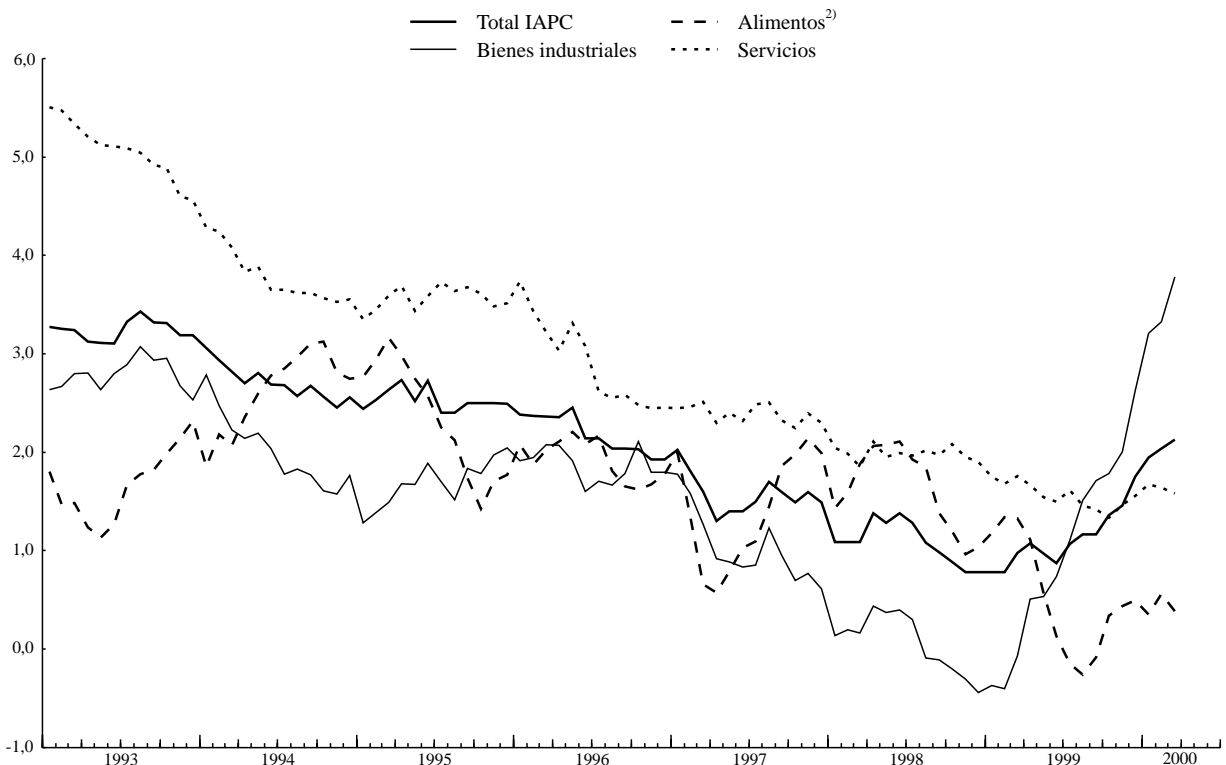
4 IAPC y otros precios en la zona del euro

Cuadro 4.1

Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice 1996 = 100)	Total								Servicios
		Bienes	Alimentos ²⁾				Bienes industriales	Bienes industriales no energéticos	Energía	
			Alimentos elaborados ²⁾	Alimentos no elaborados						
Ponderación sobre el total (%) ³⁾	100,0	100,0	63,2	20,9	12,6	8,2	42,4	33,4	9,0	36,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	97,9	2,5	2,0	2,3	2,5	2,1	1,7	1,6	1,9	3,6
1996	100,0	2,2	1,9	1,9	2,0	1,9	1,9	1,7	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	0,6	2,2	1,6
1999 I	103,1	0,8	0,3	1,3	1,2	1,4	-0,3	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	1,6
III	104,1	1,1	0,9	-0,2	0,6	-1,4	1,4	0,5	4,6	1,5
IV	104,4	1,5	1,5	0,4	0,9	-0,3	2,1	0,5	7,8	1,5
2000 I	105,2	2,0	2,4	0,4	1,0	-0,3	3,4	0,6	13,6	1,6
1999 Mar	103,4	1,0	0,4	1,3	1,1	1,7	-0,1	0,8	-2,9	1,8
Abr	103,7	1,1	0,7	1,1	1,1	1,1	0,5	0,6	0,1	1,7
May	103,8	1,0	0,5	0,6	0,7	0,4	0,5	0,6	0,3	1,5
Jun	103,8	0,9	0,5	0,1	0,7	-0,7	0,7	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	1,5
Sep	104,1	1,2	1,1	-0,1	0,6	-1,1	1,7	0,4	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	0,5	7,1	1,5
Dic	104,7	1,7	1,9	0,5	1,0	-0,2	2,6	0,5	10,0	1,6
2000 Ene	104,8	1,9	2,2	0,4	1,0	-0,5	3,2	0,8	12,0	1,7
Feb	105,2	2,0	2,3	0,6	1,0	0,0	3,3	0,5	13,5	1,6
Mar	105,6	2,1	2,6	0,4	1,0	-0,5	3,8	0,6	15,3	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 de consumo								
				Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
1	2	3	4	5	6	Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero		9	10	11	12
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	-	-	3,0	-	0,2	2,1	13,0
1996	100,4	0,4	1,0	-1,2	1,2	1,9	1,7	2,1	1,3	6,5	-6,9	15,9
1997	101,4	1,1	0,6	1,2	0,3	0,9	0,1	1,2	1,3	10,0	12,9	17,1
1998	100,6	-0,8	-0,6	-2,2	0,5	0,5	0,1	0,7	0,2	-21,2	-12,5	12,0
1999	100,5	0,0	0,1	-0,6	0,1	0,2	0,2	0,2	0,9	17,8	-3,1	17,1
1999 I	98,8	-2,6	-2,1	-4,8	0,3	0,1	0,2	0,0	0,8	-17,6	-16,0	10,3
II	99,7	-1,3	-1,1	-2,7	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,8	5,9	-8,2	15,0
III	101,1	0,7	0,8	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,2	1,2	31,0	1,1	19,7
IV	102,6	3,2	2,8	4,7	0,1	0,5	0,4	0,6	0,9	61,5	14,0	23,0
2000 I	104,5	5,7	5,0	9,1	0,4	0,7	0,7	0,8	.	78,3	19,9	27,1
1999 Abr	99,6	-1,6	-1,2	-3,3	0,2	0,0	0,2	-0,1	-	0,3	-12,5	14,4
May	99,7	-1,4	-1,0	-2,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-	5,1	-7,8	14,9
Jun	99,8	-1,0	-1,0	-2,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-	12,8	-4,2	15,6
Jul	100,6	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,1	-	22,7	-2,3	18,1
Ago	101,0	0,7	0,9	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,2	-	29,2	-0,5	19,2
Sep	101,6	1,4	1,5	1,8	-0,1	0,4	0,4	0,4	-	41,4	6,6	21,8
Oct	102,0	2,2	2,0	3,2	0,0	0,5	0,4	0,5	-	44,3	10,7	20,8
Nov	102,6	3,1	2,8	4,7	0,1	0,5	0,4	0,6	-	60,4	11,9	23,5
Dic	103,2	4,1	3,5	6,4	0,1	0,5	0,5	0,6	-	81,3	19,3	24,8
2000 Ene	103,9	5,1	4,4	8,1	0,3	0,6	0,6	0,6	-	76,2	19,4	24,9
Feb	104,5	5,8	5,1	9,3	0,4	0,7	0,7	0,8	-	87,6	20,0	27,6
Mar	105,1	6,2	5,4	9,8	0,4	0,8	0,8	0,9	-	72,0	20,2	28,4
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	-	43,9	19,4	24,5

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		2,6	2,5	2,7	2,9	1,5	2,8	2,5
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	1,3	1,4	2,2	0,7	-0,4	0,1
1997 IV	104,3		1,6	1,6	1,8	1,8	1,0	2,4	2,4
1998 I	104,6		1,7	1,4	1,5	1,2	0,9	1,4	0,7
II	105,0		1,6	1,3	1,5	1,3	1,0	0,8	-0,4
III	105,5		1,6	1,0	1,2	1,7	0,8	-0,5	-2,5
IV	105,8		1,4	0,8	1,0	1,4	0,4	-1,9	-3,9
1999 I	106,2		1,5	0,9	1,1	1,8	0,3	-2,0	-3,8
II	106,3		1,2	1,1	1,4	2,2	0,4	-1,4	-1,6
III	106,6		1,1	1,5	1,4	2,4	0,9	-0,1	1,3
IV	106,7		0,9	1,8	1,7	2,4	1,2	1,8	4,7

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	Demanda interior				6	7	Exportaciones ³⁾ / Importaciones ³⁾	
		2	Consumo privado ³⁾	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			8	9
1995	5.307,9	5.209,4	2.995,9	1.093,6	1.094,1	25,8	98,5	1.568,0	1.469,6
1996	5.530,9	5.405,0	3.140,3	1.143,3	1.122,3	-0,9	126,0	1.656,8	1.530,8
1997	5.643,7	5.493,4	3.192,1	1.151,1	1.135,7	14,6	150,3	1.825,7	1.675,4
1998	5.865,4	5.720,9	3.317,2	1.174,3	1.191,8	37,5	144,6	1.939,6	1.795,0
1999	6.110,0	5.999,5	3.469,1	1.225,2	1.266,5	38,7	110,5	2.025,3	1.914,7
1998 III	1.473,3	1.434,2	833,8	294,0	300,3	6,2	39,1	488,3	449,1
IV	1.489,8	1.458,7	844,7	297,8	303,7	12,6	31,1	479,2	448,2
1999 I	1.506,6	1.476,6	854,4	303,1	309,9	9,3	30,0	480,9	451,0
II	1.516,4	1.489,0	862,2	305,1	313,3	8,4	27,4	495,6	468,2
III	1.536,2	1.508,5	871,6	307,7	320,5	8,7	27,7	516,9	489,2
IV	1.550,8	1.525,3	880,9	309,3	322,8	12,3	25,5	531,9	506,4

2. Precios constantes

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

	PIB						Saldo exterior ³⁾		
	10	Demanda interior				15	16	Exportaciones ³⁾ / Importaciones ³⁾	
		11	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			17	18
1995	5.307,9	5.209,4	2.995,9	1.093,6	1.094,1	25,8	98,5	1.568,0	1.469,6
1996	5.380,9	5.261,3	3.040,5	1.113,0	1.106,3	1,6	119,7	1.636,1	1.516,4
1997	5.503,1	5.349,1	3.085,1	1.122,3	1.129,0	12,6	154,0	1.804,2	1.650,2
1998	5.654,3	5.530,6	3.178,3	1.133,0	1.180,0	39,4	123,6	1.928,3	1.804,7
1999	5.787,7	5.688,6	3.259,2	1.149,2	1.237,3	43,0	99,0	2.012,6	1.913,6
1998 III	1.417,2	1.384,6	797,5	283,1	297,0	6,9	32,7	485,7	453,1
IV	1.421,3	1.398,9	802,4	283,9	299,0	13,6	22,4	479,4	457,0
1999 I	1.430,8	1.410,6	808,6	286,9	304,4	10,6	20,2	482,3	462,1
II	1.438,7	1.416,9	811,0	286,7	307,1	12,0	21,8	495,0	473,2
III	1.453,2	1.425,6	817,0	287,5	312,1	8,9	27,6	512,3	484,7
IV	1.465,0	1.435,5	822,5	288,0	313,6	11,4	29,4	523,0	493,6

(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	2,1	-	-	10,3	8,8
1998	2,7	3,4	3,0	0,9	4,5	-	-	6,9	9,4
1999	2,4	2,9	2,5	1,4	4,9	-	-	4,4	6,0
1998 III	2,6	3,5	3,4	0,7	4,7	-	-	5,2	8,2
IV	2,0	3,3	3,1	1,0	3,9	-	-	2,2	6,1
1999 I	1,9	2,9	2,8	1,5	4,0	-	-	0,6	3,8
II	2,0	2,9	2,4	1,3	5,5	-	-	2,3	5,2
III	2,5	3,0	2,4	1,6	5,1	-	-	5,5	7,0
IV	3,1	2,6	2,5	1,4	4,9	-	-	9,1	8,0

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	105,6	102,2	99,7	102,9	106,9	104,7	101,4	104,9
1997	105,8	104,9	104,0	96,2	105,4	110,3	105,6	99,3	108,7
1998	109,6	105,7	107,6	96,1	110,2	115,2	108,8	99,1	115,0
1999	113,6	104,8	109,4	100,4	114,7	121,2	113,0	100,4	123,7
1998 III	110,0	105,9	108,0	95,8	110,8	115,7	109,2	98,4	115,7
IV	111,1	105,1	107,6	97,4	112,2	117,9	110,6	100,0	118,3
1999 I	112,3	105,5	107,9	99,2	113,4	119,6	111,7	100,4	120,6
II	112,9	104,3	108,2	99,5	113,9	120,4	112,9	100,5	122,3
III	114,2	104,3	110,0	101,0	115,3	121,9	113,5	100,2	124,8
IV	115,1	105,2	111,5	102,1	116,1	123,0	113,8	100,3	126,9

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	98,3	100,6	103,7	101,4	102,9	101,4
1997	103,8	107,1	103,3	96,0	104,1	107,0	102,0	106,3	103,6
1998	106,7	109,5	106,6	94,9	108,5	110,7	103,5	110,9	106,5
1999	109,2	111,9	108,4	97,0	112,1	113,9	104,7	115,6	110,5
1998 III	107,0	109,2	106,8	94,6	108,9	111,1	103,7	111,6	107,0
IV	107,3	109,8	106,2	94,9	109,5	112,0	104,1	113,3	107,8
1999 I	107,9	110,9	106,6	96,1	110,8	112,5	104,2	113,2	108,8
II	108,6	111,2	107,6	96,4	111,4	113,4	104,5	114,5	109,2
III	109,7	112,8	109,0	97,3	112,8	114,4	104,9	116,7	110,7
IV	110,4	112,8	110,3	98,0	113,4	115,4	105,2	118,0	113,0

(tasas de variación interanual)

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

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			
								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	3,4	3,5	2,6	7,3	.	-1,2	1,8	-0,4
1996	100,2	0,1	100,6	0,5	0,1	-0,1	1,9	-0,1	0,1	-0,4	-1,5
1997	104,0	3,8	104,9	4,3	5,0	5,5	4,5	2,8	3,3	2,5	0,4
1998	107,9	3,8	109,4	4,3	4,8	4,0	7,0	3,3	6,2	1,8	0,6
1999	110,1	2,0	111,4	1,8	1,8	2,1	1,6	2,2	3,4	1,7	3,1
1998 IV	107,8	1,3	109,3	1,7	1,6	0,6	4,6	1,8	4,7	0,4	-1,1
1999 I	108,5	0,4	109,7	0,5	0,1	0,0	0,8	1,4	2,5	0,9	0,5
II	108,9	1,1	110,4	0,7	0,6	0,6	0,5	1,0	2,3	0,1	3,4
III	110,9	2,4	111,9	2,3	2,2	3,0	1,5	2,4	3,9	2,1	3,3
IV	112,2	4,1	113,6	3,9	4,4	5,0	3,3	3,8	4,6	3,5	4,9
1999 Mar	109,0	0,5	110,3	0,5	0,3	0,4	-0,1	1,7	1,6	2,1	1,4
Abr	107,8	0,4	109,7	-0,1	-0,1	0,0	0,8	-0,5	0,7	-1,0	3,3
May	109,1	0,6	110,3	0,2	0,0	0,1	-0,8	1,3	2,9	0,0	2,9
Jun	109,7	2,2	111,3	1,9	1,7	1,7	1,5	2,2	3,5	1,3	4,0
Jul	110,2	1,5	111,4	1,2	1,0	2,0	-0,3	1,1	1,2	1,3	3,5
Ago	111,6	3,4	111,9	3,4	3,3	3,7	2,7	4,6	10,1	3,6	3,0
Sep	110,9	2,6	112,4	2,5	2,5	3,4	2,4	2,0	3,1	1,8	3,3
Oct	111,4	3,0	112,9	2,7	3,0	3,3	2,1	2,6	2,3	2,7	3,3
Nov	112,6	4,2	113,9	4,1	4,7	4,9	3,8	4,5	4,6	4,3	3,7
Dic	112,7	5,2	113,8	5,0	5,6	7,1	4,1	4,4	7,5	3,5	8,4
2000 Ene	112,4	3,1	113,6	3,4	3,3	4,6	6,2	1,0	7,2	-1,4	3,6
Feb	.	.	114,9	5,4	6,4	6,6	6,9	4,4	10,8	1,1	.
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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						Miles ²⁾ (d)	
	Total		Total		Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios	Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar		
	Índice, 1995 = 100		Índice, 1995 = 100						16	17	18	19
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	1,1	1,0	0,6	1,1	861	4,2
1998	108,1	3,5	104,4	2,6	1,9	2,7	1,9	3,9	923	7,2
1999	111,6	3,3	107,0	2,5	3,0	1,6	1,2	2,6	974	5,5
1999 I	110,2	3,3	106,0	2,6	2,7	2,1	1,7	1,3	973	6,7
II	110,9	2,9	106,5	2,4	3,0	1,8	1,8	2,5	979	8,3
III	111,8	2,8	107,2	2,1	3,0	0,9	-1,1	3,5	990	6,4
IV	113,3	3,9	108,2	2,8	3,4	1,5	2,3	3,0	952	-0,1
2000 I	.	.	.	.	.	.	.	.	985	1,2
1999 Mar	110,9	4,1	106,4	3,0	3,2	2,9	4,3	0,9	991	7,5
Abr	110,4	2,8	106,1	2,3	2,3	2,0	2,5	3,4	991	11,2
May	110,6	2,2	106,3	1,8	2,0	1,1	0,1	1,3	968	5,7
Jun	111,6	3,8	107,0	3,1	4,7	2,3	2,9	2,9	978	7,9
Jul	111,6	2,6	107,0	2,1	2,6	1,1	0,1	3,4	1.044	10,4
Ago	112,1	3,0	107,4	2,2	3,0	1,3	0,2	4,0	962	5,1
Sep	111,9	2,8	107,2	2,0	3,3	0,2	-3,7	3,0	965	2,1
Oct	113,2	4,5	108,3	3,5	4,6	2,0	3,5	3,0	970	2,8
Nov	113,4	3,5	108,2	2,2	2,8	1,1	1,4	2,9	958	-1,1
Dic	113,4	3,8	108,2	2,6	2,8	1,4	2,0	3,0	928	-2,5
2000 Ene	113,3	3,1	108,4	2,4	3,4	0,9	-0,7	3,8	978	0,8
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	998	4,7
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	978	-1,0

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

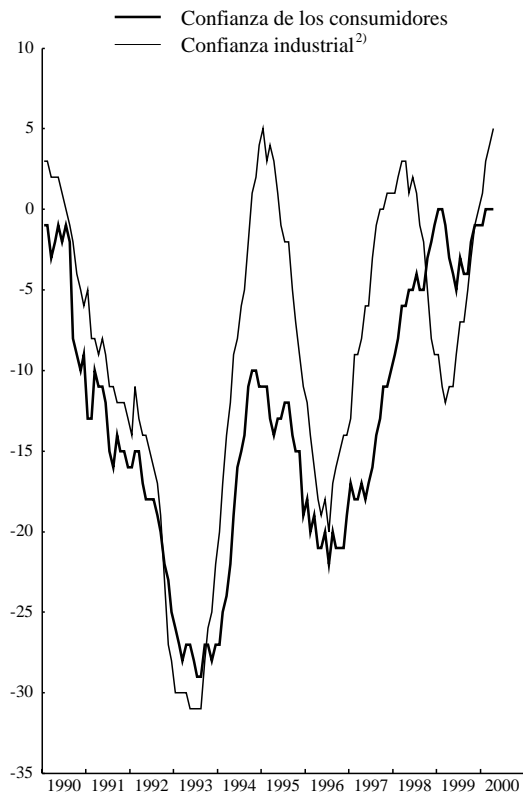
Encuestas empresariales y del consumidor

(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	-14
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	82,9	0	0	0
II	.	.	.	83,5	.	.	.
1999 Abr	-11	2	-20	-	-7	-1	-3
May	-11	3	-22	-	-8	-3	-4
Jun	-9	5	-22	-	-6	-9	-5
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

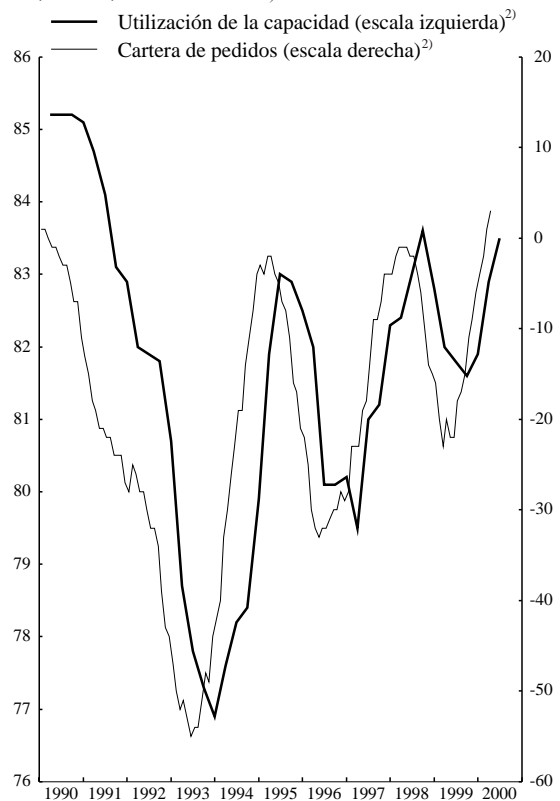
Indicadores de confianza de los consumidores y de la industria

(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 empresariales 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	.	.	.	.	.	14,276	11,3	9,5	23,2
1996	100,3	0,3	0,3	0,5	-1,4	1,4	14,683	11,5	9,8	23,9
1997	100,9	0,6	0,7	0,2	-0,4	1,2	14,788	11,5	9,9	23,2
1998	102,2	1,3	1,4	0,8	1,0	1,8	14,074	10,9	9,4	21,3
1999	103,2	1,4	1,7	-0,1	0,2	2,0	12,990	10,0	8,7	19,0
1999 I	102,7	1,5	1,7	0,6	0,8	2,2	13,366	10,3	8,9	20,0
II	103,1	1,5	1,8	0,0	0,1	2,1	13,079	10,0	8,8	19,2
III	103,3	1,3	1,7	-0,6	0,0	1,9	12,906	9,9	8,7	18,8
IV	103,6	1,3	1,6	-0,4	0,0	1,8	12,607	9,7	8,5	18,1
2000 I	-	-	-	-	-	-	12,331	9,5	8,3	17,8
1999 Mar	-	-	-	-	-	-	13,248	10,2	8,9	19,7
Abr	-	-	-	-	-	-	13,145	10,1	8,8	19,4
May	-	-	-	-	-	-	13,072	10,0	8,8	19,1
Jun	-	-	-	-	-	-	13,019	10,0	8,7	19,0
Jul	-	-	-	-	-	-	12,977	9,9	8,7	19,0
Ago	-	-	-	-	-	-	12,921	9,9	8,7	18,9
Sep	-	-	-	-	-	-	12,820	9,8	8,6	18,6
Oct	-	-	-	-	-	-	12,671	9,7	8,5	18,3
Nov	-	-	-	-	-	-	12,619	9,7	8,5	18,2
Dic	-	-	-	-	-	-	12,531	9,6	8,5	18,0
2000 Ene	-	-	-	-	-	-	12,427	9,5	8,4	17,9
Feb	-	-	-	-	-	-	12,353	9,5	8,3	17,9
Mar	-	-	-	-	-	-	12,213	9,4	8,3	17,6

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	Saldos y salarios		Otros		Industria		Servicios
					Total	Total	Total	Total			
11	12	13	14	15	16	17	18	19			
1995	1,5	3,4	1,9	-	-	-	-	-	-	3,9	
1996	2,0	3,1	1,2	3,4	3,1	4,5	3,6	3,9	3,7	3,7	
1997	0,7	2,4	1,7	2,5	2,4	2,8	2,3	2,6	2,6	2,6	
1998	0,0	1,4	1,4	1,7	1,8	1,3	1,8	1,2	2,9	2,9	
1999	1,1	1,9	0,8	2,1	2,2	1,6	2,1	1,7	2,4	2,4	
1997 IV	0,0	2,0	2,1	2,4	2,3	2,5	2,4	2,1	2,6	2,6	
1998 I	-1,5	1,2	2,7	1,7	1,9	1,1	1,5	1,3	2,4	2,4	
II	-0,1	1,3	1,3	1,8	1,9	1,3	2,0	1,3	3,2	3,2	
III	0,3	1,3	0,9	1,6	1,6	1,6	1,9	1,1	3,0	3,0	
IV	0,7	1,2	0,4	1,8	1,8	1,4	2,0	1,2	3,2	3,2	
1999 I	1,6	1,7	0,1	1,9	2,0	1,6	2,1	1,3	2,8	2,8	
II	1,6	2,1	0,5	1,9	2,1	1,5	1,9	1,8	2,5	2,5	
III	0,8	2,0	1,1	2,2	2,3	1,7	2,2	1,8	2,2	2,2	
IV	0,4	2,1	1,7	2,2	2,4	1,7	2,2	1,7	1,9	1,9	

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	Adquisición neta de activos financieros			Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones		Acciones	Reservas técnicas de seguro
					Sociedades no financieras	Valores a largo plazo	Valores a largo plazo					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
1991	22,0	23,0	-1,3	19,1	14,3	16,6	3,9	3,0	2,5	1,7	2,5	
1992	20,9	22,2	-1,0	18,4	13,7	13,9	4,4	1,7	0,5	1,5	2,6	
1993	20,0	20,2	0,5	16,6	12,3	13,1	5,4	0,5	1,0	0,8	2,9	
1994	20,4	19,8	0,3	16,5	12,3	13,6	3,3	2,2	2,4	1,7	2,9	
1995	21,5	20,2	0,5	16,9	12,7	13,4	4,5	2,0	1,8	1,4	3,4	
1996	21,0	19,9	0,9	16,7	12,3	12,0	4,0	0,1	1,2	1,2	3,6	
1997	21,7	19,4	1,5	16,3	12,1	12,8	2,3	-0,8	-0,3	1,4	3,9	
1998	22,0	19,4	1,1	16,3	12,1	13,9	2,2	-1,9	-1,1	2,3	3,1	

	Financiación de los sectores privados no financieros ^{1) 2)}								Transacciones 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		Acciones	Préstamos				
				Valores a largo plazo	Préstamos a largo plazo						
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1991	21,0	12,1	13,2	0,4	0,4	1,6	9,1	5,0	3,4	46,5	38,6
1992	20,7	12,1	10,3	0,7	0,6	1,4	6,8	4,7	3,6	43,0	33,2
1993	20,4	11,5	7,6	1,3	1,4	1,6	3,6	4,3	5,5	44,1	27,1
1994	20,4	10,6	9,5	1,0	1,1	1,8	3,6	3,5	4,1	45,2	31,8
1995	21,2	10,8	7,1	-1,8	-1,8	1,4	5,4	3,6	6,3	44,2	25,1
1996	20,4	10,7	8,2	0,2	0,0	1,7	5,4	4,4	3,8	41,8	28,7
1997	19,8	9,4	9,4	0,1	0,0	1,5	6,6	4,8	3,4	44,0	32,2
1998	18,9	8,8	12,0	0,5	0,2	2,6	7,6	5,6	1,9	46,0	38,8

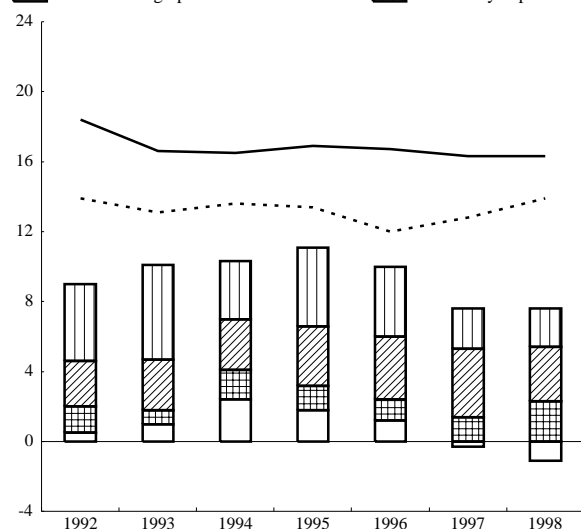
Inversión y financiación de los sectores privados no financieros^{1) 2)}

(en porcentaje del PIB)

Inversión

— Formación bruta de capital fijo
 - - - Adquisición neta de activos financieros
 □ Valores a largo plazo

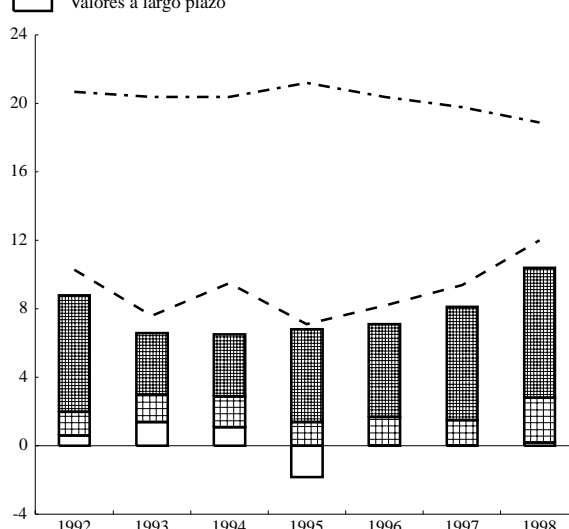
▨ Acciones
 ▩ Reservas técnicas de seguro
 ▧ Efectivo y depósitos



Financiación

- - - Ahorro bruto
 - - - Contracción neta de pasivos
 □ Valores a largo plazo

▨ Acciones
 ▩ Préstamos



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	48,0	12,9	14,4	16,5	2,4	0,6	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	56,9	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

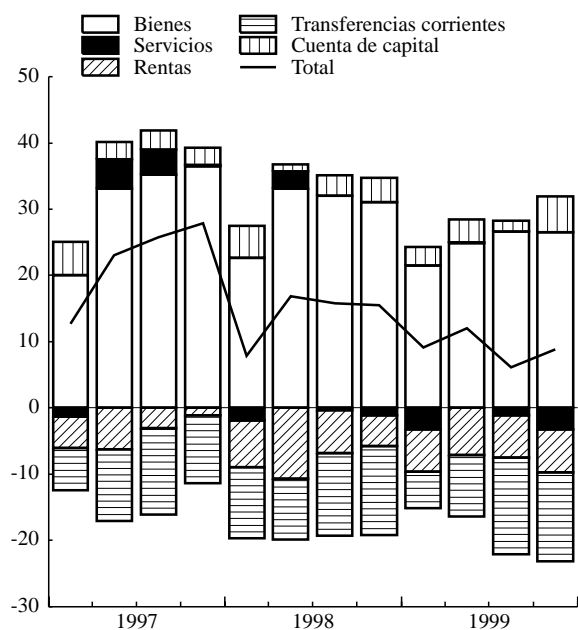
Resumen de la balanza de pagos^{1) 2)}

[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
1998 IV	11,8	31,0	-1,2	-4,6	-13,4	3,7	-36,2	-56,5	-39,7	-5,3	58,7	6,7	20,7
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
1998 Dic	5,3	10,3	0,1	-1,1	-3,9	2,0	-33,8	-3,2	-12,0	-0,1	-33,9	15,4	26,4
1999 Ene	-2,4	4,8	-2,9	-2,3	-2,0	2,7	0,4	-4,7	8,8	-1,9	0,3	-2,1	-0,7
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

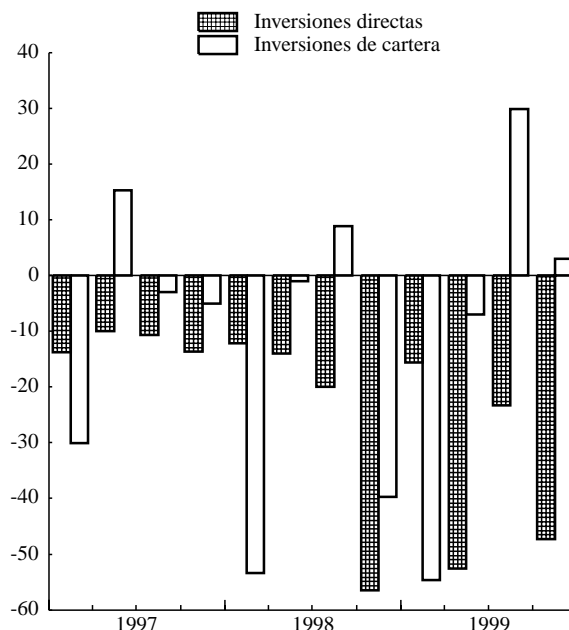
Cuenta corriente y cuenta de capital

[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 11	Pagos 12
	Ingresos 1	Pagos 2	Ingresos 3	Pagos 4	Ingresos 5	Pagos 6	Ingresos 7	Pagos 8	Ingresos 9	Pagos 10		
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
1998 IV	316,6	304,8	195,7	164,7	58,1	59,3	50,3	54,9	12,4	25,9	5,2	1,6
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
1998 Dic	109,4	104,1	64,3	54,0	20,8	20,8	19,3	20,4	5,0	9,0	2,7	0,6
1999 Ene	95,4	97,7	53,5	48,7	14,9	17,8	14,8	17,0	12,3	14,3	3,1	0,4
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

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							
	Ingresos 1	Pagos 2	Ingresos 3	Pagos 4	Total		Inversiones directas		Inversiones de cartera		Otras inversiones	
					Ingresos 5	Pagos 6	Ingresos 7	Pagos 8	Ingresos 9	Pagos 10	Ingresos 11	Pagos 12
1999	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					
	Ingresos 13	Pagos 14	Ingresos 15	Pagos 16	Ingresos 17	Pagos 18	Total		Bonos y obligaciones		Instrumentos del mercado monetario	
							Ingresos 19	Pagos 20	Ingresos 21	Pagos 22	Ingresos 23	Pagos 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⁾²⁾

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

1. Inversiones directas; inversiones de cartera por instrumentos

	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
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	
1998 IV	-70,0	13,5	-61,4	21,7	-20,1	41,6	-41,2	-29,2	-12,0	-19,9	-18,0	-1,9	
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	
1998 Dic	-14,2	11,0	-19,8	7,7	-8,1	7,1	-11,7	-8,8	-2,9	0,6	7,5	-6,9	
1999 Ene	-11,8	7,1	-19,1	27,9	-6,4	9,5	-12,7	-9,3	-3,4	18,4	15,7	2,7	
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	

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
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 reserva¹⁾

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

1. Otras inversiones clasificadas por sectores²⁾

	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
1998 IV	59,1	-0,4	-0,5	2,9	3,0	-2,5	53,7	-4,1	-3,7	14,2	57,4	-18,3	2,9	3,2
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
1998 Dic	49,0	-82,8	-0,4	5,2	1,9	-4,9	38,6	-82,4	-1,6	9,6	40,3	-92,0	8,9	-0,7
1999 Ene	-64,7	65,1	8,4	0,0	0,0	-4,8	-65,0	65,2	-6,2	3,4	-58,8	61,7	-8,2	4,6
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

2. Otras inversiones clasificadas por sectores e instrumentos

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 periodo]

	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/eféc- tivo y depó- sitos	Otros activos/ pasivos	
	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:
	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
		En onzas troy de fino (millones)	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	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	372,5	116,4	402,754	4,5	24,2	225,2	-	-	-	-	-	0,0	2,0	14,4
2000 Ene ³⁾	381,5	116,2	401,635	4,3	24,4	231,4	-	-	-	-	-	0,2	1,9	14,7
Feb ³⁾	383,8	121,1	400,499	4,4	23,9	231,9	-	-	-	-	-	0,2	2,0	16,1
Mar	384,1	116,0	400,499	4,4	24,8	238,9	-	-	-	-	-	0,2	1,2	17,0

3. Reservas y otros activos del Banco Central Europeo⁴⁾

(mm de euros; saldos a fin de periodo)

	Activos de reserva													Pro memoria:
	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
		En onzas troy de fino (millones)	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	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

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			
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	828,4	55,6	16,3	13,4	113,7	223,4	382,9	23,1	133,1	121,9	109,2
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	51,0	86,6	5,7	120,7	112,5	107,3
II	202,9	13,4	4,0	3,1	27,9	54,8	93,9	5,8	130,4	119,7	108,9
III	209,2	13,8	4,1	3,8	29,6	56,5	95,4	6,0	134,4	122,8	109,5
IV	228,4	16,0	4,5	3,9	30,4	61,0	107,0	5,6	146,8	132,4	110,9
1998 Ene	58,6	4,3	1,3	1,2	8,4	16,3	26,0	1,2	112,9	104,8	107,7
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	105,3	98,6	106,8
Feb	60,2	4,0	1,2	0,8	8,2	16,5	27,4	2,1	116,0	108,5	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	65,8	4,3	1,3	1,0	9,1	17,7	30,6	1,7	126,9	116,6	108,9
May	63,7	4,5	1,3	1,0	9,0	17,3	28,8	1,8	122,7	113,1	108,5
Jun	73,3	4,6	1,3	1,1	9,8	19,8	34,4	2,2	141,4	129,4	109,3
Jul	76,2	4,6	1,4	1,2	10,3	20,8	35,7	2,4	147,0	132,8	110,7
Ago	61,0	4,2	1,3	1,1	9,2	16,0	27,4	1,8	117,5	106,8	110,0
Sep	72,0	5,1	1,4	1,5	10,1	19,7	32,4	1,9	138,8	128,5	108,0
Oct	76,4	5,2	1,5	1,3	10,1	20,6	35,7	2,0	147,4	134,0	110,0
Nov	76,4	5,3	1,5	1,2	10,6	20,5	35,5	1,9	147,3	133,5	110,3
Dic	75,6	5,6	1,6	1,4	9,7	19,9	35,8	1,6	145,7	129,6	112,4
2000 Ene	65,8	3,5	1,4	1,5	9,2	17,5	30,3	2,5	126,9	.	.
Feb	74,0	.	.	.	.	.	.	.	142,7	.	.

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
	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	771,7	51,0	38,7	77,3	70,8	208,3	302,0	23,5	137,1	129,0	106,3
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	177,2	12,0	9,1	13,4	17,0	49,8	70,5	5,5	126,0	127,5	98,8
II	188,1	12,6	10,0	16,8	17,6	50,4	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	214,0	13,8	10,2	25,9	19,1	54,2	84,2	6,6	152,1	135,0	112,7
1998 Ene	57,7	4,5	3,5	5,7	5,6	16,6	20,4	1,4	123,0	114,3	107,6
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	54,5	3,7	2,9	4,5	5,1	15,3	21,2	1,7	116,2	118,6	98,0
Feb	55,8	3,7	2,9	4,1	5,5	16,0	21,8	1,9	119,1	121,1	98,3
Mar	66,9	4,5	3,3	4,9	6,4	18,4	27,5	1,9	142,6	142,9	99,8
Abr	61,0	4,1	3,3	5,6	5,7	15,9	24,5	1,9	130,2	127,1	102,4
May	62,1	4,2	3,3	5,7	5,7	16,4	24,9	1,8	132,4	126,5	104,6
Jun	65,0	4,4	3,5	5,4	6,1	18,0	25,5	2,0	138,6	132,5	104,6
Jul	64,1	4,3	3,3	6,7	5,7	18,3	23,9	1,9	136,6	126,6	107,9
Ago	57,9	4,0	2,6	7,0	5,2	16,2	21,3	1,7	123,5	112,3	110,0
Sep	70,4	4,4	3,4	7,6	6,3	19,4	27,2	2,1	150,2	136,3	110,2
Oct	69,0	4,4	3,3	7,7	6,3	18,0	26,9	2,3	147,1	131,8	111,6
Nov	72,8	4,7	3,5	8,4	6,6	18,5	28,9	2,2	155,3	139,2	111,6
Dic	72,2	4,7	3,4	9,7	6,1	17,8	28,4	2,1	153,9	133,7	115,1
2000 Ene	70,4	4,1	3,5	10,4	5,8	18,4	25,9	2,3	150,0	.	.
Feb	73,7	.	.	.	.	.	.	.	157,2	.	.

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	56,6	4,6	-22,4	-63,9	42,9	15,0	80,9	-0,5
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	10,7	0,4	-5,3	-10,8	8,9	1,2	16,1	0,2
II	14,8	0,8	-6,1	-13,7	10,3	4,5	19,0	0,0
III	16,8	1,2	-5,3	-17,4	12,5	2,5	23,0	0,3
IV	14,4	2,2	-5,7	-21,9	11,3	6,8	22,7	-1,0
1998 Ene	0,9	-0,2	-2,2	-4,6	2,8	-0,3	5,6	-0,2
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	0,1	0,0	-1,8	-3,7	2,7	-0,7	3,8	-0,2
Feb	4,3	0,2	-1,7	-3,2	2,8	0,5	5,6	0,2
Mar	6,2	0,1	-1,8	-3,9	3,4	1,4	6,8	0,2
Abr	4,8	0,2	-1,9	-4,6	3,4	1,8	6,2	-0,2
May	1,6	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	8,9	0,2
Jul	12,2	0,3	-2,0	-5,5	4,7	2,5	11,7	0,5
Ago	3,0	0,3	-1,3	-5,8	4,0	-0,2	6,1	0,1
Sep	1,6	0,7	-2,0	-6,1	3,8	0,3	5,1	-0,2
Oct	7,5	0,7	-1,8	-6,4	3,8	2,7	8,8	-0,2
Nov	3,6	0,6	-2,1	-7,2	4,0	2,0	6,5	-0,3
Dic	3,4	0,9	-1,8	-8,3	3,6	2,1	7,4	-0,5
2000 Ene	-4,5	-0,6	-2,1	-9,0	3,4	-0,9	4,4	0,2
Feb	0,3	.	.	.	.	.	.	.

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	108,1	114,2	95,4	106,1	1,270	138,1	1,568	0,814
1997	99,1	99,4	99,5	102,2	90,4	96,7	1,134	137,1	1,644	0,692
1998	101,5	101,3	101,8	99,8	96,6	99,3	1,121	146,4	1,622	0,676
1999	95,7	95,7	95,8	95,9	96,6	95,9	1,066	121,3	1,600	0,659
1999 I	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	1,122	130,7	1,599	0,687
II	96,1	96,0	96,0	96,2	96,5	96,1	1,057	127,7	1,600	0,658
III	94,6	94,7	94,7	94,5	95,5	94,7	1,049	118,7	1,602	0,655
IV	92,2	92,2	92,5	92,8	94,2	92,7	1,038	108,4	1,600	0,636
2000 I	89,0	89,6	90,1	88,9	91,1	89,5	0,986	105,5	1,607	0,614
1999 Ene	102,0	101,8	101,8	-	101,4	101,3	1,161	131,3	1,605	0,703
Feb	99,9	99,9	99,8	-	100,0	100,0	1,121	130,8	1,598	0,689
Mar	98,3	98,3	98,4	-	98,7	98,7	1,088	130,2	1,595	0,671
Abr	97,1	96,9	97,1	-	97,5	97,2	1,070	128,2	1,602	0,665
May	96,6	96,5	96,5	-	96,9	96,5	1,063	129,7	1,603	0,658
Jun	94,7	94,6	94,3	-	95,1	94,6	1,038	125,3	1,595	0,650
Jul	94,8	95,2	94,9	-	95,0	94,6	1,035	123,7	1,604	0,658
Ago	95,4	95,6	95,5	-	96,3	95,6	1,060	120,1	1,600	0,660
Sep	93,6	93,4	93,6	-	95,2	94,0	1,050	112,4	1,602	0,647
Oct	94,4	94,2	94,4	-	96,3	94,8	1,071	113,5	1,594	0,646
Nov	92,0	92,0	92,4	-	94,0	92,5	1,034	108,2	1,605	0,637
Dic	90,1	90,3	90,6	-	92,2	90,8	1,011	103,7	1,601	0,627
2000 Ene	90,2	90,8	91,2	-	92,4	90,8	1,014	106,5	1,610	0,618
Feb	89,2	89,8	90,2	-	91,2	89,6	0,983	107,6	1,607	0,615
Mar	87,7	88,3	88,8	-	89,7	88,0	0,964	102,6	1,604	0,611
Abr	86,1	86,5	87,6	-	88,4	86,5	0,947	99,9	1,574	0,598
% var. sobre mes anterior ⁴⁾										
2000 Abr	-1,8	-2,0	-1,4	-	-1,4	-1,7	-1,8	-2,6	-1,9	-2,1
% var. sobre año anterior ⁴⁾										
2000 Abr	-11,3	-10,7	-9,8	-	-9,3	-11,1	-11,5	-22,0	-1,7	-10,1

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, la República Checa, Estonia, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, las Filipinas, Polonia, Rumanía, Rusia, Eslovaquia, Eslovenia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos reales se han calculado utilizando deflatores 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 deflatores 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
8,98	7,44	322,7	8,60	1,696	1,770	8,69	1.342,6	1,911	1999 I
8,90	7,43	325,0	8,24	1,557	1,618	8,19	1.258,8	1,810	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
9,08	7,44	323,6	8,65	1,765	1,839	8,99	1.362,4	1,950	1999 Ene
8,91	7,44	322,0	8,65	1,679	1,751	8,68	1.330,2	1,905	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
-1,4	0,0	0,4	0,5	-1,4	0,3	-1,7	-2,3		% var. sobre mes anterior ⁴⁾
								-2,1	2000 Abr
-7,3	0,2	3,0	-2,0	-12,9	-4,8	-11,1	-18,6		% var. sobre año anterior ⁴⁾
								-11,7	2000 Abr

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 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	6,25	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	2,2	5,2	4,6	4,27
1999	2,1	3,0	52,6	4,91	7,44	1,2	3,5	1,6	2,5	5,2	4,2	3,44
1999 I	1,4	-	-	4,22	7,44	1,7	6,2	0,6	-0,6	5,4	4,5	3,65
II	1,8	-	-	4,50	7,43	1,5	3,9	2,2	6,0	5,3	4,9	3,13
III	2,3	-	-	5,35	7,44	1,7	3,1	1,5	-0,3	5,1	3,4	3,19
IV	2,8	-	-	5,57	7,44	0,1	0,9	2,0	5,2	4,9	4,1	3,78
2000 I	2,8	-	-	5,79	7,45	.	.	.	4,2	4,9	2,2	3,95
1999 Oct	2,6	-	-	5,76	7,43	-	-	-	1,8	4,9	2,0	3,69
Nov	2,7	-	-	5,45	7,44	-	-	-	5,4	4,8	6,3	3,85
Dic	3,1	-	-	5,50	7,44	-	-	-	8,4	4,9	4,1	3,80
2000 Ene	2,8	-	-	5,87	7,44	-	-	-	5,5	5,0	0,8	3,72
Feb	2,8	-	-	5,85	7,45	-	-	-	4,5	4,8	2,1	3,93
Mar	3,0	-	-	5,65	7,45	-	-	-	2,7	4,8	3,9	4,18
Abr	.	-	-	5,56	7,45	-	-	-	.	.	.	4,32
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	.	2,5	.	0,5	.	7,6	10,08
1999 I	3,1	-	-	6,08	322,7	-	-	-	-0,8	.	10,4	10,56
II	2,0	-	-	5,87	325,0	-	-	-	0,5	.	7,3	9,80
III	1,4	-	-	6,56	326,1	-	-	-	1,5	.	6,8	9,86
IV	2,0	-	-	6,68	329,2	-	-	-	0,6	.	6,3	10,13
2000 I	2,6	-	-	6,44	332,7	-	-	-	.	.	3,2	8,71
1999 Oct	1,7	-	-	7,03	329,2	-	-	-	1,9	.	5,3	10,11
Nov	2,0	-	-	6,61	328,7	-	-	-	-1,8	.	8,0	10,71
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
Feb	2,6	-	-	6,48	333,2	-	-	-	.	.	4,7	8,51
Mar	2,8	-	-	6,24	333,9	-	-	-	.	.	-1,0	8,69
Abr	.	-	-	6,09	335,2	-	-	-	.	.	.	8,48
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	1,8	3,0	4,2	8,3	3,5	4,36
1999	0,6	1,9	65,5	4,98	8,81	1,6	.	3,8	1,1	7,2	6,8	3,32
1999 I	0,2	-	-	4,21	8,98	2,1	0,4	3,9	0,7	7,7	5,4	3,31
II	0,3	-	-	4,54	8,90	0,9	0,1	3,7	0,9	7,2	6,5	3,07
III	0,7	-	-	5,48	8,71	2,8	0,0	3,8	-0,7	7,1	6,1	3,22
IV	1,0	-	-	5,69	8,65	0,9	.	3,8	3,1	6,8	9,1	3,69
2000 I	1,2	-	-	5,79	8,50	.	.	.	.	6,5	.	3,99
1999 Oct	1,0	-	-	5,92	8,73	-	-	-	4,2	6,7	10,0	3,74
Nov	0,8	-	-	5,56	8,63	-	-	-	4,1	6,8	7,4	3,72
Dic	1,2	-	-	5,59	8,59	-	-	-	1,1	6,8	9,9	3,63
2000 Ene	1,0	-	-	5,95	8,60	-	-	-	5,6	6,6	8,6	3,70
Feb	1,4	-	-	5,90	8,51	-	-	-	5,9	6,6	9,1	4,10
Mar	1,4	-	-	5,51	8,39	-	-	-	.	6,5	.	4,16
Abr	.	-	-	5,42	8,27	-	-	-	.	.	.	4,14
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	3,8	2,2	0,3	6,3	9,7	7,42
1999	1,3	1,2	46,0	5,01	0,659	-1,3	.	2,1	0,1	6,1	5,2	5,54
1999 I	1,6	3,9	46,6	4,39	0,687	-2,0	4,3	1,5	-1,6	6,2	7,4	5,61
II	1,4	-2,4	46,7	4,82	0,658	-0,9	4,0	1,6	-1,8	6,1	6,7	5,30
III	1,2	1,5	45,8	5,39	0,655	-1,8	3,4	2,2	1,3	6,0	3,5	5,28
IV	1,2	1,5	45,6	5,46	0,636	-0,7	.	3,0	2,4	5,9	3,4	5,98
2000 I	0,8	6,2	43,4	5,60	0,614	.	.	.	.	.	.	6,20
1999 Oct	1,2	9,6	44,6	5,78	0,646	-	-	-	1,2	6,0	3,1	6,02
Nov	1,3	-3,1	44,7	5,23	0,637	-	-	-	2,5	5,9	3,3	5,87
Dic	1,2	-2,0	45,6	5,36	0,627	-	-	-	3,8	6,0	3,9	6,06
2000 Ene	0,8	17,2	43,7	5,83	0,618	-	-	-	-1,7	5,9	2,9	6,14
Feb	1,0	0,9	43,2	5,63	0,615	-	-	-	-1,1	.	2,8	6,24
Mar	0,7	0,9	43,6	5,34	0,611	-	-	-	.	.	.	6,23
Abr	.	.	.	5,30	0,598	-	-	-	.	.	.	6,30

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.

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

5) Manufacturas; ajustado por días laborables.

6) 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

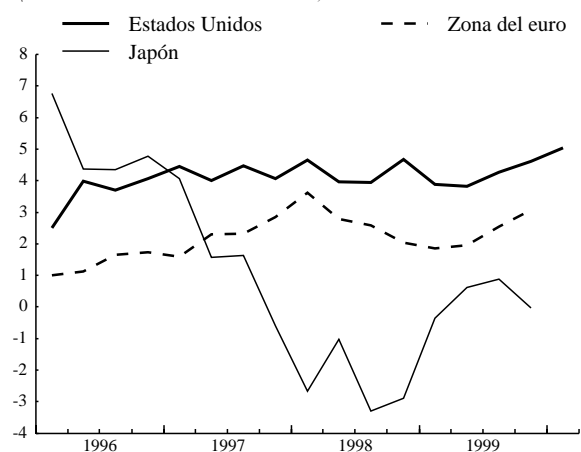
Evolución económica y financiera

(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
1998 IV	1,5	-0,8	4,7	3,7	4,4	8,5	5,27	4,72	1,177	0,7	53,5
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	5,0	5,7	4,1	5,6	6,11	6,48	0,986	.	.
1999 Nov	2,6	-	-	4,8	4,1	5,9	6,10	6,03	1,034	-	-
Dic	2,7	-	-	5,2	4,1	5,8	6,13	6,26	1,011	-	-
2000 Ene	2,7	-	-	5,9	4,0	5,7	6,04	6,66	1,014	-	-
Feb	3,2	-	-	5,5	4,1	5,4	6,10	6,52	0,983	-	-
Mar	3,7	-	-	5,7	4,1	5,8	6,20	6,26	0,964	-	-
Abr	.	-	-	.	3,9	.	6,31	6,00	0,947	-	-
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	-2,1	0,3	0,4	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-10,4	-
1998 IV	0,5	5,1	-2,9	-6,8	4,4	4,5	0,43	1,03	140,6	-	-
1999 I	-0,1	3,5	-0,4	-4,2	4,6	4,0	0,36	1,97	130,7	-	-
II	-0,3	-1,2	0,6	-1,0	4,7	4,1	0,12	1,53	127,7	-	-
III	0,0	-4,6	0,9	2,6	4,7	3,6	0,10	1,78	118,7	-	-
IV	-1,0	-5,7	0,0	4,4	4,6	3,0	0,29	1,77	108,4	-	-
2000 I	-0,7	.	.	6,5	4,8	2,2	0,14	1,79	105,5	-	-
1999 Nov	-1,2	-7,4	-	6,7	4,6	2,9	0,30	1,81	108,2	-	-
Dic	-1,1	-6,4	-	5,3	4,7	2,6	0,33	1,73	103,7	-	-
2000 Ene	-0,9	-6,9	-	6,4	4,7	2,6	0,15	1,71	106,5	-	-
Feb	-0,6	.	-	8,7	4,9	2,1	0,13	1,83	107,6	-	-
Mar	-0,5	.	-	4,8	4,9	1,9	0,14	1,81	102,6	-	-
Abr	.	.	-	.	.	.	0,12	1,75	99,9	-	-

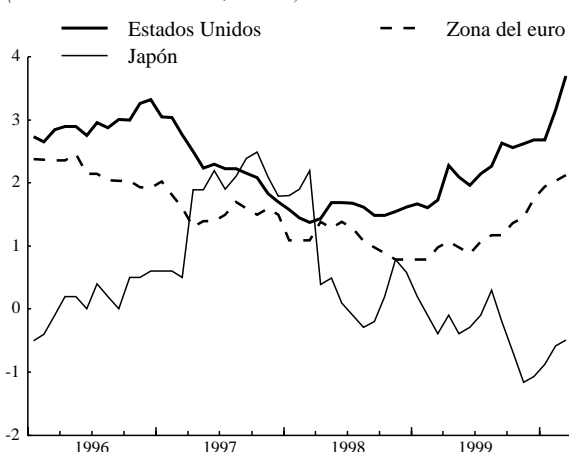
Producto interior bruto a precios constantes

(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

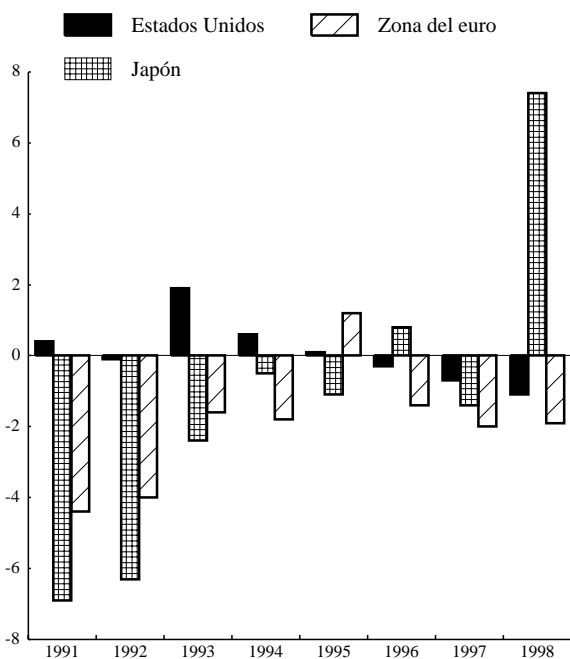
Ahorro, inversión y financiación

(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	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisición neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contracción neta de pasivos	Valores, incluidas acciones	Gasto de capital	Adquisición neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contracción 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	8,7	8,3	4,8	8,7	5,1	1,1	11,8	5,2	12,9	4,9
1997	18,3	19,8	-1,5	9,1	8,3	3,5	8,8	4,2	2,1	11,6	3,9	12,5	4,5
1998	18,8	20,5	-2,3	9,5	8,7	3,0	8,7	4,0	1,6	12,1	5,2	12,1	5,7
1999	18,7	20,8	-3,4	9,6	9,1	6,6	8,7	7,6	3,3	12,6	5,5	11,4	7,0
1998 I	18,9	20,6	-1,8	9,8	8,6	4,1	8,8	5,8	3,2	11,9	3,7	12,3	5,8
II	18,6	20,3	-2,2	9,3	8,7	3,3	8,7	4,0	3,8	12,1	8,0	12,1	5,6
III	18,9	20,6	-2,6	9,4	8,5	3,8	8,7	4,0	0,5	12,0	4,3	12,0	5,3
IV	18,8	20,7	-2,6	9,5	8,9	0,8	8,6	2,4	-1,1	12,3	4,6	12,2	6,0
1999 I	19,0	20,8	-2,8	9,4	8,9	7,4	8,7	8,1	6,0	12,5	3,4	11,8	6,6
II	18,7	20,5	-3,3	9,6	9,4	6,1	8,7	7,1	-0,3	12,8	6,6	11,6	6,8
III	18,7	20,8	-3,6	9,6	9,2	6,6	8,6	7,6	3,3	12,6	4,6	11,1	6,7
IV	18,5	20,9	-3,8	9,8	9,1	6,4	8,8	7,6	3,9	12,6	7,1	10,9	7,3
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	-7,2	15,1	-8,8	-1,3	5,0	5,9	13,7	-0,2
1999	.	28,1	.	.	.	3,5	.	-4,3	1,6	.	5,4	.	1,9
1998 I	33,2	28,4	2,4	.	.	-7,1	.	-14,0	0,0	.	-4,5	.	4,6
II	.	24,8	.	.	.	-33,5	.	-13,8	0,4	.	11,7	.	-7,0
III	.	26,9	.	.	.	2,6	.	-1,9	1,5	.	3,9	.	1,6
IV	.	26,9	.	.	.	7,3	.	-5,8	-6,5	.	12,0	.	-0,2
1999 I	.	26,9	.	.	.	4,4	.	-19,6	-4,8	.	-3,6	.	16,0
II	.	24,2	.	.	.	-18,7	.	-14,5	2,0	.	9,2	.	-7,9
III	.	26,4	.	.	.	8,5	.	-2,6	1,4	.	5,1	.	3,4
IV	.	27,0	.	.	.	18,2	.	17,6	7,3	.	10,4	.	-3,7

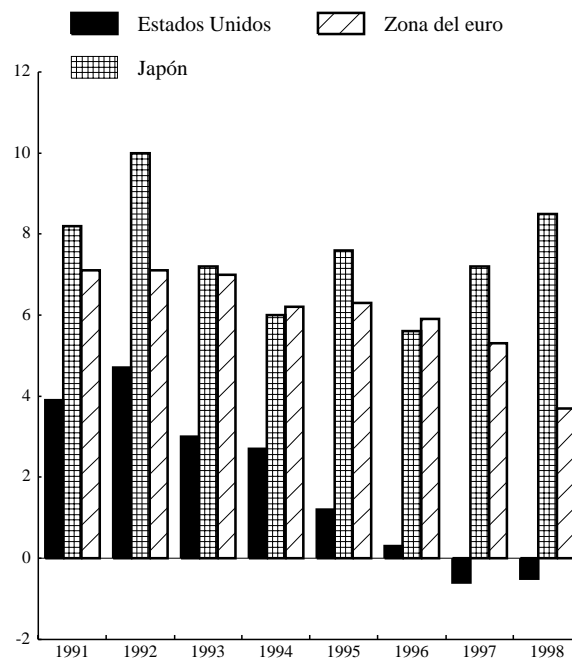
Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(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.

Notas técnicas

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 2.6 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), al elaborar las estadísticas referidas a la zona del euro.

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 10 de mayo de 2000.

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden revisarse. Pueden producirse discrepancias entre los totales y sus componentes debidas a 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. 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 (nuevo en esta edición del *Boletín mensual del BCE*) se recoge un análisis trimestral de los depósitos mantenidos por residentes en la zona del euro con IFM. En el cuadro 2.7 (también nuevo) 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 (anteriormente cuadro 2.6) 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) se detallan las definiciones de sectores. El manual *Money and Banking Statistics Compilation Guide* (IME, abril 1998)² explica las

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.

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) y a las emisiones brutas (columnas 5, 13 y 17) 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 com-

parables. 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 de 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 de 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 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 Ba-*

lanza 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 valor, 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. Este importe tiene en cuenta las necesidades esperadas de liquidez del sistema bancario de la zona del euro durante la primera mitad 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.

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.

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.
-

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.

«Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper», 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.

