



BANCO CENTRAL EUROPEO

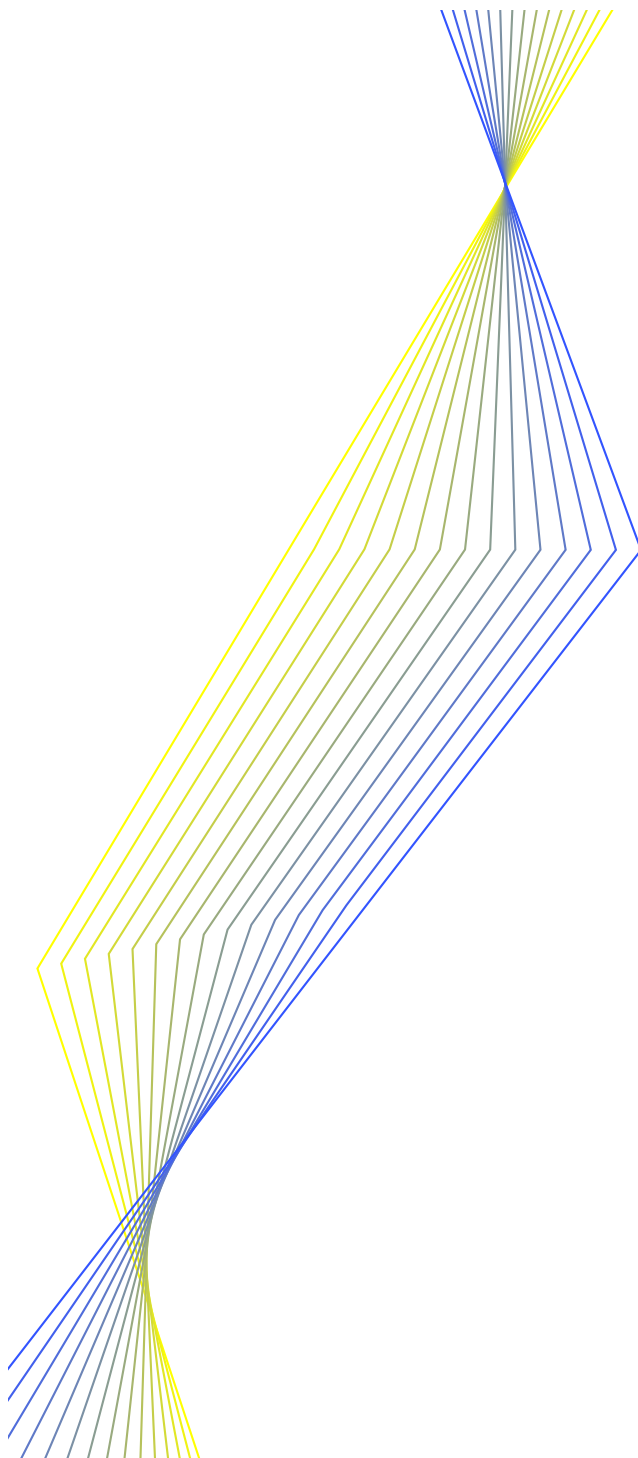
ECB EZB EKT BCE EKP

B O L E T Í N
M E N S U A L

Enero 2000



BANCO CENTRAL EUROPEO



**B O L E T Í N
M E N S U A L**

Enero 2000

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 4 de enero 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	21
Producto, demanda y mercado de trabajo	24
Evolución de los tipos de cambio y la balanza de pagos	31
La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera	35
Las reservas exteriores y las operaciones del Eurosistema	53
Estadísticas de la zona del euro	I*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	53*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	59*

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	Cuarto manual de Balanza de Pagos
MBP5	Quinto 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 listan en este Boletín usando el orden alfabético de los mismos en las respectivas lenguas nacionales.

Editorial

En sus reuniones de 15 de diciembre de 1999 y 5 de enero de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE, tras examinar cuidadosamente la evolución monetaria y económica, así como sus implicaciones para los riesgos relativos a la estabilidad de precios en el futuro, decidió mantener sin variación los tipos de interés de los instrumentos de política monetaria del Eurosistema. El tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación se mantuvo, por tanto, en el 3%, mientras que los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron invariantes en el 4% y el 2%, respectivamente. Asimismo, en su reunión de 5 de enero, el Consejo de Gobierno advirtió que la transición al año 2000 de los mercados financieros de la zona del euro se había producido sin incidentes. Este resultado es consecuencia tanto de la oportuna preparación de los sectores bancario y financiero como de las medidas de precaución adoptadas por el Eurosistema, entre ellas la inyección de abundante liquidez al mercado monetario durante el período próximo al cambio de siglo. El 3 de enero de 2000, fecha de reapertura de los mercados financieros, habían desaparecido las primas de riesgo derivadas de la inquietud de los mercados por la transición al año 2000, que habían afectado a los tipos de interés en los últimos meses.

Los datos monetarios correspondientes a noviembre de 1999 indicaron que el crecimiento de M3 había mantenido una continua tendencia al alza desde el inicio de ese año. La última media de tres meses del crecimiento interanual de M3 (correspondiente al período comprendido entre septiembre y noviembre de 1999) se situó en el 6%, nivel ligeramente superior a la cifra (revisada) del 5,9% registrada en el anterior período de tres meses que finalizó en octubre de 1999. Por consiguiente, el crecimiento de M3 se mantuvo en casi 1,5 puntos porcentuales por encima del valor de referencia fijado en el 4,5%. Los componentes más líquidos de M3 continuaron creciendo a un ritmo relativamente rápido en términos interanuales, aunque inferior al observado en meses anteriores. Este dato, sumado a la continua y rápida expansión del crédito concedido al sector privado (con una tasa de crecimiento de alrededor

del 10%), muestra que las condiciones de liquidez siguieron siendo bastante generosas en la zona del euro.

En los mercados financieros, los tipos de interés a largo plazo aumentaron en casi 40 puntos básicos entre finales de noviembre de 1999 y el 4 de enero de 2000, en parte por paralelismo con la evolución de los rendimientos de los bonos en Estados Unidos, pero también por reacción a las noticias favorables sobre la actividad económica de la zona del euro que confirmaban un panorama de recuperación sostenida de la economía. Asimismo, la fuerte subida de las cotizaciones bursátiles en el último trimestre de 1999, si bien se invirtió en parte a comienzos de enero de 2000, apunta a una mejora de las expectativas en relación con la actividad económica en la zona del euro.

El crecimiento del PIB real sigue acelerándose a escala mundial. En fecha reciente se han revisado al alza las previsiones de crecimiento de la producción y del comercio mundiales. Fuera de la zona del euro, esta revisión refleja no solo el continuo y sólido crecimiento de la economía estadounidense, sino también el repunte generalizado del crecimiento de la producción que se prevé para otros países industrializados, así como la intensa recuperación de las economías emergentes de Asia. Sin embargo, las últimas señales sobre el ritmo de recuperación de la economía japonesa son más contradictorias.

Las últimas noticias sobre la actividad económica de la zona del euro han contribuido también a mejorar las perspectivas de la economía mundial. Las estimaciones de Eurostat para el crecimiento del PIB real en la zona del euro señalan que la actividad económica se aceleró considerablemente durante el tercer trimestre de 1999. Los resultados de las encuestas realizadas en el sector industrial apuntan a que el sólido crecimiento de la producción prosiguió, asimismo, durante el último trimestre de 1999. En general, los indicadores disponibles apuntan a una mejora del clima empresarial. Además, el elevado nivel de confianza de los consumidores permite esperar un crecimiento sostenido del consumo privado, que debería beneficiarse adicionalmente del constante aumento de las cifras de empleo.

La tasa de inflación interanual medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) registró en noviembre de 1999 una subida de 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,6%. Un factor que ha contribuido a generar este resultado es el incremento adicional de la tasa interanual de variación del componente energético del IAPC. La evolución global del IAPC también se vio influida en noviembre por el incremento de la tasa de variación de los precios de los servicios, que, sin embargo, podría revestir solo carácter transitorio. La tasa interanual de variación del IAPC, excluidos la energía y los alimentos estacionales, aumentó ligeramente durante el mes de noviembre, hasta alcanzar el 1%.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro apenas experimentó variación durante el mes de diciembre de 1999 y aumentó ligeramente a comienzos de enero de 2000. La pasada depreciación de dicho tipo de cambio y la subida de los precios del petróleo durante 1999 encarecieron el coste de las importaciones para la zona del euro, lo que motivó, entre otras consecuencias, la aparición de presiones alcistas a corto plazo sobre el componente energético del IAPC y, posiblemente, sobre los precios de los bienes intermedios. La trayectoria seguida últimamente por el tipo de cambio y los precios del petróleo provocará, por su parte, algunas fluctuaciones en la serie de la tasa interanual de inflación del IAPC durante el año 2000, debido, en parte, a los efectos de base. Partiendo del supuesto de que en el próximo período estos factores dejen de presionar adicionalmente al alza sobre los precios de consumo, cabe esperar que la tasa de crecimiento interanual del IAPC alcance su máximo nivel a comienzos de 2000 y disminuya posteriormente. Por consiguiente, una subida de la tasa de crecimiento interanual del IAPC en los próximos meses impulsada exclusivamente por estas

tendencias no debería generar inquietudes acerca de un aumento de la inflación de carácter más permanente. Los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo dependen sobre todo de cómo reaccionen los salarios a esta evolución a corto plazo de los precios de consumo.

En términos generales, los últimos datos aparecidos confirman la valoración realizada anteriormente por el Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de evolución de los precios y los riesgos que amenazan su estabilidad. Los datos monetarios aparecidos hasta noviembre de 1999 muestran que las condiciones de liquidez siguen siendo generosas. La subida de los precios del petróleo y la depreciación del tipo de cambio del euro registradas a lo largo de 1999 afectarán a las perspectivas de evolución de los precios a corto plazo. Por lo que se refiere a las perspectivas sobre la estabilidad de los precios a medio plazo, resulta esencial que este aumento a corto plazo de los precios de consumo no se traduzca en presiones inflacionistas generalizadas y, en particular, que no desencadene efectos secundarios, como unas excesivas reivindicaciones salariales. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE mantiene una actitud de confianza y, al mismo tiempo, vigilante.

La presente edición del *Boletín mensual del BCE* incluye dos artículos. El primero, titulado «La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera», pasa revista a las características estructurales clave de la economía de la zona del euro un año después del inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, centrándose particularmente en las modificaciones que registró la estructura financiera de la zona del euro durante 1999. El segundo artículo ofrece información sobre las reservas de divisas y las operaciones de moneda extranjera del Eurosistema.

Evolución económica de la zona del euro

I Evolución monetaria y financiera

Decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE

En las reuniones celebradas el 15 de diciembre de 1999 y el 5 de enero de 2000, el Consejo de Gobierno confirmó los niveles vigentes de los tipos de interés del BCE. Por lo tanto, el tipo aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvo en el 3% y los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron en el 4% y en el 2%, respectivamente (véase cuadro I).

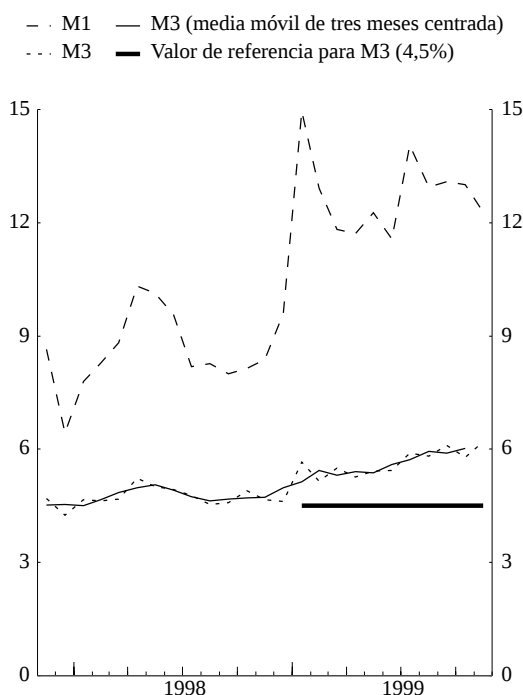
M3 continúa registrando un fuerte crecimiento en noviembre

En noviembre de 1999, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio se situó en el 6,2%, frente al 5,8% registrado en el mes anterior (tasa esta revisada a la baja desde el 6%). La media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3, que abarca el

Gráfico 2

Agregados monetarios en la zona del euro

(tasas interanuales de variación)

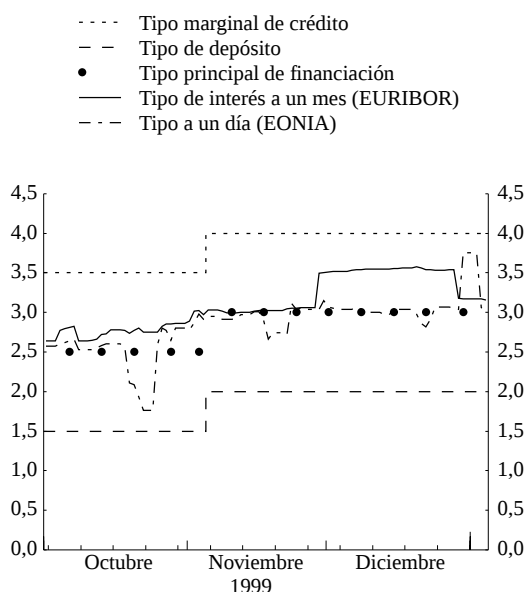


Fuente: BCE.

Gráfico I

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

período comprendido entre septiembre y noviembre de 1999, alcanzó el 6%, tasa ligeramente superior a la observada en el período de tres meses que finalizó en octubre de 1999 (es decir, el 5,9%, cifra revisada a la baja desde el 6%); así pues, se mantuvo en torno a 1,5 puntos porcentuales por encima del valor de referencia del 4,5%.

La tasa de crecimiento interanual de M3 siguió reflejando, en cierta medida, el incremento excepcionalmente acusado de los depósitos a la vista registrado en enero de 1999, que solo invirtió parcialmente su tendencia en el mes de febrero. Sin embargo, dicha tasa fue también resultado de la prolongada expansión monetaria ocurrida en los meses siguientes. Esto queda ilustrado por el hecho de que durante el período comprendido entre marzo y noviembre, período que no se vio influido por la volatilidad registrada a comienzos de 1999, la tasa de crecimiento de M3, desestacionalizada y anualizada, fue

del 5,9%. Como puede observarse en el gráfico 2, durante 1999, las tasas de crecimiento interanual de M3 tendieron a apartarse paulatinamente del valor de referencia.

Si se consideran las variaciones mensuales no desestacionalizadas, el saldo vivo de M3 se elevó en 47 mm de euros en el mes de noviembre, debiéndose casi la mitad de este incremento a factores estacionales. Teniendo en cuenta dichos factores, la expansión de M3 en noviembre de 1999, con respecto a octubre de 1999, fue de 24 mm de euros, es decir, del 0,5% (véase cuadro I). El aumento desestacionalizado de M3 fue consecuencia del crecimiento experimentado por los componentes de M1 (efectivo en circulación y depósitos a la vista) y por los instrumentos negociables. La variación mensual desestacionalizada de M3 fue de 5 mm de euros, es decir, del 0,2%, y la de los instrumentos negociables, de 19 mm de euros, es decir, del 3%. El saldo vivo de los otros depósitos a corto plazo se mantuvo prácticamente sin cambios.

La tasa de variación interanual del efectivo en circulación disminuyó ligeramente en noviembre de 1999, pasando del 5,5%, registrado en octubre, al 5,3%. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista descendió de forma más sustancial, situándose en el 13,9%, frente al 14,8% alcanzado en el mes anterior. La reducción observada en la demanda de los componentes más líquidos de M3 en el mes de noviem-

bre puede atribuirse, al menos en parte, a la subida de los tipos de interés a corto plazo experimentada desde finales de septiembre, que tendió a elevar los costes de oportunidad de tener dichos instrumentos líquidos. Como consecuencia de ello, la tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó hasta el 12,3% en noviembre, desde el 13% alcanzado en octubre. Aún así, la tasa de crecimiento interanual de este agregado monetario estrecho continuó siendo elevada. Esta alta tasa de crecimiento podría estar relacionada con el incremento excepcionalmente acusado de los depósitos a la vista ocurrido a comienzos de 1999, al relativamente bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo existentes en 1999 y a la continuada recuperación de la actividad económica de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo que no son depósitos a la vista también descendió en noviembre, pasando del 2,4%, registrado en octubre, al 1,8%. La desaceleración experimentada por este componente de M3 se debió tanto a una tasa de descenso más pronunciada de los depósitos a plazo de hasta dos años (2,5%, frente al 2% observado en octubre) como a una menor tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses (5%, en comparación con el 5,6% registrado en el mes anterior). El crecimiento del diferencial entre los tipos de interés de mercado a corto plazo y los tipos de interés de los depósitos aplicados por

Cuadro I

M3: Principales componentes

(saldos a fin de mes y variaciones intermensuales desestacionalizadas)

	Nov 1999 saldos	Sep 1999 variaciones		Oct 1999 variaciones		Nov 1999 variaciones		Sep-Nov 1999 variación media	
	mm de euros	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%
M3	4.689,0	27,4	0,6	18,1	0,4	24,2	0,5	23,2	0,5
Efectivo en circulación y depósitos a la vista (= M1)	1.907,4	12,4	0,7	8,4	0,4	4,5	0,2	8,4	0,4
Otros depósitos a corto plazo (= M2 - M1)	2.120,5	4,4	0,2	4,9	0,2	0,3	0,0	3,2	0,1
Instrumentos negociables (= M3 - M2)	661,1	10,6	1,7	4,8	0,8	19,4	3,0	11,6	1,8

Fuente: BCE.

Nota: Debido a problemas de redondeo, la suma de las variaciones de los componentes de M3 en mm de euros puede no coincidir exactamente con la variación total de M3 que se muestra.

las entidades de crédito a su clientela durante octubre y noviembre podría haber favorecido, temporalmente, un cierto desplazamiento hacia valores a corto plazo, incluidos los de M3. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario intermedio M2, que incluye el efectivo en circulación y todos los depósitos a corto plazo, descendió significativamente desde el 7,1%, alcanzado en octubre, al 6,5% registrado en noviembre.

En contraposición, se produjo una importante recuperación en la demanda de los instrumentos negociables incluidos en M3. La tasa de crecimiento interanual de este componente se elevó al 4% en el mes de noviembre —la cifra más alta registrada en los últimos doce meses—, desde el -2,2% contabilizado el mes anterior. Este aumento de la tasa de crecimiento interanual vino determinado por un incremento mensual muy acusado en noviembre (véase cuadro 1), que reflejó los cambios ocurridos en todos los instrumentos incluidos en este componente de M3. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario (17,7% en noviembre, frente al 13,8% en octubre) y la de los valores distintos de acciones a menos de dos años (9,4%, frente al 6,8% en octubre) experimentaron un aumento significativo. Además, la tasa de descenso interanual de las cesiones temporales se redujo (desde el 28,3%, registrado en el mes anterior, hasta el 20,2%). Como se ha mencionado anteriormente, la intensificación de la demanda de instrumentos negociables incluidos en M3 podría haber tenido relación con la reciente subida de los tipos de interés de mercado a corto plazo. En este contexto, hay algunos indicios de que el mayor crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario y de los instrumentos del mercado monetario en noviembre se debió, en parte, a las compras de no residentes en la zona del euro. Aunque el concepto de M3 solo se refiere a la liquidez en manos de los residentes en la zona del euro, las limitaciones estadísticas no permiten una identificación por separado de aquellos valores negociables emitidos por las IFM que se encuentran en las carteras de los no residentes. Esto sugiere que hay que ser cautos a la hora de interpretar el

fuerte crecimiento registrado por los instrumentos negociables en el mes de noviembre.

Continúa el fuerte crecimiento del crédito al sector privado

Por lo que se refiere a las contrapartidas de M3 en el balance consolidado del sector de las IFM, el crédito total otorgado por dichas instituciones a los residentes en la zona del euro aumentó a un ritmo más rápido en noviembre de 1999, situándose la tasa de crecimiento interanual en un 8,5%, frente al 8% alcanzado en octubre. Esto puede atribuirse al mayor crecimiento del crédito concedido tanto al sector privado como al sector público. La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado ascendió al 11% en el mes de noviembre (desde el 10,5% de octubre). Sin embargo, esta evolución obedeció, fundamentalmente, a un incremento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por el sector privado en el activo de las IFM (de un 1,6%, registrado en octubre, a un 8,4% en noviembre) y, solo en cierta medida, a una mayor tasa de crecimiento de los préstamos a los hogares y a las empresas (10,1% en noviembre, frente al 9,9% observado en el mes anterior). La tasa de crecimiento interanual de las acciones y participaciones en el activo de las IFM, aunque descendió ligeramente, siguió siendo elevada (en torno al 27%).

Durante el otoño de 1999, los mayores tipos de interés de los préstamos y créditos bancarios —tomados por sí mismos— deberían haber tenido un efecto moderador sobre la demanda de préstamos. Sin embargo, existían otros factores actuando en sentido contrario. En concreto, es probable que la recuperación económica y las favorables perspectivas económicas, el gran número de fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en la zona del euro y la interacción con el aumento de los precios inmobiliarios en varios países de la zona del euro hayan contribuido al mayor crecimiento del endeudamiento de los hogares y las empresas. El recuadro 1 muestra que la fuerte expansión de los préstamos al sector privado fue generalizada en sus distintos componentes en el tercer trimestre de 1999, siendo el ritmo de expansión especialmente pronuncia-

Recuadro I

La estructura de los créditos concedidos por las IFM al sector no financiero en el tercer trimestre de 1999

Se dispone actualmente de un conjunto completo de datos trimestrales de los créditos concedidos por las IFM al sector no financiero, desglosados por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión, para el período comprendido entre el primer trimestre de 1998 y el tercer trimestre de 1999 (véase cuadro 2.5 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). Tal como se señalaba anteriormente (véase recuadro 1 en el *Boletín mensual del BCE* de octubre de 1999), las tasas de crecimiento interanual mencionadas en este recuadro no son directamente comparables con las indicadas en el texto para el total de créditos concedidos por las IFM. En particular, no están corregidas por el efecto de variaciones en el valor no relacionadas con las transacciones, si bien algunas reclasificaciones han sido tenidas en cuenta en el cuadro siguiente. Por otra parte, la magnitud de estas distorsiones puede diferir entre sectores de contrapartida, finalidades y vencimientos, dificultando seriamente toda comparación entre estas categorías. Por lo tanto, las cifras indicadas deberán interpretarse con cautela. Se está trabajando actualmente para mejorar la calidad de estos datos trimestrales y su concordancia con los datos mensuales de créditos.

Al final del tercer trimestre de 1999, el 94% del saldo vivo de los créditos de las IFM a contrapartidas distintas de las IFM residentes en la zona del euro fue concedido al sector no financiero (el 6% restante se refiere a créditos a empresas de seguros, fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no monetarios). Entre los créditos al sector no financiero, los créditos concedidos a los hogares (incluyendo las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) representaron un 46%, los créditos a las empresas no financieras, un 40% y los créditos a las Administraciones Públicas, un 14% del total de créditos concedidos a dicho sector. Por lo que se refiere al desglose por vencimiento, cabe señalar que los créditos concedidos a los hogares se caracterizaron en su mayor parte (80%) por un plazo a la emisión superior a 5 años. Tres cuartas partes de estos créditos a largo plazo a los hogares se dedicaron a la compra de vivienda. Los préstamos a las empresas no financieras con un plazo a la emisión superior a cinco años constituyeron el 49% del total de créditos a este sector de contrapartidas y los préstamos con vencimiento de hasta un año, el 35%. Por último, el 90% de los créditos a las administraciones regionales y locales tuvieron vencimientos superiores a cinco años. (No se dispone de desglose por vencimiento para los créditos a la Administración Central).

El cuadro siguiente muestra los saldos vivos y las tasas de crecimiento interanual de los créditos de las IFM al sector no financiero (excluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares). La tasa de crecimiento interanual de los créditos a los hogares se mantuvo, en general, estable en el 9,7% en el tercer trimestre de 1999. Esta estabilidad general ocultó una reducción de la tasa de crecimiento del crédito al consumo (que permaneció, sin embargo, elevada, en particular para los créditos con vencimiento a medio plazo de uno a cinco años) y un ligero ascenso de la tasa de crecimiento de los créditos para compra de vivienda. Este último incremento se produjo en el contexto de un aumento de los tipos de interés de las hipotecas (véase cuadro 3.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»), que siguieron, no obstante, manteniéndose en niveles históricamente bajos. Por otro lado, la expansión de los créditos para compra de vivienda se registró en el contexto de un incremento de los precios de la vivienda en varios países de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los créditos a las empresas no financieras descendió desde un 8,1% en el segundo trimestre a un 7% en el tercer trimestre de 1999. Esto se debió, principalmente, a una menor tasa de crecimiento de los créditos con un plazo a la emisión superior a cinco años (que fue del 6% en el tercer trimestre de 1999, frente a un 8,2% en el segundo trimestre), mientras que la tasa de crecimiento de los créditos a corto plazo (con vencimiento de hasta un año) permaneció prácticamente sin cambios y la de los créditos a medio plazo (con vencimiento de uno a cinco años) experimentó un ligero ascenso. La rápida y continuada expansión de los créditos a empresas a corto y medio plazo se debió, probablemente, a la recuperación económica que está actualmente en curso y al elevado número de fusiones y adquisiciones registradas en la zona del euro, mientras que el descenso del crecimiento de los créditos a más largo plazo puede reflejar la incidencia de unos tipos de interés de los préstamos y créditos bancarios más elevados (véase cuadro 3.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»).

Créditos concedidos por las IFM al sector no financiero clasificados por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión¹⁾

(saldos vivos en mm de euros; tasas de crecimiento interanual)

Créditos a los hogares y a las empresas no financieras

		Hogares ²⁾									Empresas no financieras ²⁾			
		Crédito al consumo ³⁾				Crédito para compra de vivienda ³⁾				Otras finalidades				
		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años			Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
Saldo vivo ⁴⁾ 1999 III	2.642	435	85	154	195	1.636	19	67	1.550	571	2.338	829	364	1.145
Tasa de crecimiento interanual 1999 II	9,6	10,1	9,0	13,3	8,5	10,1	13,4	-2,8	10,5	8,5	8,1	9,0	7,5	8,2
III	9,7	8,3	6,5	11,4	7,1	10,4	11,8	-2,7	10,8	9,1	7,0	8,8	8,1	6,0

Créditos a las AAPP

Créditos a las AAPP												
	AAPP	Adminis- tración Central ²⁾	Otras AAPP									
			Administración regional ²⁾			Administración local ²⁾			Adminis- traciones de Seguridad Social ²⁾			
			Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		Hasta 1 año	De 1 a 5 años		Más de 5 años		
Saldo vivo ⁴⁾ 1999 III	830	206	279	11	21	247	328	19	11	298	18	
Tasa de crecimiento interanual 1999 II		1,3	-2,3	2,9	35,3	-2,1	2,1	-2,1	1,0	-79,8	15,0	203,5
III		0,2	-4,9	2,2	37,2	5,7	0,9	1,1	7,9	-78,9	16,4	18,4

Fuente: BCE.

1) Las tasas de crecimiento se calculan sobre la base de las variaciones del saldo vivo. No pueden obtenerse a partir de los saldos del cuadro 2.5 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» de este Boletín mensual, puesto que tienen en cuenta los efectos de algunas reclasificaciones realizadas al comienzo de la tercera fase de la UEM.

2) Correspondencia con definiciones del SEC 95.

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

4) Las diferencias entre algunos subtotales y sus componentes se deben a razones de redondeo.

El saldo vivo de los créditos concedidos a las Administraciones Públicas se mantuvo, en general, estable en el tercer trimestre de 1999 con respecto al nivel registrado en el tercer trimestre de 1998. La tasa de crecimiento interanual de los créditos a las Administraciones Públicas fue inferior a la observada en el segundo trimestre de 1999 (0,2%, frente a 1,3%), reflejando una tasa de descenso más pronunciada de los créditos a la Administración Central (4,9% en el tercer trimestre, frente a 2,3% en el segundo), una tasa de expansión más moderada de los créditos a las administraciones regionales y una tasa de crecimiento mucho menor de los créditos a las Administraciones de Seguridad Social. En cambio, la tasa de variación de los créditos a las administraciones locales se tornó positiva.

do en el caso de los préstamos a largo plazo a hogares para la adquisición de viviendas y en el de los préstamos a corto y medio plazo a empresas no financieras.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas se elevó hasta el 1,8% en noviembre, desde el 1,3% observado en octubre. Este repunte obedeció, fundamentalmente, al aumento de la tasa de crecimiento de los préstamos a las Administraciones Públicas.

Entre las otras contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos a largo plazo del sector de las IFM pasó del 6,9%, alcanzado en octubre, al 7,2% en noviembre, lo que se debió, fundamentalmente, a la mayor demanda de depósitos a plazo superior a dos años, cuya tasa de crecimiento interanual alcanzó el 5,5%, frente al 4,1% registrado en octubre. La tasa de crecimiento del capital y las reservas también ascendió al 9,1% en noviembre, desde el 8,6% observado en octubre. En cambio, los valores distintos de acciones a más de dos años crecie-

Cuadro 2

M3 y sus principales contrapartidas

(mm de euros)

	Saldos vivos	Flujos interanuales					
	1999 Nov	1999 Jun	1999 Jul	1999 Ago	1999 Sep	1999 Oct	1999 Nov
1 Crédito al sector privado	6.086,8	588,0	578,3	587,4	573,2	572,4	602,7
2 Créditos a las AAPP	2.085,3	-5,4	-4,1	-3,4	14,3	25,7	36,0
3 Activos exteriores netos	269,0	-227,6	-202,1	-241,3	-223,7	-199,3	-197,9
4 Pasivos financieros a más largo plazo	3.531,9	177,5	183,4	180,2	182,5	223,7	235,8
5 Otras contrapartidas (pasivos netos)	220,4	-58,7	-67,3	-88,8	-82,9	-76,9	-67,0
M3 (≡1+2+3-4-5)	4.689,0	236,2	256,0	251,3	264,2	252,1	272,0

Fuente: BCE.

Nota: Debido a problemas de redondeo, la suma de las contrapartidas de M3 en mm de euros puede no coincidir exactamente con la variación total de M3 que se muestra.

ron a una tasa del 8,8% en noviembre, lo que supuso un descenso con respecto a la tasa del 9,3% registrada en el mes anterior. Este descenso podría estar relacionado, en parte, con los efectos de base que se derivan de la volatilidad experimentada en la demanda de dichos instrumentos tras la crisis financiera del otoño de 1998 (con una reducción bastante excepcional del saldo vivo en octubre y una recuperación en noviembre de 1998). Por último, la tasa de descenso de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses se mantuvo prácticamente sin cambios, en el 8,1%, en noviembre de 1999.

Durante el mes de noviembre, la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se redujo en 14 mm de euros, en términos absolutos y sin desestacionalizar, tras una disminución de 33 mm de euros registrada en octubre de 1999. Este descenso se puede atribuir a un crecimiento de los pasivos exteriores de las IFM (16 mm de euros) superior al de los activos exteriores (2 mm de euros).

En resumen, durante los 12 meses que finalizan en noviembre de 1999, el saldo vivo de M3 se incrementó en 272 mm de euros (véase cuadro 2). A lo largo de este período, el crédito al sector privado experimentó un aumento de 603 mm de euros, mientras que el crédito a las Administraciones Públicas ascendió solo 36 mm de euros. Estos cambios vinieron acompañados por una reducción en los acti-

vos exteriores netos del sector de las IFM (198 mm de euros) y por una expansión de sus pasivos a más largo plazo (236 mm de euros). Las otras contrapartidas (pasivos netos) descendieron 67 mm de euros en este período.

La emisión de valores distintos de acciones repuntó en septiembre

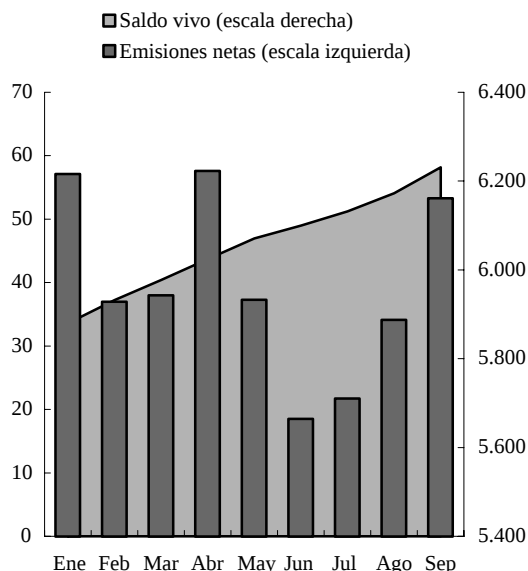
En septiembre de 1999, la emisión bruta de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro fue de 315,4 mm de euros, cifra superior a la media mensual registrada durante los ocho primeros meses de 1999 (302,8 mm de euros). Dado que, en septiembre, las amortizaciones de dichos valores alcanzaron los 262 mm de euros, la emisión neta ascendió a 53,3 mm de euros. El gráfico 3 muestra que esta cifra fue superior al nivel medio mensual de la emisión neta observada durante los primeros ocho meses de 1999 (37,7 mm de euros). A finales de septiembre, el saldo vivo total de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro era de 6.231,1 mm de euros.

El grueso de las emisiones netas (92%) realizadas en septiembre fue a largo plazo, al igual que en la mayoría de los meses de 1999. El porcentaje de valores denominados en euros en relación con la emisión neta total fue del 80% en el mes de septiembre, frente a un porcentaje medio del 92% en los ocho primeros meses de 1999.

Gráfico 3

Valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en 1999

(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.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela aumentaron ligeramente en los plazos más cortos en el mes de noviembre

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro experimentaron un ligero ascenso en noviembre de 1999 tras la subida de los tipos de interés del BCE efectuada a comienzos de noviembre, aunque los incrementos ocurridos desde los meses de verano han sido inferiores a los aumentos experimentados en los tipos de interés de mercado a corto plazo. Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro, que han mostrado una tendencia a subir con posterioridad al mes de mayo, se mantuvieron estables o descendieron algo en noviembre en un entorno de reducciones de los tipos de interés a largo plazo de los mercados de capitales alrededor de la fecha en que se elevaron los tipos de interés del BCE.

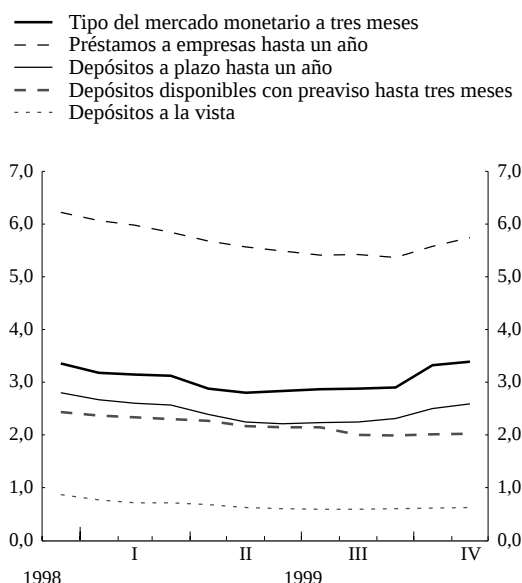
En el período comprendido entre agosto y noviembre de 1999, los tipos de interés medios de los depósitos a la vista, de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses y de los créditos al consumo en la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables en torno al 0,6%, 2% y 9,3%, respectivamente (véase gráfico 4). No obstante, otros tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito registraron una subida en noviembre. El tipo de interés medio de los depósitos a corto plazo con vencimiento de hasta un año aumentó alrededor de 10 puntos básicos en noviembre, hasta situarse en el 2,6%, lo que hizo que la subida acumulada de este tipo de interés, desde el mes de agosto, alcanzara los 35 puntos básicos. De la misma manera, el tipo medio a corto plazo para el préstamo a empresas ascendió 17 puntos básicos en noviembre, lo que hizo que la subida acumulada desde el mes de agosto alcanzara los 32 puntos básicos.

En noviembre de 1999, se observaron ligeros descensos en algunos tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela en un contexto de reducciones en los tipos de interés de los mercados de capitales

Gráfico 4

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

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuente: BCE, datos agregados de los distintos países.

(véase gráfico 5). Esta evolución invirtió parcialmente los aumentos tendenciales observados en los tipos de interés de los depósitos a largo plazo y de los préstamos y créditos desde comienzos de verano. En noviembre, el tipo medio de los depósitos a plazo superior a dos años disminuyó seis puntos básicos, hasta situarse en el 3,95%, alcanzando la subida acumulada desde el mes de mayo los 74 puntos básicos. Los tipos de interés medios de los préstamos a hogares para la compra de vivienda y los préstamos a largo plazo a empresas en la zona del euro permanecieron prácticamente estables en torno al 5,8% y al 5,5%, respectivamente. Estos tipos mostraron unas subidas acumuladas de 90 y 80 puntos básicos, respectivamente, en comparación con mayo.

Los tipos de interés del mercado monetario se normalizaron al disminuir la preocupación de los mercados por la transición al año 2000.

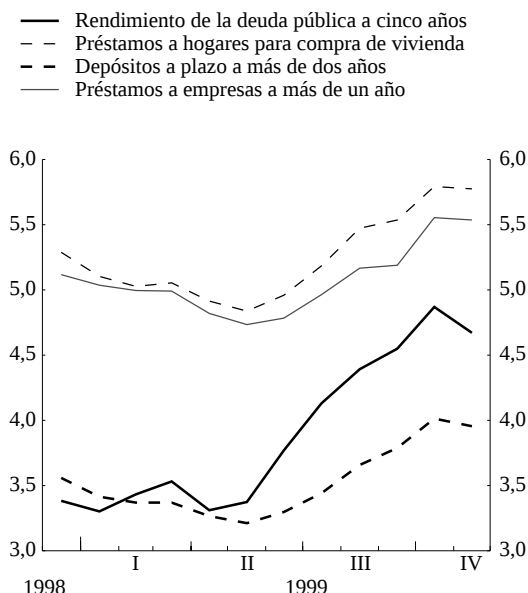
La evolución de los tipos de interés del mercado monetario a finales de 1999 estuvo marcada por la disminución de la preocupación de los mercados financieros por la transición al año 2000. Como se ha mencionado en anteriores boletines mensuales del BCE, durante la mayor parte de 1999 existió una prima de riesgo sobre las operaciones financieras vigentes a finales de año (véase el recuadro 3 en la página 20 del *Boletín mensual del BCE* de diciembre de 1999). La evolución seguida por los tipos de interés a corto plazo a finales de 1999 y comienzos de 2000 indica que esta prima de riesgo había disminuido sustancialmente en la última semana de diciembre de 1999 y que ya había desaparecido cuando se abrieron los mercados el 3 de enero de 2000.

A lo largo de diciembre de 1999, incluido el día 29, el tipo de interés a un día, medido por el tipo EONIA, se situó alrededor del 3%. Sin embargo, el 30 de diciembre, es decir, el último día de negociación antes de que finalizara 1999, se elevó hasta el 3,75% (véase gráfico 1). Si bien una subida del tipo de interés a un día es un hecho habitual a fin de año, debido a los esfuerzos realizados por los bancos para ajustar sus balances, el incremento del tipo de interés a un día observado a finales de 1999 fue considerablemente superior al de

Gráfico 5

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

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuente: BCE, datos agregados de los distintos países.

años anteriores y fue reflejo de la mayor incertidumbre existente en relación con la transición al año 2000. No obstante, aunque los bancos recurrieron ese día de forma significativa a la facilidad marginal de crédito del Eurosistema, el tipo EONIA se mantuvo por debajo del nivel del 4% aplicado a dicha facilidad. El 3 de enero de 2000, el primer día de negociación del nuevo año, el tipo EONIA ya había retornado al 3,06% y, el día siguiente, siguió disminuyendo hasta el 3,01%. A posteriori, se puede observar que el «pico» del milenio resultó ser muy inferior a lo que habían temido los analistas en los últimos meses.

El efecto relativamente moderado del tipo de interés a un día también puede explicarse por las medidas preventivas adoptadas por el BCE para garantizar que el mercado monetario dispusiera de una liquidez abundante en el momento en que se cambiara de siglo y para eliminar los posibles problemas derivados del vencimiento y la renovación de las grandes operaciones de financiación en torno a finales de año. Con respecto a esto último, el Consejo de Gobierno había decidido, a comienzos de 1999, llevar a cabo ciertos cambios en el calendario de las operaciones prin-

cipales de financiación y en el de las operaciones de financiación a más largo plazo. Ya a primeros de mayo de 1999, se había decidido adelantar la fecha de amortización de la operación de financiación a más largo plazo que habría de liquidarse el 30 de septiembre, del 30 al 23 de diciembre de 1999. Por consiguiente, la operación de financiación a más largo plazo que se pensaba liquidar inicialmente el 30 de diciembre se reprogramó para que se liquidara una semana antes, el 23 de diciembre de 1999 (véase recuadro 2). Además, en septiembre de 1999, el BCE anunció que, en lugar de celebrar una operación principal de financiación regular en la primera semana de 2000, prolongaría el plazo de las dos últimas operaciones principales de financiación de 1999 a tres semanas. La reprogramación de estas operaciones contribuyó a reducir con antelación los riesgos en que podrían incurrir los participantes en los mercados financieros a finales de año.

La política llevada a cabo por el BCE de proporcionar al mercado monetario la liquidez necesaria fue de especial importancia para la evolución del tipo EONIA en torno a finales de año. Ya a comienzos de octubre de 1999, se había decidido aumentar la cuantía de los fondos adjudicados en las tres últimas operaciones regulares de financiación a más largo plazo de 1999 de 15 mm de euros a 25 mm de euros. Además, en la operación principal de financiación que fue adjudicada y liquidada el 30 de diciembre de 1999, el BCE inyectó una cantidad de fondos lo bastante elevada como para satisfacer las posibles necesidades de liquidez de los bancos de la zona del euro en caso de que se produjeran graves trastornos en el mercado monetario a comienzos del año 2000. Sin embargo, después de que la transición se efectuara con éxito, ya no hubo más necesidad de prolongar la situación de liquidez abundante. El 4 de enero de 2000, cuando se puso de manifiesto que se habían restablecido las condiciones de mercado habituales y que se registraba una considerable expansión de la liquidez debido a factores autónomos, el BCE anunció la celebración de una operación de ajuste —la primera operación de este tipo desde el establecimiento de la moneda única— con el fin de retirar el exceso de liquidez. Tomando en consideración el hecho de que la próxima operación principal de financiación no se liquidaría hasta el 12 de enero, esta operación para drenar liquidez

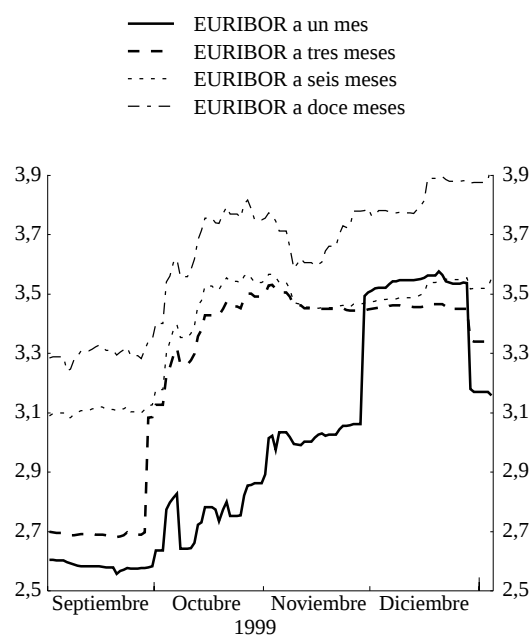
se realizó y liquidó el 5 de enero en forma de subasta rápida a tipo variable para la captación de depósitos a plazo fijo con un vencimiento de una semana. En esta operación, el BCE retiró 14 mm de euros del mercado monetario. Esta medida estuvo encaminada a restablecer las condiciones de liquidez habituales y a contribuir al correcto funcionamiento del mercado monetario en lo que resta del período de mantenimiento de reservas que finalizará el 23 de enero de 2000.

Otros tipos de interés del mercado monetario disminuyeron de forma acusada el 29 de diciembre de 1999, ya que, ese día, dichos tipos eran reflejo de los tipos de interés de los depósitos interbancarios con vencimiento el día 3 de enero de 2000. Como era de esperar, los descensos más importantes se observaron en los plazos más cortos de la curva de tipos del mercado monetario. El tipo de interés EURIBOR a una semana cayó en torno a 100 puntos básicos, mientras que los tipos de interés EURIBOR a un mes y a tres meses bajaron aproximadamente 25 y 10 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 6). Por el contrario, los tipos EURIBOR a

Gráfico 6

Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Recuadro 2

Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de diciembre de 1999

Adjudicaciones de las operaciones de política monetaria

Durante el período de mantenimiento de reservas, que comenzó el 24 de noviembre y terminó el 23 de diciembre de 1999, el Eurosistema llevó a cabo cuatro operaciones principales de financiación y dos operaciones de financiación a más largo plazo. Todas las operaciones principales de financiación se realizaron a un tipo fijo del 3%. El volumen adjudicado osciló entre 57 mm y 92 mm de euros. La cuantía de solicitudes presentadas a las operaciones principales de financiación fluctuó entre 287 mm y 1.505 mm de euros. Esta última cantidad se refiere a la operación realizada el 22 de diciembre de 1999, la primera operación principal de financiación con vencimiento en 2000. La cuantía media de solicitudes presentadas a una operación principal de financiación disminuyó hasta 988,1 mm de euros, desde los 1,171,7 mm de euros alcanzados en el período de mantenimiento anterior. Los porcentajes de adjudicación de las operaciones principales de financiación oscilaron entre el 6,1% y el 19,9%, en comparación con el 2,8% y el 18,3% correspondientes al período de mantenimiento anterior.

A excepción de algunos días, el tipo EONIA fluctuó moderadamente alrededor del tipo principal de financiación, manteniéndose en un intervalo comprendido entre el 2,97% y el 3,07%. En los tres últimos días hábiles del período de mantenimiento de reservas, el tipo EONIA experimentó un ligero descenso, reflejando también el excedente de liquidez existente en aquel momento.

El Eurosistema llevó a cabo unas operaciones de financiación a más largo plazo el 24 de noviembre y el 22 de diciembre de 1999. El hecho de que se realizaran y liquidaran dos operaciones de financiación a más largo plazo en un mismo período de mantenimiento fue debido al cambio de fecha de la adjudicación de la segunda operación, que se adelantó del 30 de diciembre al 22 de diciembre de 1999 con el fin de facilitar los procedimientos operativos de los participantes en el mercado al final del año. Ambas operaciones se llevaron a cabo mediante una subasta a tipo variable en la que el volumen de liquidez a adjudicar anunciado con antelación ascendió a 25 mm de euros. En la operación del 24 de noviembre participaron 321 entidades de contrapartida y, en la del 22 de diciembre, 301 entidades. El volumen total de solicitudes fue de 75 mm de euros y 91,1 mm de euros, respectivamente. El tipo marginal se fijó en el 3,18% y el 3,26%, respectivamente, mientras que el tipo medio ponderado de adjudicación fue del 3,27% y el 3,29%. El diferencial entre el tipo marginal y el tipo ponderado volvió a estrecharse, en

Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de noviembre y el 23 de diciembre de 1999

	Inyección de liquidez	Drenaje de liquidez	Contribuciones netas
(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema	215,7	1,0	+ 214,7
Operaciones principales de financiación	150,4	-	+ 150,4
Operaciones de financiación a más largo plazo	65,0	-	+ 65,0
Facilidades permanentes	0,3	1,0	- 0,7
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0
(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario	351,7	460,8	- 109,1
Billetes en circulación	-	354,3	- 354,3
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	59,0	-59,0
Activos exteriores netos (incluido el oro)	351,7	-	+ 351,7
Otros factores (netos)	-	47,5	- 47,5
(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)			105,6
(d) Reservas mínimas exigidas			104,9

Fuente: BCE.

Pueden producirse discrepancias debido a redondeo.

comparación con la operación realizada el 27 de octubre, en la que se situó en 23 puntos básicos. Sin embargo, siguió manteniéndose por encima del nivel de 1 punto básico observado en precedentes operaciones de financiación a más largo plazo con vencimiento en fechas anteriores a la transición al año 2000. El estrechamiento del diferencial indicó una reducción de la incertidumbre asociada con el cambio de milenio.

Utilización de las facilidades permanentes

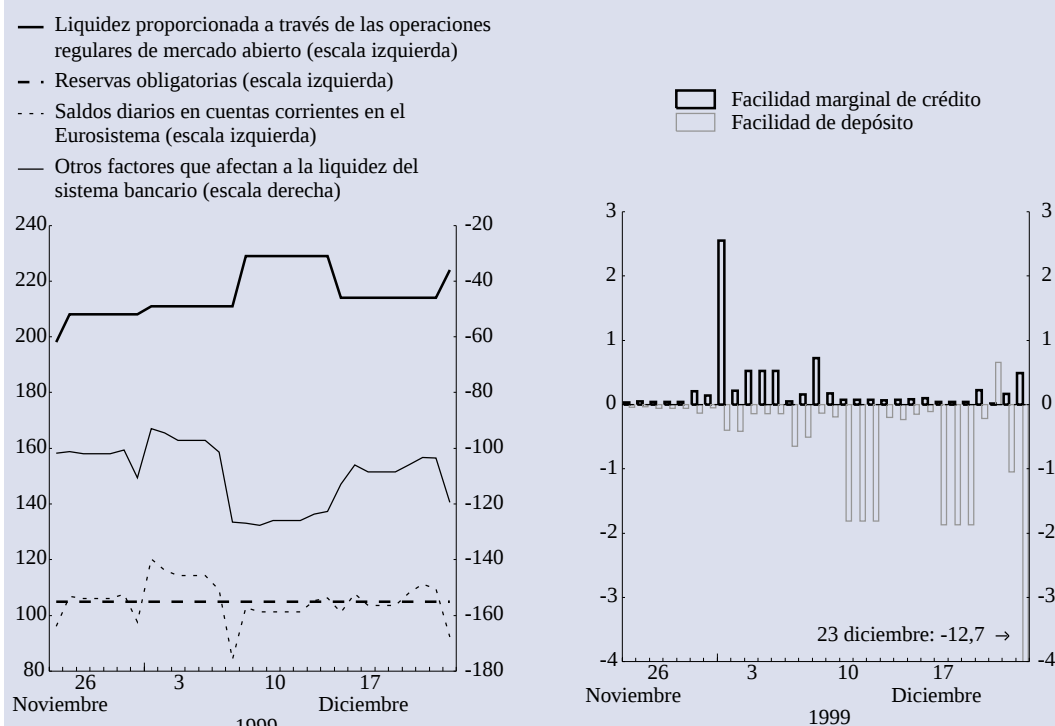
La utilización media de la facilidad marginal de crédito se cifró en 0,3 mm de euros, es decir, 0,1 mm de euros menos que en el período de mantenimiento anterior. La utilización media de la facilidad de depósito fue de 1 mm de euros, es decir, 0,6 mm de euros más que en el anterior período de mantenimiento. La mayor utilización de la facilidad de depósito se observó el último día del período de mantenimiento de reservas, en el que alcanzó los 12,7 mm de euros.

Factores de liquidez que no están relacionados con la política monetaria

El efecto neto de drenaje de liquidez de los factores autónomos (es decir, de los que no están relacionados con la política monetaria) sobre la liquidez del sistema bancario (rúbrica (b) del cuadro anterior) fue de 109,1 mm de euros en promedio, es decir, 18,9 mm de euros más que durante el anterior período de mantenimiento. Esto se debió, principalmente, al aumento estacional de billetes en circulación, con un incremento medio de 11 mm de euros con respecto al período de mantenimiento anterior. Por otra parte, los depósitos de las Administraciones Públicas registraron, en promedio, un ascenso de 7,5 mm de euros. La suma de los factores autónomos fluctuó entre 92,9 mm y 127,7 mm de euros.

Factores determinantes de la liquidez del sistema bancario durante el período de mantenimiento que terminó el 23 de diciembre de 1999

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

Saldos de las entidades de contrapartida en cuentas corrientes

El saldo medio de las cuentas corrientes fue de 105,6 mm de euros, mientras que las reservas mínimas obligatorias ascendieron a 104,9 mm de euros. Por lo tanto, la diferencia entre estas dos variables volvió a situarse en 0,7 mm de euros, manteniéndose en el mismo nivel que en el anterior período de mantenimiento. De esta cantidad, cerca de 0,2 mm de euros correspondió a los saldos en cuentas corrientes que no contribuyen al cumplimiento de las reservas mínimas y 0,5 mm de euros al exceso de reservas.

seis meses y a doce meses solo disminuyeron ligeramente.

El 4 de enero de 2000, el tipo EURIBOR a tres meses alcanzó el 3,34%, un nivel ligeramente inferior al existente a finales de noviembre de 1999. En cambio, los tipos de interés EURIBOR a seis meses y doce meses aumentaron algo entre finales de noviembre y comienzos de enero de 2000, alcanzando el 3,55% y el 3,95%, respectivamente, el 4 de enero. El tipo de interés EURIBOR a tres meses implícito en los contratos de futuros con vencimiento en marzo, junio y septiembre de 2000, que no se vieron afectados por el miedo relacionado con la transición al año 2000, se elevó en diciembre de 1999 y primeros de enero de 2000 entre 10 y 25 puntos básicos; el 4 de enero de 2000, se situaban en el 3,66%, 4,05% y 4,35%, respectivamente.

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

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro disminuyó en la primera mitad de diciembre de 1999. Posteriormente, sin embargo, se invirtió esta tendencia y el rendimiento volvió a mostrar de nuevo aumentos significativos durante la segunda mitad del mes y los primeros días de 2000 (véase gráfico 7). Si se compara con finales de noviembre de 1999, el nivel medio del rendimiento de la deuda pública a diez años se ha incrementado alrededor de 35 puntos básicos, hasta situarse en el 5,63% el 4 de enero de 2000. Este hecho hizo que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro alcanzara un nivel en torno a los 60 puntos básicos por encima del punto más bajo observado a mediados de noviembre, poco después de que el BCE elevara

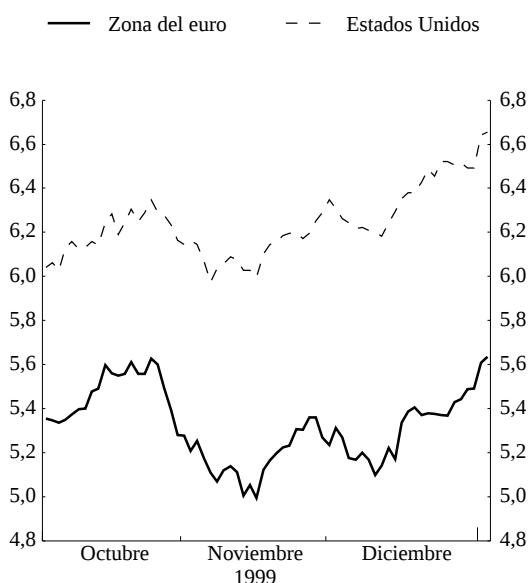
los tipos de interés, y similar a los niveles máximos registrados a finales de octubre.

Como sucedió durante gran parte de 1999, los factores en que se basa la evolución reciente de los mercados de deuda pública de la zona del euro parecen estar relacionados con aspectos nacionales y con contagios de los mercados de deuda pública internacionales. En concreto, los considerables aumentos ocurridos en el rendimiento de los bonos a largo plazo en Estados Unidos durante la segunda mitad de diciembre parecen haber ejercido considerables presiones alcistas en los rendimientos de la zona del euro. El 4 de enero de 2000, el diferencial entre el rendimiento de los bonos a diez años de Estados

Gráfico 7

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se refieren a bonos a 10 años o al vencimiento más próximo a este.

Unidos y el de activos similares de la zona del euro apenas había experimentado cambios, 103 puntos básicos, con respecto a finales de noviembre de 1999.

Si se tiene en cuenta, en primer lugar, la influencia de la evolución de los mercados de deuda pública internacionales sobre los mercados de deuda pública nacionales, en la zona del euro se produjo una evolución similar a la del rendimiento de los bonos a largo plazo de Estados Unidos, que registró un ascenso significativo durante la segunda mitad de diciembre de 1999, tras un ligero movimiento a la baja ocurrido durante la primera mitad del mes. En conjunto, el rendimiento del bono estadounidense a diez años se incrementó alrededor de 35 puntos básicos entre finales de noviembre de 1999 y el 4 de enero de 2000, fecha en que se situó en el 6,66%. Este nivel fue el más elevado observado en el rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años desde mediados de 1997 y, aproximadamente, 200 puntos básicos por encima de los niveles registrados a finales de 1998. La falta de confianza de los participantes en los mercados financieros en la capacidad de la economía de Estados Unidos para seguir creciendo a un fuerte ritmo sin que se generen presiones inflacionistas pareció ser uno de los principales factores en los que se basó el aumento adicional del rendimiento de la deuda pública estadounidense en diciembre de 1999. Aparentemente, este cambio en las expectativas se produjo al mismo tiempo que se hacía público un flujo casi ininterrumpido de datos que apuntaban hacia un crecimiento intenso y continuado y a una situación de tensión en el mercado de trabajo.

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo en 10 puntos básicos, hasta alcanzar el 1,73% entre finales de noviembre y el 4 de enero de 2000. Este descenso de los tipos de interés a largo plazo se produjo en un entorno en el que los datos publicados ofrecían un panorama algo confuso sobre el ritmo de la recuperación económica en Japón.

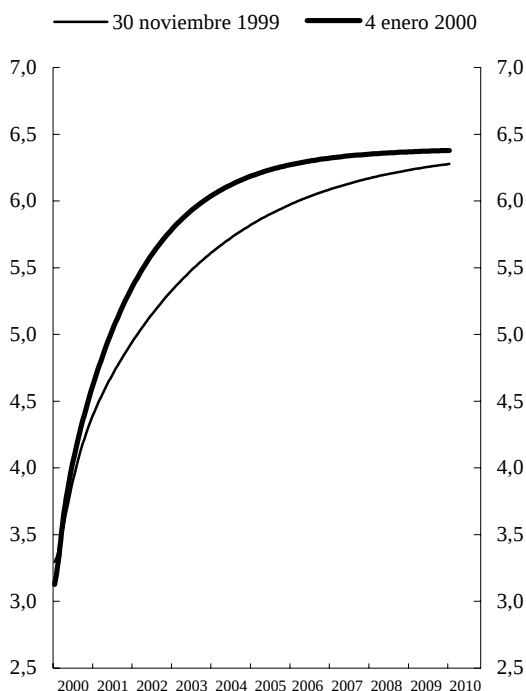
En cuanto a la evolución de los mercados de deuda pública de la zona del euro, parece que hubo otros factores, además de la trayectoria alcista del rendimiento de los bonos estadounidenses registrada durante la segunda mitad de

diciembre, que contribuyeron a ejercer una presión alcista en el rendimiento de la deuda. En concreto, siguiendo una tendencia que se ha puesto de manifiesto en los últimos meses, los datos económicos publicados en diciembre mostraban, por lo general, unas perspectivas más optimistas sobre el crecimiento económico de la zona del euro. Además, es posible que, a medida que los participantes en los mercados financieros hayan revisado al alza sus expectativas de crecimiento, estén, al mismo tiempo, menos seguros sobre las implicaciones para la evolución futura de los precios. De acuerdo con la evolución mencionada de los mercados de deuda pública de la zona del euro, la curva de rendimientos de la zona se hizo algo más pendiente durante el mes de diciembre, mostrando aumentos en los vencimientos a medio y a largo plazo (véase gráfico 8).

Gráfico 8

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.

La evolución reciente del precio de los bonos franceses indicados con la inflación ofrece algunas indicaciones adicionales sobre los factores relevantes que se encuentran en la base del movimiento de la curva de bonos nominales. Entre finales de noviembre de 1999 y el 4 de enero de 2000, el rendimiento real del bono francés a diez años se elevó alrededor de 10 puntos básicos. Al mismo tiempo, la tasa de inflación equivalente, es decir, el diferencial entre el rendimiento nominal y el rendimiento real de los bonos a diez años, aumentó 25 puntos básicos. Estos cambios son coherentes con una mejora en las expectativas de crecimiento, así como con una mayor incertidumbre de los participantes en el mercado sobre el ritmo de las futuras subidas de precios. Sin embargo, como se ha comentado en anteriores boletines mensuales del BCE, hay que ser cautos a la hora de analizar las expectativas de inflación basadas en la evolución del mercado de bonos franceses indicados con la inflación, dado que cualquier interpretación depende de una serie de hipótesis.

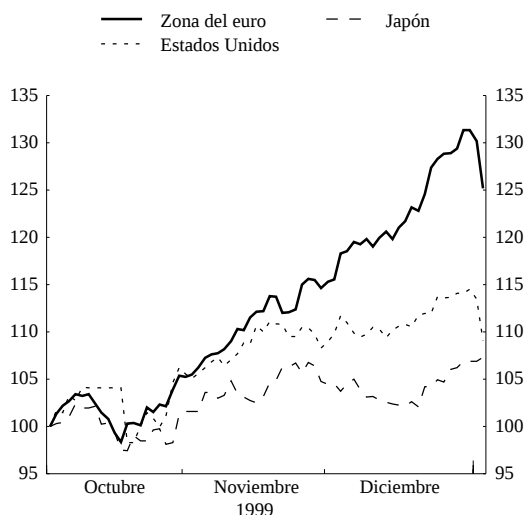
Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro volvieron a aumentar de forma significativa en diciembre

Continuando una tendencia que pareció iniciarse a mediados de octubre de 1999, en un contexto de creciente optimismo de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro, las cotizaciones bursátiles de dicha zona volvieron a experimentar aumentos significativos en el mes de diciembre (véase gráfico 9). Esta expansión, observada en los dos o tres últimos meses, se produjo tras unos meses que se caracterizaron por unos avances relativamente limitados a principios de 1999. Entre finales de noviembre de 1999 y el 4 de enero de 2000, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio registró un incremento superior al 9%. Con ello, la tasa de crecimiento acumulado de este índice en el período transcurrido entre finales de 1998 y el 4 de enero de 2000 se situó alrededor del 33%. Las cotizaciones bursátiles experimentaron escasas variaciones en Estados Unidos entre finales de noviembre de 1999 y principios de enero de 2000, mientras aumentaban ligeramente en Ja-

Gráfico 9

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

(1 octubre 1999=100; datos diarios)



Fuente: Reuters para la zona del euro y Estados Unidos; datos nacionales para Japón.

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.

pón en el mismo período. Esto indica que los factores internos desempeñaron un papel destacado en la evolución reciente de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro.

Por lo que se refiere al contexto general de los mercados de renta variable, las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, registraron un ascenso inferior al 1% en el período comprendido entre finales de noviembre de 1999 y el 4 de enero de 2000, situando la tasa de crecimiento acumulado de este índice entre finales de 1998 y el 4 de enero de 2000 en torno al 14%. Los principales factores que parecen explicar esta expansión fueron la influencia positiva de los datos de diciembre que evidenciaban la persistente fortaleza de la economía estadounidense y las consiguientes expectativas optimistas de los participantes en el mercado respecto al crecimiento futuro de los beneficios empresariales. Sin embargo, esta influencia se vio compensada, en parte, por la del aumento de los tipos de interés a largo plazo. Por otro lado, tal como sucedió a lo largo de la mayor parte del año 1999, el persistente optimismo acerca de las perspectivas de crecien-

to futuro de la rentabilidad en el sector de tecnología, que condujo a un incremento del orden del 16% del índice Nasdaq 100 entre finales de noviembre de 1999 y el 4 de enero de 2000, contribuyó también en este sentido. A consecuencia de ello, el 4 de enero de 2000, este índice se situó cerca del 93% por encima del nivel registrado a finales de 1998. En Japón, el índice Nikkei 225 experimentó un aumento próximo al 2%, situando la tasa de crecimiento acumulado de este índice entre finales de 1998 y el 4 de enero de 2000 alrededor del 37%. La evolución general del mercado de renta variable japonés en diciembre de 1999 parece haberse debido a las influencias opuestas de un descenso de los tipos de interés a largo plazo y de unas señales algo contradictorias sobre el ritmo de recuperación económica proporcionadas por distintos indicadores económicos.

Una característica destacada del considerable avance experimentado por las cotizaciones bursátiles de la zona del euro fue que este se produ-

jo en un contexto de aumento de los tipos de interés a largo plazo y de un fuerte incremento de la volatilidad derivada de los contratos de opciones, implícita en el índice Dow Jones EURO STOXX amplio. Mientras que la evolución del mercado de renta variable confirmaba el creciente optimismo de los participantes en el mercado respecto de las perspectivas de la economía de la zona del euro en el mes de diciembre, los recientes aumentos no se distribuyeron de manera uniforme entre los diferentes sectores de la economía. En particular, una proporción relativamente elevada del incremento registrado en diciembre se debió a un pronunciado ascenso de las cotizaciones bursátiles en los sectores de tecnología y de telecomunicaciones (incluyendo la prestación de servicios por Internet), en cada uno de los cuales las cotizaciones bursátiles subieron alrededor de un 20%, situando la tasa de crecimiento acumulado en los dos sectores el 4 de enero de 2000 en el 125% y 94%, respectivamente, con respecto a finales de 1998.

2 Evolución de los precios

Los precios de consumo volvieron a aumentar en noviembre

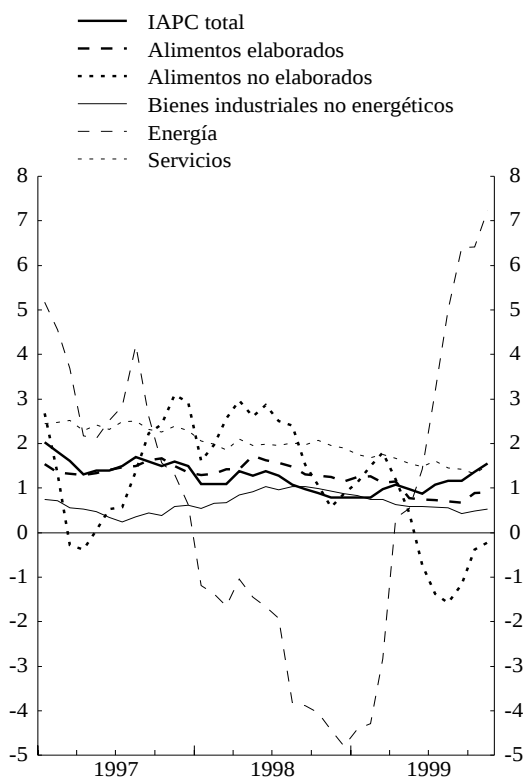
Continuando la trayectoria de ascenso gradual observada desde mediados de 1999, la tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) general experimentó un aumento de 0,2 puntos porcentuales, situándose en el 1,6% en noviembre de 1999, en comparación con el 1,4% y el 1,2% registrados en octubre y septiembre, respectivamente (véase cuadro 3). Esta evolución se encuentra en línea con las expectativas existentes, en la medida en que se puede justificar por los efectos esperados derivados del comportamiento de los precios del petróleo. La tasa de variación de los precios de los servicios ascendió también en noviembre, lo que supuso un incremento de la tasa de variación interanual del IAPC del que se excluyen la energía y los alimentos estacionales, que se situó en el 1%.

Tal como se señaló anteriormente, en la actualidad, la evolución general de los precios está fuer-

temente influida por el aumento de los precios energéticos. Tras haberse mantenido estable en el 6,4% en septiembre y octubre, la tasa de variación interanual de los precios energéticos se elevó al 7,2% en noviembre (véase gráfico 10). Este incremento de 0,8 puntos porcentuales se debió, principalmente, al aumento de los precios del petróleo que alcanzaron 23,5 euros por barril en noviembre, en comparación con los 20,8 euros por barril registrados en octubre. La subida del precio del petróleo se reflejó, en su mayor parte, en el precio de los combustibles, mientras que los otros componentes energéticos del IAPC permanecieron más estables o se vieron sometidos a presiones bajistas. En particular, el componente de electricidad mostró señales de nuevos descensos de los precios como consecuencia de la incidencia de los procesos de desregulación que han tenido lugar en algunos países de la zona del euro. Por lo que respecta al futuro inmediato, es muy probable que la tasa de variación del IAPC general vuelva a ascender en los próximos meses. Los precios del petróleo experimentaron un nuevo ascenso en diciembre

Gráfico 10

IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes



Fuente: Eurostat.

de 1999, alcanzando los 24,8 euros por barril, lo que entrañará probablemente un nuevo incremento de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, habida cuenta de que a principios de 1999 los precios de los productos energéticos alcanzaron un nivel mínimo.

Por otro lado, los precios de los alimentos no elaborados dejaron de contrarrestar de forma significativa el aumento de los precios energéticos. Ello obedeció a que el ritmo de descenso interanual de los precios de los alimentos no elaborados volvió a experimentar una desaceleración en noviembre, situándose en el 0,2%, en contraste con la mayor disminución interanual que habían registrado entre junio y septiembre de 1999. La evolución más reciente refleja el agotamiento de la reducción estacional de los precios de las hortalizas, que estaba siendo superior a la media histórica, y una recuperación estable de los precios de la carne (para más detalles sobre este tema, véase

recuadro 5 titulado «Evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados» publicado en el *Boletín mensual del BCE* de diciembre de 1999).

La exclusión de la energía y de los alimentos estacionales del IAPC no elimina, en general, todas las variaciones de precios que pueden tener un carácter transitorio. En particular, la mayor tasa de variación de los precios de los servicios, que se situó en el 1,5% en el mes de noviembre, es decir, 0,2 puntos porcentuales por encima del nivel observado en octubre, se debió, en gran medida, al incremento de un único componente de carácter variable, los viajes organizados, que posiblemente tenderá a revertir en los próximos meses. Por otra parte, en la mayoría de los países de la zona del euro la tasa de variación interanual de los precios de los servicios permaneció estable o experimentó, en algunos casos, un nuevo descenso en el mes de noviembre, debido a la persistencia de presiones bajistas asociadas a las medidas de liberalización que se han llevado a cabo en algunos sectores como el de telecomunicaciones. Por lo tanto, la información más reciente no proporciona síntomas evidentes de que el proceso de disminución estable de la tasa de variación de los precios de los servicios observado desde el final de 1998 haya llegado a su fin. En contraste con la evolución de los precios de la energía y de los servicios, las tasas de variación interanual de los precios de los productos industriales no energéticos y de los alimentos elaborados se mantuvieron estables entre octubre y noviembre, en el 0,5% y el 0,9%, respectivamente.

Los precios industriales subieron a consecuencia, principalmente, del aumento del precio del petróleo

Por lo que se refiere a los otros indicadores principales de la evolución de los precios y de los costes en la zona del euro, el índice de precios industriales registró un incremento del 2,1% en octubre de 1999, en términos interanuales, en comparación con el 1,3% observado en septiembre (véase cuadro 3). Ello reflejó, principalmente, la incidencia de los precios del petróleo sobre el precio de los bienes intermedios y, quizás también, el efecto de la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro sobre los precios de las materias

Cuadro 3

Evolución de precios y costes en la zona del euro

(tasas interanuales de variación, si no se indica lo contrario)

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				I	II	III	IV	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes													
Índice general	1,6	1,1	.	0,8	1,0	1,1	.	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6	.
Del cual:													
Bienes	1,1	0,6	.	0,3	0,6	0,9	.	0,7	0,9	1,1	1,3	1,4	.
Alimentos	1,4	1,6	.	1,3	0,6	-0,1	.	-0,1	-0,2	-0,1	0,4	0,5	.
Alimentos elaborados	1,4	1,4	.	1,2	0,9	0,7	.	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	.
Alimentos no elaborados	1,4	2,0	.	1,5	0,3	-1,4	.	-1,4	-1,6	-1,2	-0,4	-0,2	.
Bienes industriales	1,0	0,1	.	-0,2	0,6	1,5	.	1,1	1,5	1,7	1,8	2,0	.
Bienes indust. no energéticos	0,5	0,9	.	0,8	0,6	0,5	.	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	.
Energía	2,8	-2,6	.	-3,8	0,8	4,9	.	3,2	5,0	6,4	6,4	7,2	.
Servicios	2,4	2,0	.	1,7	1,6	1,5	.	1,6	1,5	1,4	1,3	1,5	.
Otros indicadores de precios y costes													
Precios industriales ¹⁾	1,1	-0,8	.	-2,6	-1,3	0,6	.	-0,1	0,6	1,3	2,1	.	.
Costes laborales industriales ²⁾	0,7	0,0	.	1,6	1,7	.	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo ²⁾	1,7	1,5	.	0,2	0,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado ²⁾	2,4	1,6	.	1,8	2,1	.	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales por hora ³⁾	2,6	1,7	.	2,0	1,9	.	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (EUR/barril) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	10,3	15,0	19,7	23,0	18,1	19,2	21,8	20,8	23,5	24,8
Precios materias primas ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	-16,0	-8,2	1,1	14,0	-2,3	-0,5	6,6	10,7	11,9	19,3

Fuente: Eurostat, datos nacionales, International Petroleum Exchanges, HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburg) y estimaciones del BCE.

1) Excluida la construcción.

2) Total de la economía.

3) Total de la economía (excluidas 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.

primas distintas del petróleo en el transcurso de 1999. Los precios de los bienes de consumo y de equipo contribuyeron, asimismo, al aumento de los precios industriales, aunque de una forma mucho menos acusada. Mientras tanto, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales totales por hora trabajada se ha revisado a la baja recientemente, situándose en el 2% y en el 1,9% en el primer y el segundo trimestres de 1999, respectivamente, en comparación con las estimaciones previas que la situaban en un 2,3% y un 2,1%. Este patrón global de crecimiento moderado de los salarios observado durante la primera mitad de 1999 se ha visto confirmado, en general, por las primeras estimaciones disponibles sobre la evolución de la remuneración por empleado en el primer y el segundo trimestre de 1999, basadas en las cifras nacionales. Sin embargo, como consecuencia de un descenso del crecimiento de la productividad

en la primera mitad de 1999, se estima que la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios ha ascendido al 1,6% y al 1,7% en el primer y el segundo trimestres, respectivamente.

En conjunto, es probable que el reciente incremento de los precios del petróleo continúe ejerciendo presiones alcistas sobre la tasa de variación del IAPC en los próximos meses. No obstante, suponiendo que los precios del petróleo hayan alcanzado su punto máximo, este aumento seguirá teniendo un carácter transitorio, ya que los efectos de los anteriores incrementos del precio del petróleo dejarán de impulsar al alza el ritmo de variación interanual. En consecuencia, la inflación, medida por los precios de consumo, volvería a descender a partir de la primavera de 2000, siempre que las negociaciones salariales próximas no originen presiones alcistas permanentes sobre los precios.

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

El crecimiento del PIB real se fortaleció en el tercer trimestre de 1999

Desde el *Boletín mensual del BCE* de diciembre, Eurostat ha publicado las primeras estimaciones de la contabilidad nacional de la zona del euro para el tercer trimestre de 1999. Estas estimaciones apuntan a un nuevo incremento del crecimiento económico en dicha zona, una vez transcurrida la primera mitad del año, confirmando, en general, las previsiones elaboradas en otoño de 1999. Se estima que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se ha elevado al 1% en el tercer trimestre de 1999, en comparación con el 0,5% y el 0,6% registrados en el primer y en el segundo trimestre de 1999, respectivamente (véase cuadro 4).

Las primeras estimaciones indican que el mayor crecimiento del PIB de la zona del euro observado en el tercer trimestre de 1999 fue debido tanto a un nuevo repunte de las exportaciones netas como a la recuperación de la demanda interna, que había experimentado un crecimiento algo más reducido en el segundo trimestre. En particular, la tasa de crecimiento intertrimes-

tral de las exportaciones de bienes y servicios (incluyendo el comercio realizado en el interior de la zona del euro) ascendió al 2,9%, lo que supuso una contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB de 0,4 puntos porcentuales, en comparación con los 0,2 puntos porcentuales observados en el trimestre anterior. La contribución de la demanda interna al crecimiento experimentó un avance, situándose en 0,6 puntos porcentuales, frente a los 0,4 puntos porcentuales registrados en el trimestre anterior, y manteniendo un nivel muy similar a las tasas de crecimiento alcanzadas en el primer y el segundo trimestre de 1999. La contribución de la demanda final (excluyendo la variación de existencias) fue, incluso, ligeramente superior. El fortalecimiento de la demanda interna registrado en el tercer trimestre de 1999 reflejó una mayor contribución al crecimiento tanto del consumo privado como del público, así como de la formación de capital fijo. Este avance sugiere, asimismo, que el debilitamiento de la demanda interna que se había producido en el segundo trimestre del año, en particular en lo que se refiere al crecimiento del consumo privado, fue de carácter transitorio; el

Cuadro 4

Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

(tasas de variación, si no se indica lo contrario; cifras desestacionalizadas)

	Tasas interanuales ¹⁾									Tasas intertrimestrales ²⁾				
	1996	1997	1998	1998 III	1998 IV	1999 I	1999 II	1999 III		1998 III	1998 IV	1999 I	1999 II	1999 III
Producto interior bruto real	1,3	2,2	2,7	2,6	1,9	1,7	1,8	2,3	0,5	0,2	0,5	0,6	1,0	
Del cual:														
Demanda nacional	0,9	1,7	3,3	3,5	3,0	2,7	2,7	2,4	0,9	0,7	0,7	0,4	0,6	
Consumo privado	1,4	1,4	2,9	3,3	3,1	2,8	2,3	2,4	0,7	0,7	0,6	0,3	0,8	
Consumo público	1,8	0,5	1,3	1,1	1,1	1,4	1,1	1,6	0,0	-0,1	1,4	-0,2	0,5	
Formación bruta de capital fijo	0,9	2,1	4,3	4,6	3,5	3,7	5,0	3,8	2,2	0,2	2,0	0,6	1,0	
Variación de existencias ^{3) 4)}	-0,5	0,3	0,4	0,4	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,4	0,2	-0,2	
Demanda exterior neta ³⁾	0,5	0,6	-0,5	-0,8	-1,0	-0,9	-0,8	0,0	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,4	
Exportaciones ⁵⁾	4,5	10,0	6,3	4,5	1,6	0,2	0,8	3,9	-0,2	-1,1	0,2	1,9	2,9	
Importaciones ⁵⁾	3,1	8,7	8,5	7,7	5,0	3,1	3,5	4,3	0,9	0,3	0,8	1,5	1,7	

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

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

2) Tasas intertrimestrales: tasa de variación sobre el trimestre precedente.

3) Aportación del crecimiento del PIB real; puntos porcentuales.

4) Incluyendo adquisiciones menos disposiciones de objetos de valor.

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.

elevado grado de confianza empresarial y de los consumidores que, como se comenta a continuación, se observa en la actualidad, tiende a confirmar este hecho.

En el tercer trimestre, la contribución de la variación de existencias al crecimiento intertrimes-

tral fue ligeramente negativa, si bien se espera que vuelva a producirse una acumulación de existencias en un período de renovado crecimiento (para una descripción más detallada de la evolución reciente de la variación de existencias y de algunas de sus implicaciones, véase recuadro 3).

Recuadro 3

Evolución reciente de la acumulación de existencias en la zona del euro

La variación de las existencias tiende a ser el componente más volátil del PIB y, aunque representa tan solo una pequeña proporción del PIB total, su contribución al crecimiento en cada trimestre suele ser relativamente grande, sobre todo en las etapas iniciales de las recesiones y las recuperaciones. Así pues, tanto las contribuciones de la variación de las existencias al crecimiento del PIB como la proporción que representan con respecto a éste pueden ser una valiosa fuente de información sobre las perspectivas económicas a corto plazo. En el presente recuadro, se considera el carácter de las existencias en el proceso económico analizando la evolución reciente de la acumulación de existencias y algunas de sus posibles implicaciones.

El carácter de las existencias en el proceso económico

Las existencias se consideran principalmente como un amortiguador que facilita la fluidez del proceso de producción ante variaciones tanto en la demanda como en la oferta. Las existencias incluyen tanto productos finales como materias primas que se utilizan como insumos intermedios y, por lo tanto, pueden guardar relación con diferentes etapas del proceso de producción. Por este motivo, las fluctuaciones que se registran tanto en determinadas categorías de existencias como en determinadas empresas podrían compensarse parcialmente entre sí a nivel agregado. Si bien también el sector agrícola y el sector público mantienen existencias, son los sectores manufacturero y de comercio minorista los que concentran el grueso de las existencias totales. Se supone que las empresas gestionan sus existencias de forma que mantengan la ratio deseada entre el nivel de existencias y la producción y el volumen de ventas previstos. Por consiguiente, las variaciones de las existencias reflejan normalmente diferencias entre las cifras efectivas y previstas de ventas y producción. Puede suponerse que la relación entre las existencias y las ventas se mantiene bastante estable a corto plazo, aunque a medio plazo puede verse afectada por los cambios operados en el proceso de producción y en la logística, como las entregas «justo a tiempo». Por este motivo, la acumulación de existencias puede también tener su origen en variaciones en la ratio existencias/ventas deseada.

La variación de las existencias en las cuentas nacionales refleja la evolución de varios tipos de existencias

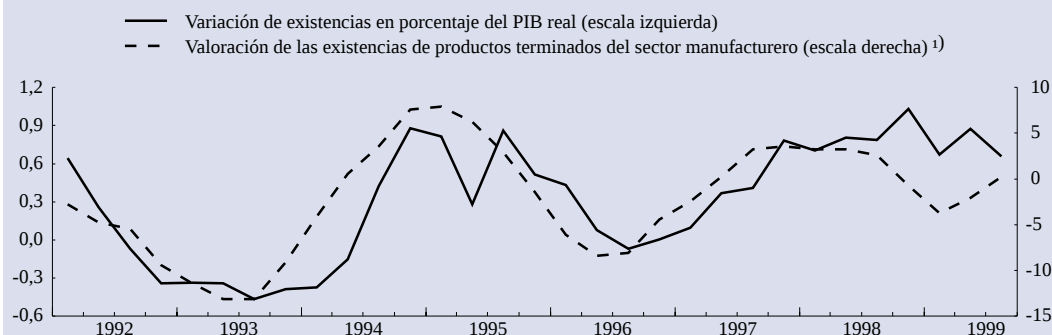
La variación de existencias que se registra en las cuentas nacionales refleja la evolución de diversos tipos de existencias, entre los que se encuentran los productos terminados, los bienes destinados a su redistribución, los materiales y las obras en curso. En la práctica, esta variación puede reflejar también discrepancias estadísticas derivadas del cómputo del PIB total, lo que explica las revisiones relativamente amplias que se observan a veces en este componente del PIB. Las estimaciones realizadas por Eurostat sobre la variación de las existencias para el conjunto de la zona del euro incluyen, además, las adquisiciones netas de objetos de valor, tales como metales preciosos y obras de arte, aunque es improbable que estas partidas representen variaciones de gran magnitud en las cifras globales de acumulación de existencias.

Si bien no se dispone de cifras desagregadas sobre la variación de las existencias en la zona del euro, a partir de las encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea, es posible obtener alguna información sobre las percepciones de las empresas de los sectores manufacturero y del comercio minorista con respecto a

la evolución de las existencias. Podría considerarse que las respectivas evaluaciones de las existencias de productos terminados y de bienes destinados a su distribución son una fuente de información sobre el nivel actual de existencias en relación con el nivel que se desea alcanzar. Pese a que, en los períodos más recientes, se han observado algunas discrepancias poco significativas, parece que la evaluación de las existencias de productos terminados en el sector manufacturero refleja con bastante exactitud la evolución de la relación entre la variación de existencias y el PIB para el conjunto de la economía (véase el gráfico siguiente). Al mismo tiempo, la evaluación de las existencias de bienes destinados a la redistribución en el sector de comercio minorista no parece seguir fielmente la misma trayectoria que la relación entre la variación de existencias y el PIB. Cuando se miden en términos de desviación con respecto a los promedios de largo plazo, los datos de las encuestas sobre el sector manufacturero y el comercio minorista indican que, actualmente, las empresas consideran que sus respectivos niveles de existencias son bastantes adecuados.

Variación de existencias y su valoración en la zona del euro

(en porcentaje, saldo neto; datos trimestrales)



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

Nota: La variación de existencias incluye también las adquisiciones menos las disposiciones de objetos de valor.

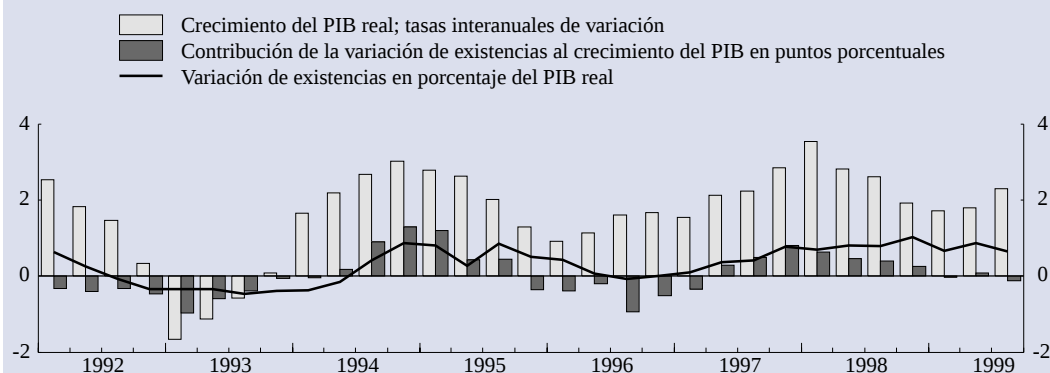
1) Medias trimestrales; con el signo cambiado; los datos se calculan como desviaciones de la media del período desde enero de 1985.

Los datos recientes indican una acumulación sostenida de existencias, a pesar de la desaceleración del crecimiento del PIB

En consonancia con la situación de la demanda en la zona del euro, la contribución de la variación de las existencias al crecimiento del PIB real en la década de los años noventa se tornó negativa durante la recesión de 1993 y la desaceleración de la actividad que se produjo en 1995/96. También se observó una pequeña contribución negativa al crecimiento tras la desaceleración de 1998 (véase el gráfico siguiente). Sin embargo, en la mayor parte del período reciente, la acumulación de existencias ha sido positiva y la relación entre la

Evolución de la variación de existencias y del PIB real en la zona del euro

(datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

Nota: La variación de existencias incluye también las adquisiciones menos las disposiciones de objetos de valor.

variación de las existencias y el PIB solo se ha reducido ligeramente durante la última desaceleración, lo que supone un aumento sostenido del nivel de existencias. Hasta cierto punto, ello podría deberse a las discrepancias estadísticas antes mencionadas y, en consecuencia, cabe la posibilidad de que estos datos sean revisados a la baja a medida que se revisen las estimaciones del PIB. Sin embargo, esta acumulación sostenida de existencias podría ser también un reflejo del ajuste al alza de las existencias necesarias para mantener la relación entre existencias y ventas en los niveles deseados, ya que la demanda interna siguió siendo bastante elevada a pesar de la sensible desaceleración del crecimiento total. Ello sería coherente con las evaluaciones recientes del nivel de existencias realizadas por las empresas, según las cuales las existencias se encuentran en niveles adecuados. Por lo tanto, de acelerarse el crecimiento de la demanda total, cabría esperar un nuevo incremento del nivel de acumulación de existencias en un futuro próximo.

Continúa la recuperación de la actividad industrial

Los datos de producción industrial de Eurostat hasta septiembre de 1999 que figuraban en el *Boletín mensual del BCE* de diciembre de 1999 confirman que la producción industrial (excluyendo la construcción) ha prolongado su senda de recuperación. En el tercer trimestre de 1999, la producción industrial (excluyendo la construcción) se incrementó un 0,9% respecto al nivel observado en el segundo trimestre, tras registrar un crecimiento intertrimestral del 0,4% en el segundo trimestre y permanecer estabilizada en el primero (véase cuadro 5). El crecimiento de la producción de bienes de consumo duradero fue mucho más intenso que en otras categorías de producción manufacturera, experimentando, sin embargo, cierta volatilidad en los últimos meses.

Tal como se señaló en el *Boletín mensual del BCE* de diciembre de 1999, la utilización de la capaci-

dad productiva en el sector manufacturero ha experimentado un ligero aumento en los últimos meses, situándose en el 81,9% en octubre de 1999, es decir, 0,3 puntos porcentuales por encima de la cota alcanzada en junio, si bien siguió manteniéndose 0,1 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en enero de 1999.

La confianza empresarial y de los consumidores volvió a crecer en noviembre

Los resultados de las encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea para el mes de noviembre de 1999 muestran un nuevo aumento de la confianza empresarial y también de la de los consumidores (véase cuadro 6). En el mes de noviembre, la confianza industrial alcanzó su nivel más alto desde agosto de 1998. El incremento registrado en noviembre volvió a reflejar una mejora de todos los componentes, incluyendo aquellos que incorporan un mayor contenido de expectativas, como las previsiones

Cuadro 5
Producción industrial en la zona del euro

(tasas interanuales de variación, si no se indica lo contrario)

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999
			Jul	Ago	Sep	Jul	Ago	Sep	Abr	May	Jun	Jul	Ago
						intermensuales			medias móviles de tres meses				
Total industria, excl. construcción	4,4	4,1	0,4	2,6	1,4	-0,1	0,4	0,1	0,7	0,4	0,9	0,9	0,9
Manufacturas	5,0	4,6	0,3	2,6	1,4	0,1	1,2	-0,7	0,7	0,5	1,1	1,3	1,2
<i>Por principales destinos económicos:</i>													
Bienes intermedios	5,4	3,7	0,8	2,3	1,9	-0,1	0,5	0,2	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8
Bienes de equipo	5,0	6,7	-1,2	1,1	1,5	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,5
Bienes de consumo	2,7	3,1	1,3	4,6	0,8	0,5	1,4	-2,2	1,0	0,7	1,6	1,5	1,1
Bienes de consumo duraderos	2,8	6,3	1,5	11,1	0,7	0,1	4,0	-4,0	1,4	1,5	2,2	2,7	2,0
Bienes de consumo no duraderos	2,6	1,5	1,4	3,1	1,1	0,5	0,5	-0,1	0,5	0,4	0,5	0,8	1,0

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.

Cuadro 6

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

(datos desestacionalizados)

	1996	1997	1998	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				IV	I	II	III	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov
Índice de clima económico ¹⁾	-2,7	2,4	3,1	-0,7	0,5	-0,4	0,1	0,0	0,5	-0,5	0,2	0,6	0,7
Indicador confianza del consumidor ²⁾	-9	-4	6	9	11	7	7	6	8	7	7	9	10
Indicador confianza industrial ²⁾	-8	4	7	1	-3	-2	2	-1	1	1	3	5	7
Indicador confianza de la construcción ²⁾	-14	-11	3	7	13	15	15	16	17	13	14	16	22
Indicador confianza comercio minorista ²⁾	-5	-3	3	3	3	2	-1	-3	0	-1	-1	-3	-3
Utiliz. de la capacidad productiva (%) ³⁾	80,3	81,4	82,9	82,4	81,9	81,7	81,8	-	81,6	-	-	81,9	-

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

1) Tasas interanuales de variación respecto al período anterior; índice 1985=100.

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.

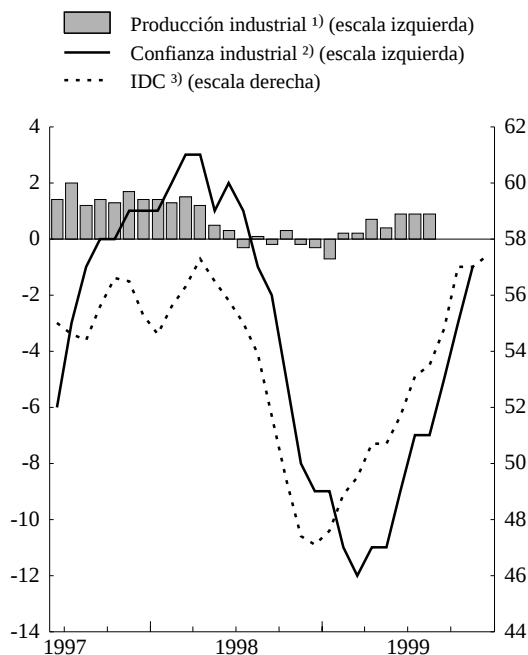
sobre la producción y la evaluación de las cartaras de pedidos. Por consiguiente, dado que la confianza de los consumidores ha mantenido niveles elevados, la brecha entre la confianza empresarial y la de los consumidores, que había surgido a principios de 1999 y se fue estrechando de forma continuada a lo largo del segundo y del tercer trimestre del año, ha desaparecido prácticamente en la actualidad. La mejoría del clima empresarial en el sector manufacturero se vio también confirmada por los resultados del Índice de Directores de Compras; este índice compuesto experimentó una mejora continuada en el transcurso de 1999, registrando un nuevo ascenso en diciembre (véase gráfico I I).

La confianza de los consumidores ha aumentado también, en comparación con el nivel alcanzado en los meses precedentes. Pese a que desde una perspectiva de largo plazo, el índice de confianza de los consumidores mantuvo niveles muy elevados a lo largo de 1999, en la primera mitad del año experimentó un ligero descenso. Sin embargo, esta tendencia cambió claramente de signo en el período transcurrido hasta noviembre de 1999, mes en que el indicador de confianza de los consumidores volvió a situarse muy próximo a su máximo histórico. Tanto el descenso inicial como el posterior aumento de este indicador

Gráfico I I

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

(datos mensuales)



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

1) Variación porcentual sobre la media móvil de tres meses anterior; datos desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables; total industria excluida la construcción.

2) Porcentajes netos.

3) Índice de Directores de Compras.

reflejan, en gran medida, cambios en la valoración de la situación económica general por parte de los consumidores.

En línea con el repunte de la confianza industrial y de la de los consumidores, el indicador de clima económico ha vuelto a alcanzar el nivel máximo registrado en julio de 1998. La última vez que se superó este nivel fue en julio de 1990. Al mismo tiempo, el indicador de confianza del comercio al por menor incluido en las encuestas de la Comisión Europea se fue deteriorando gradualmente en el curso de 1999. Tomando en consideración la recuperación del crecimiento del consumo privado que se ha producido en el tercer trimestre del año, el debilitamiento de este indicador podría reflejar factores distintos al comportamiento de la demanda de consumo, como, por ejemplo, la existencia de presiones sobre los márgenes de beneficios como consecuencia de un aumento de la competencia en el sector del comercio al por menor.

En conjunto, las cifras publicadas recientemente han confirmado las expectativas que existían sobre el fortalecimiento de la actividad económica real en la zona del euro en la segunda mitad de 1999. Aunque la información disponible sobre el cuarto trimestre de 1999 es todavía muy escasa, la información procedente de las encuestas de opinión apunta a que la recuperación actual podría haberse mantenido en ese período, en consonancia con las previsiones disponibles.

El crecimiento del empleo se mantiene estable en el tercer trimestre de 1999

Según los datos nacionales, se calcula que el empleo total ha aumentado un 0,3% en el tercer trimestre de 1999, en comparación con el trimestre anterior (véase cuadro 7), es decir, la tasa de crecimiento intertrimestral del empleo no se ha modificado con respecto a la registrada en el segundo trimestre. Parece que en el tercer trimestre de 1999, la recuperación de la actividad económica no se había traducido todavía en un incremento del crecimiento del empleo total. Sin embargo, ya se había producido entonces una mejora en la situación del empleo en el sector industrial, ya que, probablemente, este sector se ha beneficiado más que otros de la recuperación experimentada por las exportaciones en el tercer trimestre de 1999. Según los datos de Eurostat, el empleo en la industria (excluida la construcción), que había caído durante tres trimestres consecutivos, se estabilizó en el tercer trimestre de 1999. Estos datos son coherentes con la información disponible sobre las expectativas de empleo proporcionada por las encuestas empresariales de la Comunidad Europea. El hecho de que el crecimiento del empleo total se mantenga sin variaciones sugiere que el ritmo de creación neta de empleo en el sector servicios puede haberse ralentizado algo, posiblemente como consecuencia de la reducción temporal del crecimiento del consumo privado a mediados de 1999.

Cuadro 7

Crecimiento del empleo en la zona del euro

(tasas interanuales de variación, si no se indica lo contrario)

	1997	1998	1998	1999	1999	1999	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999
			IV	I	II	III	IV	I	II	III	Jul	Ago	Sep
							Tasas intertrimestrales ¹⁾						
Total de la economía(a ²⁾)	0,6	1,4	1,6	1,6	1,5	1,4	0,4	0,4	0,3	0,3	-	-	-
Total de la industria	-1,4	0,2	0,4	0,1	-0,1	.	0,1	-0,1	-0,1	.	.	.	.
Construcción	-0,4	0,1	2,1	2,6	2,7	.	1,9	0,5	-0,3	.	3,0	2,8	.
Total industria, excluida la construcción	-1,4	0,4	0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	-0,8	-0,8	-0,8
Manufacturas	-1,0	0,8	0,5	0,1	-0,6	.	-0,2	-0,1	-0,3	.	-0,5	-0,5	.

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

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

2) Excluidos Bélgica e Irlanda; datos desestacionalizados.

Cuadro 8

Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

	1996	1997	1998	1998 IV	1999 I	1999 II	1999 III	1999 Jun	1999 Jul	1999 Ago	1999 Sep	1999 Oct	1999 Nov
Total	11,6	11,6	10,9	10,6	10,3	10,1	10,0	10,1	10,0	10,0	9,9	9,8	9,8
Menores de 25 años ¹⁾	23,9	23,2	21,3	20,7	20,0	19,3	19,0	19,2	19,2	19,1	18,8	18,5	18,4
De 25 o más años ²⁾	9,8	9,9	9,4	9,2	9,0	8,9	8,7	8,8	8,8	8,8	8,7	8,6	8,6

Fuente: Eurostat.

Nota: De acuerdo con las recomendaciones de la OIT.

1) En 1998 esta categoría representaba un 24% del desempleo total.

2) En 1998 esta categoría representaba un 76% del desempleo total.

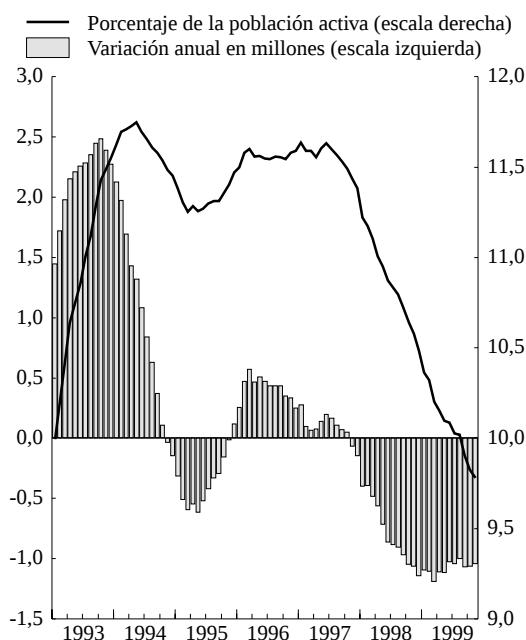
En noviembre de 1999, la tasa de paro normalizada se situó en el 9,8% (véase cuadro 8), es decir, permaneció sin cambios con respecto a la tasa registrada en octubre, la cual, junto con las tasas de septiembre y agosto, se ha revisado a la baja en un 0,1 puntos porcentuales. Por lo tanto, en la actualidad, se estima que, en septiembre de 1999, la tasa de paro cayó por debajo del 10% por primera vez desde diciembre de 1992. Los datos revisados hacen que la ralentización ocurrida en la disminución del desempleo entre mayo y agosto de 1999 sea menos pronunciada de lo que apuntaban las estimaciones anteriores. Parece que la reanudación del descenso de la tasa de paro observada a partir de septiembre ha favorecido más a los jóvenes que a las personas de más edad. Tras haberse mantenido prácticamente estable durante cuatro meses, la tasa de desempleo de los menores de 25 años cayó de nuevo en 0,7 puntos porcentuales entre septiembre y noviembre, mientras que, en el mismo período, la tasa de paro de los mayores de 25 años se redujo solo 0,2 puntos porcentuales. Simultáneamente, tanto los datos disponibles sobre vacantes como las encuestas empresariales nacionales ponen de manifiesto la escasez de mano de obra en una serie de sectores.

Posiblemente, el ritmo de creación neta de empleo, que no registró variaciones en el tercer trimestre de 1999, cobró más fuerza en el cuarto trimestre como consecuencia de la recupera-

Gráfico 12

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; series desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

ción económica. El hecho de que la tasa de paro haya mostrado de nuevo una tendencia descendente desde septiembre de 1999 (véase gráfico 12) es coherente con el panorama de fortalecimiento progresivo del crecimiento del empleo, como se señalaba en el número de noviembre del *Boletín mensual del BCE*.

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

El tipo de cambio del euro se mantuvo bastante estable en diciembre

En diciembre de 1999, los mercados cambiarios se caracterizaron por los bajos niveles de actividad, lo que puede haber contribuido a la magnitud relativamente grande de los movimientos intradía de divisas, aunque, para el conjunto del mes, los cambios bilaterales del euro registraron pocas variaciones. Además de la desaceleración normal del final del año, la disminución de la actividad en los mercados se ha debido también a la inquietud suscitada por los posibles fallos informáticos que podría entrañar la transición al nuevo milenio. Durante todo el mes, el euro se cotizó en los valores más bajos de la gama de 1999, aunque a principios de enero se produjo una recuperación.

Frente al dólar estadounidense, el euro no mostró una tendencia clara en diciembre de 1999,

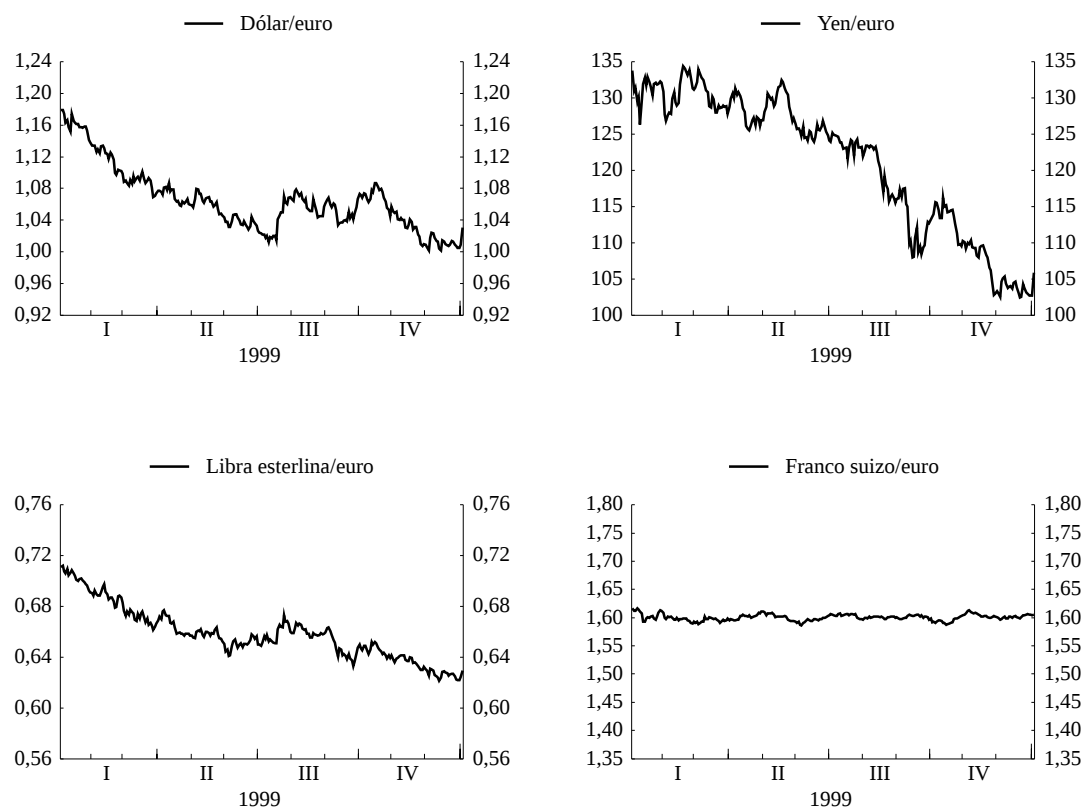
fluctuando dentro de una banda estrecha en torno a 1,01 dólares por euro (véase el gráfico 13). Aparte de los bajos niveles de liquidez del mercado, las fluctuaciones observadas a lo largo del mes podrían atribuirse a un ligero aumento de los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro, aunque los datos publicados para esta última han confirmado un fortalecimiento de la actividad económica. Al comenzar el año 2000, el euro registró un repunte, cotizándose el 4 de enero a 1,03 dólares.

En diciembre de 1999, el yen japonés alcanzó los niveles máximos que marcó a lo largo del año frente al euro y al dólar estadounidense, y fluctuó muy poco en comparación con los meses anteriores. Tras haber registrado un alza sostenida como consecuencia de la mejora de la situación durante el año, el yen no se vio afectado en gran medida por la publicación de las

Gráfico 13

Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)

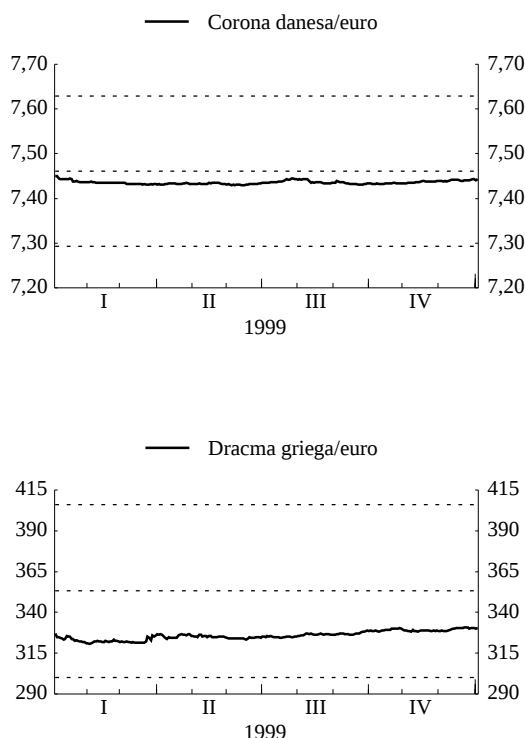


Fuente: BCE.

Gráfico 14

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 353,1) y las bandas de fluctuación respectivas ($\pm 2,25\%$ para la corona danesa y $\pm 15\%$ para la dracma griega).

cifras de crecimiento del PIB japonés correspondientes al tercer trimestre, que mostraban un ligero deterioro. El 4 de enero, el euro se apreció frente al yen situándose en 106 yenes por euro, es decir, alrededor de un 2,5% por encima del nivel registrado a primeros de diciembre.

Además, la libra esterlina se mantuvo relativamente estable frente al euro en diciembre de 1999. A principios de diciembre, los tipos de interés a largo plazo en el Reino Unido descendieron inicialmente unos 40 puntos básicos para situarse en torno al 5,2%, pero conforme avanzó el mes el aumento de los rendimientos fue una fuente de respaldo para la libra. Con el inicio del año 2000, el euro se apreció ligeramente y, el 4 de enero, se cotizaba a 0,630 libras.

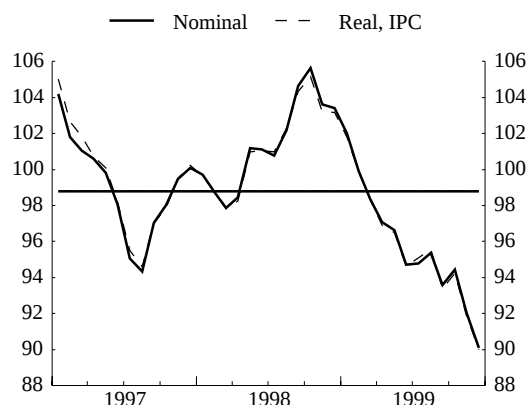
Las monedas que integran el MTC II —la corona danesa y la dracma griega— se mantuvieron básicamente estables frente al euro. Pese al descenso de los tipos de interés, la dracma permaneció en torno a un 7% por encima de su paridad central durante el período analizado (véase el gráfico 14). La corona sueca también se mantuvo bastante estable frente al euro el diciembre de 1999 y, el 4 de enero de 2000, el euro se cotizaba a 8,62 coronas. Al igual que en meses anteriores, en diciembre el tipo de cambio del franco suizo siguió situándose en niveles próximos a 1,60 francos por euro.

En términos efectivos nominales, el tipo de cambio del euro permaneció prácticamente sin variación en diciembre. Durante 1999, el euro se depreció alrededor de un 13,5% y, en diciembre, registraba un nivel medio de alrededor de un 10% menos que en el primer trimestre del año (véase el gráfico 15). Esta depreciación es atribuible, en su mayor parte, al descenso que sufrió el euro frente al dólar, la libra esterlina y el yen japonés. No obstante, otras monedas con ponderaciones más bajas en el índice —como el won coreano, el dólar canadiense y el dólar australiano— también contribuyeron al descenso del índice del tipo de cambio efectivo nominal. A estas últimas monedas les benefició la recuperación observada en Asia, así como el alza de los pre-

Gráfico 15

Tipos de cambio efectivos nominales y reales¹⁾

(medias mensuales; índice 1 1999=100)



Fuente: BCE.

1) Los datos los calcula el BCE (véase el recuadro 5 en el Boletín mensual de octubre de 1999). Un aumento del índice supone una apreciación del euro. Las líneas horizontales representan medias del período en cuestión (enero de 1997 a diciembre de 1999).

cios de los productos básicos. A primeros de enero, el euro se apreció en torno a un 1,8% con respecto al nivel registrado al final de 1999, tras las subidas experimentadas frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y al yen japonés.

El superávit por cuenta corriente no varió prácticamente en octubre al seguir mejorando las exportaciones

Tras los significativos descensos registrados en los últimos meses en relación con 1998, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en octubre de 1999 (3,6 mm de euros) en comparación con el mismo mes del año anterior. El descenso de los déficit de la balanza de servicios y de la cuenta de transferencias corrientes contrarrestó casi por completo la ligera disminución del

superávit de la balanza de bienes (0,4 mm de euros) y el aumento del déficit de la cuenta de rentas (véase el cuadro 9).

Aunque el superávit de la balanza de bienes se redujo en octubre de 1999 en comparación con el mismo mes de 1998, esta reducción fue mucho menor que en los meses anteriores, debido en parte a la recuperación sostenida de las exportaciones de bienes que, a su vez, tuvo su origen en el aumento de la demanda externa y en las mejoras en materia de competitividad de precios de la zona del euro. Aunque el valor de las exportaciones de bienes creció casi un 7% en octubre en comparación con el mismo mes del año anterior, las importaciones lo hicieron en más de un 9% durante el mismo período. Por otra parte, la mayor actividad económica observada en la zona del euro en los últimos meses, junto con la acusada subida de los pre-

Cuadro 9

Balanza de pagos en la zona del euro¹⁾

[mm de euros, comparados con mm de ECU para 1998 (datos sin desestacionalizar)]

	1998 Ene - Oct	1998 Oct	1999 Ene - Oct	1999 Ago	1999 Sep	1999 Oct
Cuenta corriente	49,8	3,7	38,1	1,5	-1,9	3,6
Ingresos	1.053,0	105,7	1.049,5	96,0	106,8	111,2
Pagos	1.003,2	101,9	1.011,4	94,5	108,7	107,6
Bienes	98,4	10,6	83,3	7,0	6,5	10,2
Exportaciones	643,7	67,1	637,8	57,3	66,6	71,7
Importaciones	545,4	56,5	554,4	50,3	60,2	61,6
Servicios	-0,7	-1,0	-5,3	-1,1	-1,3	-0,6
Exportaciones	193,3	19,4	192,1	19,9	19,8	19,7
Importaciones	193,9	20,4	197,4	21,0	21,1	20,4
Rentas	-10,5	-1,0	-7,3	0,4	-2,5	-1,9
Transferencias corrientes	-37,3	-4,9	-32,7	-4,8	-4,6	-4,0
Cuenta de capital	9,8	0,8	9,5	0,6	0,4	1,6
Cuenta financiera²⁾	-42,7	-9,7	-34,2	32,9	-32,8	30,5
Inversiones directas	-64,1	-18,0	-98,3	-5,9	-7,0	-11,6
En el extranjero	-126,0	-13,0	-151,5	-9,4	-10,5	-18,5
En la zona del euro	62,0	-5,0	53,2	3,5	3,5	6,9
Inversiones de cartera ²⁾	-76,3	-30,7	-51,1	1,8	20,2	-14,4
Activos	-250,3	-9,6	-223,2	-20,7	-17,2	-15,3
Pasivos	174,1	-21,1	172,1	22,5	37,5	0,8
Derivados financieros ²⁾	-5,8	-2,9	-0,9	1,5	-0,7	-1,4
Otras inversiones ^{2) 3)}	104,6	44,8	102,4	34,9	-47,0	57,9
Activos de reserva ²⁾	-1,1	-2,9	13,7	0,5	1,7	0,1
Errores y omisiones²⁾	-16,9	5,3	-13,3	-35,0	34,3	-35,7

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.

1) Pueden producirse discrepancias, debidas a redondeo.

2) Los datos anteriores a finales de 1998 no son claramente comparables con observaciones posteriores.

3) Los flujos anteriores a enero de 1999 incluyen estimaciones. Esta partida se encuentra en proceso de revisión.

cios de las importaciones, como consecuencia del alza de los precios del petróleo y de la depreciación del euro, parecen explicar, en gran medida, el incremento sostenido del valor de las importaciones de bienes. Como ejemplo del impacto relativo de los precios del petróleo, a juzgar por las estimaciones preliminares, cabría pensar que durante el primer semestre de 1999, casi una cuarta parte de la subida de los precios de las importaciones totales desde finales de 1998 es atribuible al alza de los precios del petróleo, mientras que aproximadamente la mitad de dicha subida sería imputable a la evolución de los precios de importación de las manufacturas.

En los diez primeros meses de 1999, el superávit de la balanza de bienes se redujo en 15,1 mm de euros en comparación con el mismo período del año anterior, lo que parece obedecer en parte a la subida de los precios de las importaciones, aunque también es un reflejo del bajo nivel que registraron las exportaciones de bienes en el primer semestre de 1999 como consecuencia de los efectos de «traslado» derivados del acusado descenso de la demanda externa en 1998, sobre todo en Japón y en los demás países de Asia. Aunque la disminución del superávit de la balanza de bienes es el principal factor determinante de la reducción del superávit por cuenta corriente durante el período comprendido entre enero y octubre de 1999, en comparación con el mismo período del año anterior, dicha disminución quedó compensada en parte por la reducción del déficit de las cuentas de rentas y transferencias corrientes.

Continúan las salidas netas de capital en los diez primeros meses de 1999

En los diez primeros meses de 1999, las salidas netas de inversión directa y de cartera ascendieron a 149,4 mm de euros, frente a los 140,4 mm de ECU registrados en el mismo período del año anterior.

En relación con el mismo período de 1998, las salidas netas de inversión directa en los diez primeros meses de 1999 aumentaron más de un

50%, pasando de 64,1 mm de ECU a 98,3 mm de euros. En concreto, los residentes de la zona del euro invirtieron más en el exterior en los diez primeros meses de 1999 que en el mismo período de 1998 (151,5 mm de euros frente a 126 mm de ECU). Al mismo tiempo, la inversión extranjera directa en la zona del euro fue algo menor (53,2 mm de euros frente a 62,0 mm de ECU en los diez primeros meses de 1998). En octubre de 1999, las salidas netas de inversión directa ascendieron a 11,6 mm de euros.

En cambio, las salidas netas de inversión de cartera se redujeron a 51,1 mm de euros en el período comprendido entre enero y octubre de 1999, frente a los 76,3 mm de ECU registrados en el mismo período del año anterior. Ello se debió, en gran medida, a un descenso de la inversión de cartera en el exterior por parte de los residentes de la zona del euro, que en octubre alcanzó el nivel mínimo del año hasta la fecha (15,3 mm de euros). Las cifras mensuales correspondientes a la inversión de los residentes de la zona del euro en valores extranjeros de renta fija indican que, en el primer semestre del año, se produjeron salidas de inversión relativamente altas, que han sido notablemente menores en los meses más recientes. Ello coincidió con la reducción de los diferenciales de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro que tuvo lugar desde los meses del verano. En los últimos meses, las inversiones de los residentes de la zona del euro en los mercados extranjeros de renta variable se han atenuado también un poco, en consonancia con el comportamiento relativamente favorable del mercado bursátil de dicha zona.

Las entradas de inversión de cartera en la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin cambios en los diez primeros meses de 1999 en comparación con el mismo período del año anterior. Sin embargo, en octubre se produjo un pronunciado descenso en las compras de valores de la zona del euro por parte de no residentes, que bajaron de 37,5 mm de euros en septiembre a 0,8 mm de euros en octubre, al reducir los no residentes sus tenencias de bonos y obligaciones de la zona del euro.

La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera

El euro inició con éxito su andadura hace un año. La política monetaria única para la zona del euro, que ejecuta el Consejo de Gobierno del BCE desde el comienzo de 1999, se basa en la evolución económica de toda la zona. Para poner en perspectiva el entorno en el que se adoptó la moneda única, en un artículo publicado en la edición de enero de 1999 del Boletín mensual del BCE se analizaron algunas de las principales características estructurales de la zona del euro, como la escala y el grado de apertura de la economía, así como la estructura financiera. Se puso de relieve la singularidad de esas características con respecto a las que se daban en cada uno de los Estados miembros antes de la incorporación a la zona y, por lo tanto, es importante tener presentes estas diferencias a la hora de realizar un análisis económico de dicha zona. Muchas características estructurales de la economía de la zona del euro en su conjunto han variado muy poco durante este último año, pero la introducción de la moneda única ya ha tenido repercusiones importantes en la estructura y la evolución de los mercados financieros de la zona. En el presente artículo se describen las principales características estructurales de la economía de la zona del euro y los cambios más importantes ocurridos en los mercados financieros. Entre estos cambios cabe destacar, sobre todo, la rápida integración de los mercados monetarios nacionales en un solo mercado para la zona y el rápido crecimiento del mercado de renta fija privada denominada en euros, que ha brindado diversas oportunidades para la financiación empresarial dentro de la zona del euro.

I Principales características macroeconómicas de la zona del euro

La zona del euro tiene una considerable importancia en la economía mundial

En el cuadro I se subrayan algunas de las características macroeconómicas más importantes de la zona del euro utilizando los últimos datos disponibles de diversas fuentes. En los casos necesarios, las comparaciones entre la zona del euro, Estados Unidos y Japón, se basan generalmente en la conversión de los datos nacionales a una moneda común aplicando los tipos de cambio vigentes en el período correspondiente, a menos que se indique lo contrario. Como se afirmaba en la edición de enero de 1999 del *Boletín mensual del BCE*, a escala mundial, la zona del euro es una «economía de gran tamaño», con un notable poder adquisitivo que solo supera el de Estados Unidos. Según los últimos datos disponibles, los Estados miembros de la zona del euro concentran, en conjunto, alrededor del 15,5% del PIB mundial. Esta cifra es algo más baja que la de Estados Unidos (un 20,75%), pero equivale a algo más del doble de la de Japón (que se sitúa en torno al 7,5%). En comparación, se estima que, a título individual, la economía más grande de la zona del euro concentra sólo un 4,5% del PIB mundial.

Los últimos datos disponibles sobre la desagregación sectorial de la actividad económica para el conjunto de la zona del euro indican que la estructura de la producción es, en general, muy

similar a las de Estados Unidos y Japón. El principal sector es el de servicios, que representa alrededor del 67% de la producción total. La magnitud de este sector es menor que en Estados Unidos (72%), pero mayor que en el caso de Japón (60%). El sector industrial (incluida la construcción) representa algo menos de un tercio de la actividad total de la zona del euro, es decir una proporción mayor que en Estados Unidos, pero ligeramente menor que en Japón. Por último, la producción del sector primario —agricultura, pesca y silvicultura— es similar en las tres economías y se limita al 2%, aproximadamente, del producto total.

La zona del euro concentra una proporción elevada del comercio mundial

Por lo que respecta al comercio mundial, la zona del euro tiene la cuota de mercado más elevada, con un porcentaje de sus exportaciones sobre la exportación mundial total que supera al de Estados Unidos o Japón (19,5% frente a un 15% y un 8,5%, respectivamente). El grado de apertura, medido por el promedio de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios como porcentaje del PIB, es mayor que en Estados Unidos o Japón (16%, frente a un 12% y un 10,5%, respectivamente). Al mismo tiempo, se mantiene el principio de que, a nivel individual,

cada Estado miembro de la zona realiza el mayor número de intercambios con otros Estados miembros. Desde una perspectiva de conjunto de la zona, estos intercambios constituyen comercio interior y, por lo tanto, no se ven afectados por las fluctuaciones del tipo de cambio del euro frente a otras monedas. Se trata, pues, de una distinción importante, ya que, antes de la entrada en vigor de la Unión Monetaria, se consideraba a cada uno de los Estados miembros como «pequeñas o medianas economías abiertas», en las que la razón entre el promedio de las exportaciones e importaciones de bienes y el PIB era mucho mayor. Para el conjunto de la zona del euro, las exportaciones de bienes como porcentaje del PIB ascendieron a algo más del 13% en 1998, mientras que las importaciones se situaron ligeramente por encima del 11%. El comercio exterior de servicios es importante,

pero menos que el comercio de mercancías: las exportaciones y las importaciones de servicios representan alrededor del 4% del PIB.

Otro rasgo sobresaliente del comercio exterior de la zona del euro desde una perspectiva de conjunto es su distribución geográfica (véase el gráfico 1). El Reino Unido, Estados Unidos, Suiza y Japón (ordenados de mayor a menor por su cuota de participación en el comercio exterior) representan, en conjunto, alrededor del 43% de los intercambios comerciales totales de la zona del euro. Otros países ajenos a la zona del euro representan otro 8%. Por su parte, Rusia y China, son dos importantes socios comerciales y los intercambios comerciales con las otras cuatro economías asiáticas (Taiwan, Corea del Sur, Hong Kong y Singapur) representan otro 5,5% del total. Por último, los países de Europa central

Cuadro I

Principales características de la zona del euro

	Período de referencia	Unidad	Zona del euro	Estados Unidos	Japón
Población ¹⁾	1998	millones hab.	291	271	126
PIB (porcentaje del PIB mundial) ²⁾	1998	%	15,5	20,8	7,4
Sectores de producción ³⁾					
Agricultura, pesca, silvicultura	1995	% del PIB	2,2	1,8	1,9
Industria (incluida la construcción)	1995	% del PIB	30,8	26,3	38,0
Servicios	1995	% del PIB	66,8	71,9	60,0
Administraciones Públicas					
Recursos	1999	% del PIB	47,1	36,1	30,5
Empleos	1999	% del PIB	48,6	33,9	38,7
Exportaciones de bienes ⁴⁾	1998	% del PIB	13,2	7,9	9,9
Exportaciones de bienes y servicios ⁴⁾	1998	% del PIB	17,1	11,0	11,5
Importaciones de bienes ⁴⁾	1998	% del PIB	11,1	10,8	6,7
Importaciones de bienes y servicios ⁴⁾	1998	% del PIB	15,1	12,9	9,6
Exportaciones (porcentaje de las exportaciones mundiales) ⁴⁾	1998	%	19,6	15,0	8,5
Tasa de participación de la población activa	1998	%	66,4	77,4	72,6
Tasa de empleo ⁵⁾	1998	%	59,4	73,8	69,5
Tasa de desempleo (porcentaje de la población activa) ⁶⁾	Oct 1999	%	9,9	4,1	4,6
Administraciones Públicas					
Superávit (+) o déficit (-)	1999	% del PIB	-1,6	2,2	-8,2
Endeudamiento bruto	1999	% del PIB	72,9	57,7	127,8
Balanza por cuenta corriente	1998	% del PIB	1,0	-2,6	3,2

Fuentes: Eurostat (población y desempleo), previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 1999, [datos de las Administraciones Públicas (año natural)], OCDE (sectores de producción, tasa de participación de la población activa y tasa de empleo; estimaciones del BCE para la zona del euro), FMI (porcentaje del PIB mundial, exportaciones, importaciones, exportaciones en porcentaje de las exportaciones mundiales, endeudamiento bruto de Estados Unidos y Japón y la balanza por cuenta corriente), datos nacionales (para Estados Unidos y Japón: desempleo) y BCE (para la zona del euro: exportaciones, importaciones, y la balanza por cuenta corriente).

1) A 1 de enero de 1999.

2) Los porcentajes del PIB se basan en la valoración de la paridad del poder adquisitivo de los PIB de los distintos países.

3) Para la zona del euro: 1995 o los últimos datos anuales disponibles; para Estados Unidos: 1994.

4) Excluido el comercio dentro de la zona del euro; exportaciones: f.o.b. (franco a bordo); importaciones: c.i.f. (coste, seguro y fletes).

5) Porcentaje de la población en edad laboral que representan las personas empleadas con edades comprendidas entre los 15 y 64 años.

6) Estados Unidos: noviembre de 1999.

y oriental representan alrededor del 7% del total. Por lo que se refiere a la composición del comercio exterior, la maquinaria y el equipo de transporte, otros productos manufacturados y los productos químicos representan el grueso de estos intercambios. Sin embargo, la importancia relativa de otras economías para la competitividad del euro no sólo depende de las exportaciones e importaciones directas, sino también de los llamados efectos de «terceros países» (es decir, que hay que tener en cuenta la competencia que sufren los exportadores europeos en los mercados de terceros países, en los que se enfrentan a otros exportadores y a los respectivos productores nacionales). Dichos efectos se tienen presentes, por ejemplo, al calcular el tipo de cambio efectivo del BCE. Desde esta perspectiva, Estados Unidos tiene más importancia que el Reino Unido y también los países de Asia cobran mayor relevancia.

Se observan diferencias importantes en los mercados de trabajo nacionales de la zona del euro

Para el conjunto de la zona del euro, el nivel medio de desempleo se situaba en 1999 ligeramente por encima de 13 millones de personas, o lo que es lo mismo, en algo más del 10% de la población activa, es decir una tasa de desempleo significativamente más alta que la de Estados Uni-

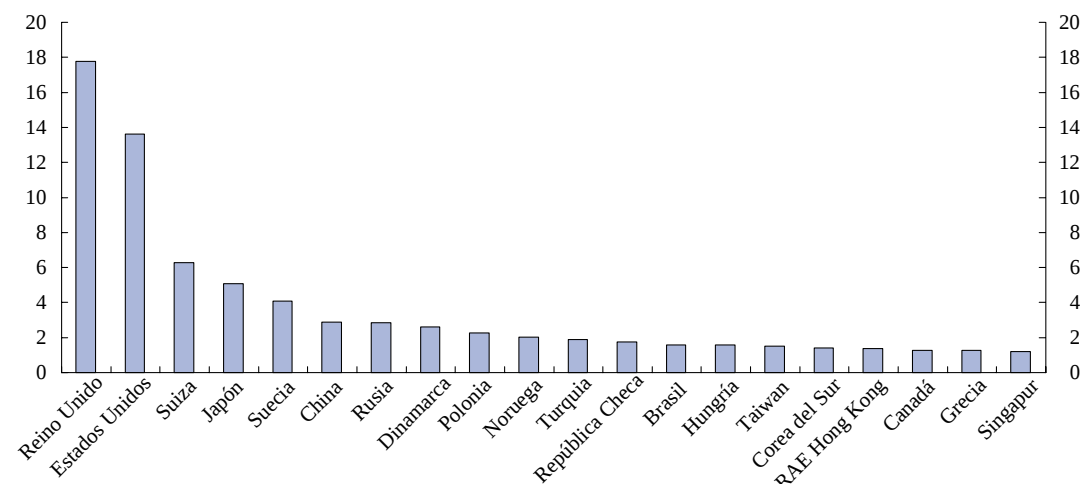
dos o Japón. Este comportamiento diferenciado de los mercados de trabajo se ha mantenido a lo largo de varios años (véase el gráfico 2). La tasa de participación (la suma del empleo y el desempleo como porcentaje de la población en edad de trabajar) permite obtener información adicional sobre las características del mercado de trabajo. Para la zona del euro, esta tasa se estima en torno al 66,5%, frente a más del 72,5% en Japón y más del 77% en el caso de Estados Unidos. Las diferencias son aún mayores en la *ratio* empleo/población en edad de trabajar, con porcentajes inferiores al 60% en la zona del euro, frente a casi un 70% en Japón y cerca del 74% en Estados Unidos.

Las características estructurales de los mercados de trabajo —costes salariales y no salariales, legislación en materia de protección del empleo, empleo a tiempo parcial, así como el importe y la duración del seguro de desempleo— varían significativamente de un país a otro dentro de la zona del euro. Los datos del conjunto de la zona ocultan notables diferencias entre los Estados miembros participantes, observándose tasas de crecimiento y de creación de empleo ligeramente más altas en algunos países que son consecuencia de las reformas estructurales adoptadas con anterioridad en los mercados de trabajo y de bienes, así como de las distintas situaciones cíclicas. Las diferencias en las tasas de desempleo

Gráfico 1

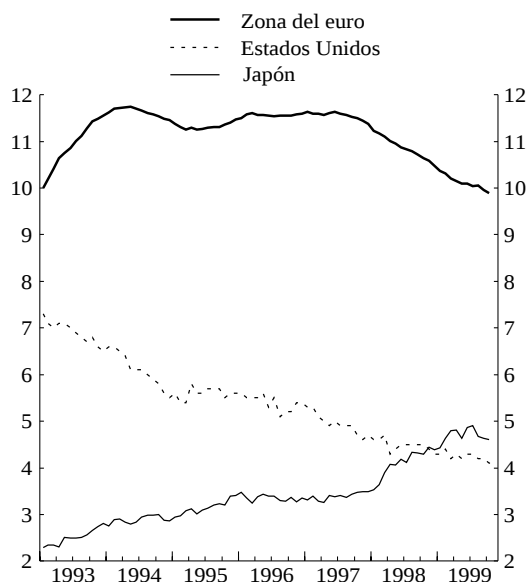
Ponderaciones por el comercio de los principales socios comerciales de la zona del euro

(en porcentaje; media 1995-1998)



Fuente: Las estimaciones del BCE se basan en los datos sobre comercio de Eurostat.

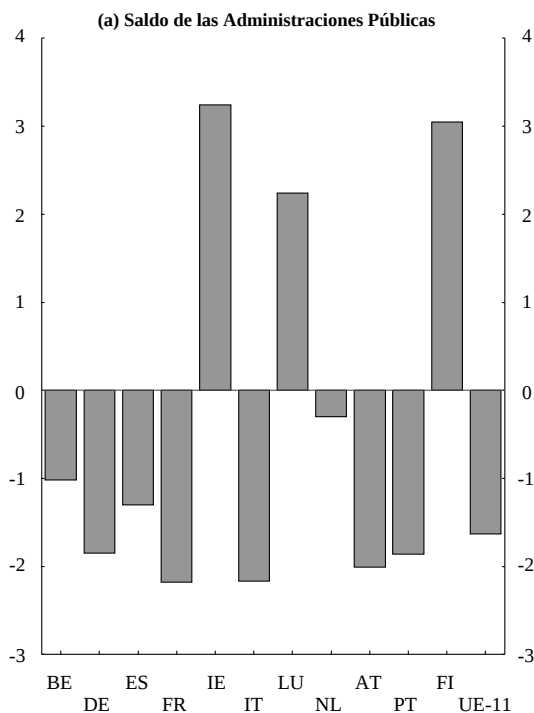
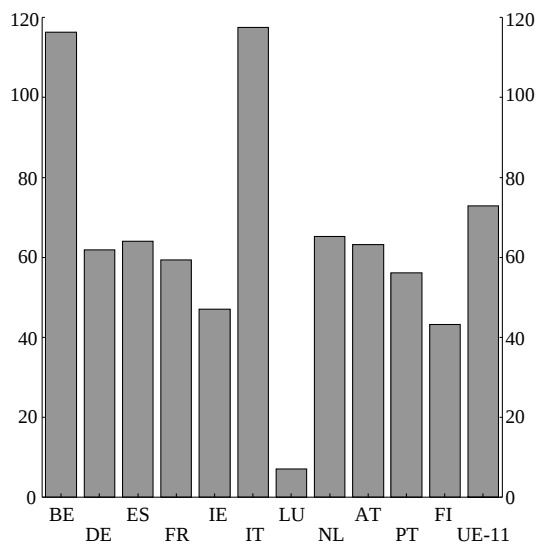
Nota: La suma de las exportaciones y de las importaciones está expresada en porcentaje del total de las exportaciones y de las importaciones de la zona del euro.

Gráfico 2**Desempleo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón***(porcentaje de la población activa; datos mensuales desestacionalizados)**Fuentes: Eurostat y datos nacionales.*

se ponen de manifiesto en el hecho de que, mientras que el desempleo era menor que en Estados Unidos en sólo dos Estados miembros de la zona en 1999 (Luxemburgo y los Países Bajos), en otros cuatro (España, Francia, Italia y Finlandia) se situaba por encima del 10%.

Es necesario proseguir con el proceso de consolidación de los presupuestos del Estado

En el conjunto de la zona del euro, la *ratio* entre la deuda y el PIB sigue situándose muy por encima del nivel de referencia establecido en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. La Comisión Europea estima que dicha *ratio* ha bajado en promedio al 72,9% en 1999. Al mismo tiempo, la *ratio* entre el déficit de las Administraciones Públicas y el PIB sólo ha mejorado ligeramente para el conjunto de la zona, situándose en 1999 en un nivel del 1,6%, según las últimas estimaciones. Como se observa en el gráfico 3, hay grandes variaciones entre los distintos países integrantes de la zona, en lo que respecta tanto al déficit

Gráfico 3**Posiciones fiscales de la zona del euro en 1999***(en porcentaje del PIB)***(b) Endeudamiento bruto de las Administraciones Públicas***Fuente: Comisión Europea (previsiones, otoño de 1999).**Nota: Los datos son estimaciones.*

como a la deuda, y sólo unos pocos países han declarado superávits presupuestarios y *ratios* deuda/PIB inferiores al 60% en 1999.

En general, los desequilibrios presupuestarios y los niveles de endeudamiento de las Administraciones Públicas son más elevados en la zona del euro que en Estados Unidos, pero inferiores a los de Japón. Sin embargo, las comparaciones con estos dos países se ven afectadas por las respectivas situaciones cíclicas que son muy diferentes. También hay que tener presente que, a más largo plazo, el envejecimiento de la población representa un problema grave para la viabilidad de los planes públicos de pensiones financiados con cargo a los ingresos corrientes, o sistemas de reparto, vigentes en estas tres economías.

Las dimensiones y la estructura del sector público en la zona del euro se diferencian notablemente de las de Estados Unidos y Japón. La proporción del PIB que representa el gasto público es mucho mayor en la zona del euro que

en Japón o Estados Unidos (49%, frente a 39% y 34%, respectivamente). Las transferencias públicas corrientes son relativamente altas en los países de la zona del euro, debido, en gran medida, a las características de los sistemas de seguridad social. La proporción del PIB que se dedica a la prestación de servicios públicos colectivos es también mayor en la zona del euro que en Estados Unidos o Japón. Por lo que respecta a la estructura de los ingresos públicos, las cotizaciones a la seguridad social son más altas en los países de la zona del euro y Japón que en Estados Unidos, y ascienden aproximadamente a un tercio de los ingresos públicos corrientes. Mientras que en la zona del euro se recurre en mayor medida a los impuestos indirectos, los impuestos directos desempeñan un papel más relevante en Estados Unidos y Japón.

2 Estructura financiera de la zona del euro

Predominio de la financiación indirecta en la zona del euro

Aunque se están produciendo algunos cambios en la estructura financiera de la zona del euro, todavía puede considerarse que sigue siendo una estructura financiera de orientación bancaria. Ello se

debe a que los préstamos bancarios internos representaron en 1999 un mayor porcentaje del PIB que la financiación mediante emisiones de deuda interior (100% frente a 89% al final de junio). Dichas emisiones proceden en su mayoría del sector público (véase el cuadro 2). Además, la capita-

Cuadro 2

Estructura financiera de la zona del euro, Estados Unidos y Japón

	Período de referencia	Unidad	Zona del euro	Estados Unidos	Japón
Depósitos bancarios ¹⁾	Jun 1999	mm de euros	4.752,2	4.742,8	4.467,5
	Jun 1999	% del PIB	77,8	55,2	111,7
Préstamos bancarios ²⁾	Jun 1999	mm de euros	6.136,1	4.154,8	4.280,8
	Jun 1999	% del PIB	100,4	48,4	107,0
Saldo de la deuda interior	Jun 1999	mm de euros	5.422,7	14.140,8	5.061,1
	Jun 1999	% del PIB	88,8	164,6	126,5
– emitida por empresas	Jun 1999	mm de euros	202,3	2.493,8	583,4
– emitida por instituciones financieras	Jun 1999	mm de euros	1.891,5	3.900,1	753,7
– emitida por el sector público	Jun 1999	mm de euros	3.329,0	7.746,8	3.723,9
Capitalización bursátil ³⁾	Oct 1999	mm de euros	4.346,0	13.861,1	6.275,8
	Oct 1999	% del PIB	71,1	163,3	137,7

Fuentes: BPI (deuda interior), BCE (depósitos bancarios y préstamos de las IFM para la zona del euro), FMI (depósitos bancarios y previsiones del PIB de Japón y Estados Unidos), Eurostat (previsiones del PIB para la zona del euro y capitalización bursátil), Reserva Federal (préstamos bancarios, Estados Unidos) y Banco de Japón (préstamos bancarios, Japón).

1) Para la zona del euro, se incluyen los depósitos a la vista, los depósitos a plazo y los depósitos disponibles con previo aviso de IFM distintas del BCE y de los BCN. En el caso de Estados Unidos, se incluyen los depósitos a la vista, a plazo y de ahorro de todas las entidades bancarias, mientras que en Japón, los datos comprenden los depósitos a la vista y a plazo de las entidades de depósito. En el caso de Japón, no se incluyen otras entidades bancarias que ofrecen sustitutos próximos de los depósitos.

2) Para la zona del euro, se incluyen los préstamos a residentes de dicha zona del balance consolidado de las IFM de la zona. En el caso de Estados Unidos, se incluyen los préstamos totales de bancos comerciales, entidades de ahorro y cooperativas de crédito (de las cuentas de flujo de fondos de Estados Unidos, de la Reserva Federal), mientras que en Japón los datos comprenden los préstamos totales de entidades de depósito del panorama monetario del Banco de Japón.

3) Debido a las diferencias en las normas de declaración de datos y en la metodología de cálculo, los datos no son totalmente comparables.

lización bursátil en la zona del euro ascendió en octubre de 1999 a un 71% del PIB. En cambio, en el caso de Estados Unidos, podría considerarse que la estructura financiera se ajusta más a las características de una estructura titulizada, ya que la financiación mediante emisiones de deuda interior (en porcentaje del PIB) es considerablemente mayor que la obtenida de los bancos (165% frente a 48% en junio de 1999). El saldo vivo de la deuda interior y la capitalización bursátil en porcentaje del PIB son mucho mayores en Estados Unidos que en la zona del euro. En Japón, la estructura financiera parece estar menos titulizada que en Estados Unidos, pero más que en la zona del euro. Ello se debe, en parte, a la elevada proporción que representan las emisiones del sector público sobre el saldo total de deuda interior.

En la sección siguiente se analiza la tendencia a la concentración que se observa actualmente en el sector financiero de la zona del euro. También se comentan los principales cambios que han tenido lugar en los mercados monetarios de la zona del euro, en los que se negocian valores de renta fija a corto plazo (es decir, con plazos de vencimiento inferiores a un año) y en los mercados de capital, que concentran la financiación a largo plazo (bonos y valores de renta variable). La información se basa en indicadores tales como el tamaño, la amplitud y la profundidad de dichos mercados. Asimismo, se describe la aparición de nuevos instrumentos denominados en euros y se esboza la estructura del mercado de divisas en euros. Las conclusiones se basan, en parte, en análisis realizados por el SEBC.

Continúa el proceso de concentración en la industria de servicios financieros

Durante 1999, se ha intensificado el proceso de concentración en la industria de servicios financieros de la zona del euro. En el período comprendido entre diciembre de 1998 y noviembre de 1999, el número de Instituciones Financieras Monetarias (IFM) de la zona ha pasado de 9.856 a 9.443, lo que supone un descenso de aproximadamente un 4%. El número correspondiente al grupo más importante de IFM —las entidades de crédito— ha disminuido casi un 5%, de las

8.320 existentes a finales de 1998 a las 7.906 contabilizadas en noviembre de 1999. Esta reducción en el número de entidades de crédito ha constituido una tendencia continuada durante más de una década.

La tendencia a la concentración en el sector bancario refleja la respuesta de los bancos a los cambios observados en las condiciones de los mercados europeos, que, a su vez, se han visto alentados por una serie de factores. Entre ellos, los mencionados con más frecuencia son los avances tecnológicos, la desregulación, la liberalización y la globalización. Se considera que la introducción del euro ha reforzado todos estos factores. Es importante subrayar que los cambios en las condiciones de los mercados varían considerablemente entre las distintas áreas de actividad bancaria. Los más importantes han tenido lugar en la banca mayorista, con la creación de un mercado interbancario integrado y de gran tamaño en la zona del euro. Los cambios en las actividades de la banca minorista parecen ser más graduales. La creación de grandes grupos nacionales ha sido uno de los principales acontecimientos ocurridos en esta área de actividad durante 1999.

Evolución del mercado monetario de la zona del euro

Como consecuencia de la introducción del euro y del nuevo marco de política monetaria, el mercado monetario ha experimentado un proceso de profunda integración y estandarización en toda la zona del euro. Sin embargo, el grado de integración logrado hasta la fecha difiere entre los distintos segmentos del mercado. Los segmentos más integrados son el mercado de depósitos sin garantías, en el que los bancos intercambian liquidez a corto plazo sin el respaldo de activos de garantía, y los mercados de derivados. Entre los segmentos del mercado relativamente menos integrados se encuentran el mercado de repos, en el que los participantes intercambian liquidez a corto plazo utilizando como contraprestación activos de garantía, y los mercados de valores a corto plazo (letras del Tesoro, pagarés de empresa y certificados de depósito).

La necesidad de redistribuir la liquidez entre los once países de la zona del euro, incluida la liquidez inyectada por el Eurosistema a través de sus operaciones de financiación, ha potenciado el desarrollo de las transacciones transfronterizas en el mercado monetario. Dichas transacciones representan actualmente más del 50% de la actividad total en todos los segmentos del mercado monetario. Este desarrollo se ha visto favorecido por el buen funcionamiento del sistema TARGET para la transferencia de grandes pagos en la zona del euro y en otros países de la UE. TARGET ha desempeñado un papel fundamental a la hora de facilitar la redistribución de la liquidez en la zona del euro, así como en las actividades de arbitraje, lo que contribuye a nivelar los precios vigentes en los distintos segmentos de los mercados monetarios de la zona. El incremento en la actividad transfronteriza ha sido especialmente notable en los segmentos de operaciones sin garantías y en los *swaps*, lo que ayuda a explicar su manifiesta homogeneidad y elevado nivel de liquidez. Dicha homogeneidad es evidente en los vencimientos a un día, como muestran las muy limitadas diferencias entre los tipos de interés a un día vigentes en los distintos países de la zona del euro. Esto queda reflejado en los tipos ofrecidos por los bancos con mayor volumen de actividad en los distintos países de la zona del euro que forman parte del panel utilizado para calcular el tipo oficial de referencia para el mercado a un día, el EONIA (índice medio del euro a un día).

En el mercado monetario de la zona del euro se ha producido otra serie de cambios estructurales relacionados con la intensificación de la actividad transfronteriza. Entre ellos destacan la creciente concentración de las actividades de la gestión de tesorería en euros llevada a cabo por los participantes en los mercados, que contrasta con la situación anterior caracterizada por una mayor descentralización como consecuencia de unos mercados monetarios fragmentados, el aumento de la competitividad, el mayor número de contrapartes de que pueden disponer actualmente los bancos y el incremento de la liquidez en los mercados secundarios.

El mercado de depósitos sin garantías muestra un alto grado de integración

De los diversos segmentos del mercado monetario de la zona del euro, el mercado de depósitos sin garantías es el que se encuentra más integrado. Merece la pena destacar que, en este segmento, la liquidez se concentra fundamentalmente en los plazos más cortos, sobre todo en las operaciones a un día. Esta concentración ha aumentado significativamente desde comienzos de 1999, registrándose un salto del 40% en el volumen de los depósitos con vencimiento a un día entre finales de 1998 y el primer semestre de 1999. La inmediata y plena aceptación de los índices EONIA y EURIBOR (el tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro y un tipo de referencia para el mercado monetario del euro hasta un año) por parte de todos los participantes, ha desempeñado un papel fundamental a la hora de ofrecer al mercado un tipo de referencia uniforme, lo que ha contribuido a su plena integración. Este hecho queda reflejado en la práctica igualdad de los niveles de los tipos de interés a corto plazo corregidos por el riesgo de los participantes pertenecientes a los distintos países de la zona del euro.

Por lo que respecta a los participantes en el mercado monetario, hay que señalar que algunos de los más importantes, que anteriormente centraban su negocio en los mercados nacionales o en los mercados europeos más activos, han ampliado de forma natural el ámbito de sus actividades al conjunto de la zona del euro. Al mismo tiempo, la aceleración del ritmo del proceso de integración ha favorecido la concentración de las actividades de gestión de tesorería y las relacionadas con los mercados monetarios. Los principales participantes parecen haber aumentado su cuota de mercado, al beneficiarse de un mercado de mayor tamaño y más líquido y de unos esfuerzos de reorganización interna que han mejorado su competitividad. Parece que está surgiendo un cierto perfil de especialización relacionado con el tamaño, según el cual los grandes bancos serían más activos en el segmento de las operaciones transfronterizas realizadas en el mercado monetario del conjunto de la zona, potenciando así la integración de los mercados y

garantizando condiciones homogéneas para la financiación de los bancos de menor tamaño. En cierta medida, este tipo de segmentación ya existía con anterioridad a la introducción del euro y no parece haber deteriorado las condiciones de financiación para los bancos más pequeños.

El mercado de repos no está todavía plenamente integrado

Si se compara con el mercado de depósitos sin garantías, los mercados de repos de la zona del euro no se encuentran aún plenamente integrados, tal y como indica la diversidad de tipos de interés vigentes en el mercado con «activos de garantía generales» (es decir, el segmento del mercado en el que se utilizan como activos de garantía valores que se aceptan de forma generalizada en todo el mercado debido a sus características relativamente homogéneas). Los principales motivos de esta situación son los siguientes:

- los distintos tipos de interés de los bonos subyacentes y sus diversos grados de liquidez;
- la falta de armonización en la documentación jurídica utilizada en los pactos de recompra;
- las dificultades prácticas en la gestión y liquidación transfronteriza de los activos de garantía;
- el distinto tratamiento fiscal de los bonos; y
- la desigual disponibilidad de los activos de garantía en la zona del euro.

Las operaciones dobles a plazos más largos parecen resultar más atractivas, puesto que ofrecen una mayor seguridad. La expansión del mercado de repos está aparentemente relacionada no sólo con la introducción del euro, sino también con la necesidad de limitar el riesgo de crédito y reducir los requerimientos de capital. El tamaño de las operaciones estándar ha aumentado también, siendo habituales contratos por un valor comprendido entre los 50 millones y 100 millones de euros.

Se perciben algunos cambios en los mercados de valores a corto plazo

Si se compara con el segundo semestre de 1998, los mercados de valores a corto plazo de los países de la zona del euro registraron un incre-

mento en las nuevas emisiones brutas durante el primer semestre de 1999, con la excepción de las letras del Tesoro (valores de renta fija a corto plazo emitidos por los Tesoros nacionales), que experimentaron un descenso cercano al 7%. Sin embargo, las letras del Tesoro continúan siendo el segmento más importante en cuanto al volumen de operaciones y a los saldos vivos. La reducción de los valores a corto plazo emitidos por los distintos Tesoros nacionales de la zona del euro en relación con la emisión bruta de certificados de depósito y de pagarés de empresa, es decir, valores de renta fija a corto plazo emitidos por bancos y empresas, respectivamente, tiene su origen en la mejora de la situación fiscal de los gobiernos nacionales, así como en la concentración de la deuda pública a favor de vencimientos más largos. Además, el fortalecimiento de la actividad económica y la tendencia hacia la desintermediación financiera han favorecido también el crecimiento de las emisiones de valores de renta fija privada a corto plazo.

Aunque los datos disponibles no son completos, hay indicios de que, a diferencia del mercado de depósitos sin garantías y, en menor medida, del mercado de renta fija, los mercados de valores a corto plazo de la zona del euro siguen estando bastante fragmentados. Sin embargo, el punto de partida de estos mercados en enero de 1999 fue muy distinto del existente en el mercado de depósitos sin garantías, que, desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), ha sido muy líquido y estandarizado y ha podido depender del apoyo infraestructural del sistema TARGET. En cambio, los mercados primario y secundario de los mercados de valores a corto plazo estaban poco desarrollados o eran inexistentes en la mayoría de los países de la zona del euro, y las operaciones transfronterizas eran poco importantes.

La explicación más ampliamente aceptada de la limitada integración existente en la actualidad en los mercados de valores a corto plazo, que también es válida para el mercado de repos, es la falta de procedimientos de liquidación adecuados para las operaciones transfronterizas y la insuficiente armonización de los procedimientos de liquidación empleados en las transacciones nacionales y de los marcos jurídicos aplicables (véase el recuadro siguiente).

Recuadro

La integración de los mercados de renta fija de la zona del euro

La introducción del euro ha ocasionado cambios significativos en los mercados de renta fija europeos. Los antiguos mercados nacionales, sobre todo los mercados de deuda pública, están más integrados y la actividad tanto de los mercados primarios como de los secundarios se ha incrementado. Al mismo tiempo, sigue habiendo varios segmentos del mercado que están poco desarrollados, es decir, no son bastante profundos, eficientes y completos. A pesar de que se han adoptado medidas importantes, los cambios sustanciales que se encuentran en marcha tardarán un tiempo en dejarse sentir, por lo que hay que pensar que la completa integración de los mercados de renta fija es un proceso a medio plazo más que un hecho inmediato.

La desaparición del riesgo de tipo de cambio en la zona del euro, uno de los principales factores que limitan habitualmente las inversiones transfronterizas, ha permitido que, a lo largo de 1999, los inversores diversifiquen sustancialmente sus carteras de renta fija en dicha zona, que anteriormente tenían una significativa orientación nacional. Sin embargo, aunque numerosos inversores europeos han cambiado sus índices de referencia (es decir, los índices compuestos por una diversidad de activos en los que basan la diversificación de sus carteras) por índices para el conjunto de la zona, se pueden observar diferencias en el ritmo de la diversificación según la residencia y el tipo de inversor. En concreto, los inversores residentes en los países más pequeños parecen haber diversificado sus carteras con más rapidez que los de los países más grandes.

Por lo que se refiere al precio de los bonos, se ha producido un cambio en la importancia relativa de los factores que explican los diferenciales entre los diversos emisores soberanos. Antes de que comenzara la tercera fase de la UEM, el crédito, la inflación y los diferenciales de riesgo cambiario relacionados constituían los principales factores explicativos de los diferenciales existentes entre los rendimientos, mientras que una vez implantada la Unión Monetaria, aparte de consideraciones de riesgo de crédito, la liquidez se ha convertido actualmente en un factor fundamental a la hora de definir las preferencias de los inversores por las distintas emisiones de deuda pública denominada en euros. Sin embargo, a pesar de la tendencia general de los inversores a diversificar sus carteras de forma transfronteriza en la zona del euro, algunos segmentos de los mercados de renta fija —sobre todo los que son menos líquidos— han seguido siendo fundamentalmente nacionales y no han registrado muchos cambios. A pesar de ello, el saneamiento presupuestario observado en los últimos años en los distintos países, junto con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y una mayor integración de los mercados, ha contribuido a la existencia de diferenciales apreciablemente más estrechos entre los rendimientos de las distintas emisiones de deuda soberana, que solo ocasionalmente han rebasado los 30 puntos básicos durante 1999. En una perspectiva de futuro, la única manera de garantizar una reducción sostenida de los diferenciales en las primas por riesgo de crédito será la de converger plenamente hacia unas finanzas públicas nacionales saneadas.

Como resultado de la integración de los mercados nacionales, la competencia entre los emisores oficiales ha aumentado significativamente. Por ello, los emisores soberanos (y supranacionales) han reconsiderado sus políticas de emisión, así como los aspectos operativos que afectan al funcionamiento de sus mercados secundarios. Se ha observado una convergencia creciente hacia técnicas de emisión más eficientes. Las reformas llevadas a cabo han ido encaminadas, por lo general, a mejorar la liquidez de los bonos emitidos mediante la ampliación del tamaño de las emisiones individuales y, con frecuencia, han contribuido a mejorar las condiciones para acceder a los mercados de los inversores no nacionales.

Sin embargo, siguen existiendo algunas barreras para la consecución de una mayor integración de los mercados de renta fija de la UE. Se necesita una regulación suficientemente armonizada de los derechos de propiedad (de especial importancia para el segmento de deuda a tipos de interés más bajos), una armonización de las normas contables y de los sistemas de gestión empresarial, una regulación apropiada de las cuestiones relacionadas con los depósitos de valores y la liquidación, y una armonización adecuada de las normas y la

documentación jurídica que afectan al mercado de repos. Además, a diferencia de la regulación bancaria en donde existe un conjunto bastante estandarizado de normas, la regulación de los mercados de valores dista mucho de ofrecer un marco competitivo común. El Plan de Acción de la Comisión Europea sobre el establecimiento de un marco para los mercados financieros, publicado el año pasado, señala la necesidad de una mayor integración de los mercados de capitales de la zona del euro. Dicho plan promueve la creación de un mercado financiero mayorista único, la implantación de servicios financieros al por menor transfronterizos y el fortalecimiento de la regulación prudencial. Dentro del ámbito de sus competencias, el Eurosistema también está llevando a cabo estudios con el fin de determinar las áreas en las que se han de adoptar medidas para potenciar la integración. El Eurosistema ha considerado, asimismo, la realización de algunos trabajos de seguimiento encaminados a armonizar los procedimientos nacionales de liquidación y a mejorar el intercambio y la liquidación transfronterizas de los activos de garantía.

A pesar de lo anterior, desde el comienzo de la tercera fase de la UEM se han observado algunos indicios de una mayor actividad y de una cierta integración en el segmento de valores privados a corto plazo. Estos indicios incluyen una tendencia hacia una mayor diversificación transfronteriza de la inversión en los mercados de letras del Tesoro y un aumento, durante el primer semestre de 1999, de las nuevas emisiones brutas de certificados de depósito (un 52%) y de pagarés de empresa (un 20%), en comparación con el segundo semestre de 1998. Además, se están debatiendo las posibles soluciones para avanzar con rapidez en el proceso de concentración de las infraestructuras de valores existentes. Por todo ello, es de esperar un grado de integración más alto y un mayor desarrollo de los mercados de valores a corto plazo a medida que se superen los obstáculos mencionados anteriormente.

Cambios significativos en el mercado de derivados a corto plazo

Desde el inicio de la tercera fase, la integración, estandarización y profundidad del mercado de derivados a corto plazo ha aumentado considerablemente. Las operaciones medias diarias realizadas en el mercado de *swaps* de tipos de interés del euro (en el que pagos a tipos de interés fijo se intercambian por pagos a tipos de interés variable) han registrado un crecimiento importante. La profundidad y la liquidez de este mercado han aumentado notablemente al integrarse plenamente, al igual que hicieron los tipos de interés, como atestigua la existencia de una única curva de rendimientos para el conjunto de la zona del euro. El mayor número de operaciones

son transfronterizas. El crecimiento de la liquidez queda reflejado en los indicadores habituales, como, por ejemplo, en la evolución de los diferenciales entre los precios de compra y de venta, que se han estrechado respecto a los que se aplicaban en los mercados existentes con anterioridad al inicio de la tercera fase de la UEM y que se encuentran ahora entre 1 y 2 puntos básicos, y en el tamaño de la operación estándar, que ha pasado a tener un valor medio de 50 millones de euros, no siendo muy extrañas operaciones por valores muy superiores (como, por ejemplo, 5 mm de euros).

El segmento más activo del mercado de *swaps* lo componen los «*swaps* de índices a un día» en los que el componente a tipo de interés fijo de la operación se intercambia por un componente a tipo de interés variable a un día (el tipo EONIA).

Por lo que respecta a otros derivados, la actividad y la liquidez de los contratos suscritos en los mercados monetarios de futuros han aumentado. Como el EURIBOR se ha convertido en el único tipo de interés de referencia, los contratos de futuros sobre el EURIBOR han sustituido a todos los contratos anteriores.

Cambios en los mercados de renta fija

En cuanto al mercado de renta fija denominada en euros, el cambio más espectacular ocurrido durante 1999 ha sido, indudablemente, el rápido crecimiento del mercado de renta fija privada, que ha superado las expectativas de numerosos analistas de estos mercados (véase

Cuadro 3

Emisiones brutas de renta fija privada denominada en euros por tipo de emisor en 1999¹⁾

(tasa de variación interanual)

	Bancos	Empresas no financieras	Empresas de financiación	Empresas de servicios públicos	Total
I	49,4	231,7	22,8	116,4	62,9
II	49,4	248,2	24,5	2.541,7	76,4
III	52,3	476,5	168,2	7,0	99,2
Ene-Sep	50,2	294,4	47,1	187,6	77,2

Fuente: Capital Data Bondware.

Nota: A comienzos del año 2000 se podrá disponer de datos del BCE sobre emisiones de valores por sectores.

1) Las emisiones se calculan utilizando el saldo nominal.

cuadro 3). El mercado alcanzó su auge con la colocación de un gran volumen de emisiones de deuda relacionadas con una serie de importantes fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en el primer semestre de 1999. La manera tan rápida y fluida con la que el mercado de renta fija privada denominada en euros consiguió absorber estas emisiones se consideró, de forma generalizada, como una señal importante de la creciente profundidad de dicho mercado. Sin embargo, queda todavía margen para una mayor integración de los mercados de renta fija de la zona del euro (véase el recuadro anterior).

Aunque aún relativamente reducidas en términos de volumen —sobre todo, si se comparan con el crédito interno en euros de la zona del euro o con el tamaño del mercado de renta fija privada de Estados Unidos (que incluye empresas no financieras e instituciones financieras y que es, aproximadamente, tres veces más grande que el mercado de renta fija privada denominada en euros)—, las tasas interanuales de crecimiento de las emisiones de renta fija privada denominada en euros han sido significativas, especialmente en el caso de las empresas privadas no financieras y de las empresas privadas de servicios públicos (*utilities*). Como se puede observar en el cuadro 3, durante los nueve primeros meses de 1999, las emisiones de renta fija de las empresas privadas no financieras aumentaron un 294%, respecto al mismo período del año 1998, mientras que las emisiones de las empresas privadas de servicios públicos se incrementaron en un 188% en el mismo período. Los emisores privados más importantes en 1999 fueron los bancos, con más de la mitad del total del volumen emitido, seguidos por las empresas no

financieras, otras empresas de financiación y las empresas de servicios públicos. El recurso creciente de las empresas privadas al mercado de renta fija también se reflejó en un descenso del porcentaje que suponen los préstamos de las IFM a las empresas no financieras en relación con los préstamos totales de las IFM al sector privado durante los tres primeros trimestres de 1999 (véase cuadro 2.5 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»).

La importancia de la reestructuración empresarial en el crecimiento del mercado de renta fija privada

Además de la influencia catalizadora que ha supuesto la introducción del euro, el fuerte crecimiento del mercado de renta fija privada denominada en euros se ha visto favorecido por otra serie de factores que han dado lugar a un mercado de renta fija privada más grande y líquido y con mayor atractivo para un conjunto más amplio de inversores. Uno de los factores más importantes ha sido el proceso de reestructuración empresarial en curso en Europa, que se ha traducido en una fuerte demanda de fondos por parte del sector empresarial privado. Como la introducción del euro ha potenciado la integración de los mercados de capitales de la zona del euro, las empresas de dicha zona que intervienen en los procesos de fusión y adquisición y en las operaciones de compra con apalancamiento financiero —en las que la adquisición de una empresa se financia mediante la emisión de renta fija de alta rentabilidad— han financiado en gran medida estas operaciones con importantes emisiones de deuda denominada en euros. Estas

emisiones solían servir para pagar préstamos puente (sobre todo, préstamos sindicados). Esto originó la colocación de grandes emisiones, algo sin precedentes en la historia de los mercados de capitales europeos. En general, las fusiones y adquisiciones llevadas a cabo por empresas de la zona del euro durante 1999 aumentaron fuertemente, tanto en el sector bancario como en el no bancario (véase cuadro 4).

Según los datos proporcionados por los principales operadores en estos mercados, en el caso del sector no bancario, las operaciones de fusión y adquisición en las que participaron empresas radicadas en la zona del euro como sociedad compradora o como empresa objeto de la fusión aumentaron, en términos de valor, un 153% en 1999 (a 23 de noviembre), si se compara con el conjunto de 1998. Para el sector bancario, la cifra correspondiente fue del 35%. Tras la introducción del euro, el auge de las fusiones y adquisiciones en las que intervenían bancos de la zona del euro hizo que, durante 1999, el valor nominal de la operaciones efectuadas en dicha zona superara al de las operaciones efectuadas en Estados Unidos. Esto ha supuesto un cambio radical con respecto a la situación de 1998, en la que el valor de las operaciones realizadas entre bancos fue menos de

la mitad que el de las llevadas a cabo en Estados Unidos. En el sector no bancario también se ha registrado un proceso similar, ya que mientras que en 1998 el valor de las operaciones de la zona del euro se situó en torno a un cuarto de la cifra para Estados Unidos, en 1999 esta proporción se elevó a alrededor de la mitad.

En Japón, la desaceleración en el ritmo de la actividad económica durante los últimos años se ha traducido en un aumento de las reestructuraciones empresariales en 1999 (un incremento del 446% en los bancos y del 137% en el sector no bancario respecto a 1998). No obstante, en términos de valor, las fusiones y adquisiciones realizadas en Japón siguen siendo relativamente escasas si se comparan con las que han tenido lugar en Estados Unidos y en la zona del euro.

Otros factores en los que también se basa el desarrollo de los mercados de renta fija privada

Además de la intensificación de las fusiones y reestructuraciones que se produjo en la zona del euro tras la introducción de esta moneda, el comportamiento de los inversores también contribuyó al crecimiento del mercado de renta fija

Cuadro 4

Fusiones y adquisiciones en la zona del euro, Estados Unidos y Japón¹⁾

(mm de euros, número de operaciones y tasa de crecimiento interanual)

		Zona del euro		Estados Unidos		Japón ³⁾	
		Sector bancario ²⁾	Sector no bancario	Sector bancario ²⁾	Sector no bancario	Sector bancario ²⁾	Sector no bancario
Valor de las operaciones en mm de euros	1997	41,1	174,3	86,0	857,9	1,9	15,2
	1998	110,2	335,3	271,7	1.309,5	1,5	17,1
	1999 ⁴⁾	148,7	847,6	88,1	1.645,7	7,9	40,4
Tasa de variación interanual del valor de las operaciones	1998	168,0	92,3	215,9	52,7	-22,0	12,1
	1999 ⁴⁾	34,9	152,8	-67,6	25,7	445,9	136,6
		Sector bancario ²⁾	Sector no bancario	Sector bancario ²⁾	Sector no bancario	Sector bancario ²⁾	Sector no bancario
Número de operaciones	1997	199	4.323	596	12.325	26	497
	1998	245	5.167	651	13.757	19	564
	1999 ⁴⁾	245	6.138	481	10.778	71	1.171
Tasa de variación interanual del número de operaciones	1998	23,1	19,5	9,2	11,6	-26,9	13,5
	1999 ⁴⁾	0	18,8	-26,1	-21,7	273,7	107,6

Fuente: *Securities Data Company*.

1) Clasificadas según la ubicación de la empresa objetivo.

2) La definición del BCE de IFM no es equivalente a la de *Securities Data Company*.

3) El acuerdo previsto entre Dai-ichi-Kangyo, Fuji y el Industrial Bank of Japan no está incluido en las cifras de 1999 para Japón.

4) A 23 de noviembre de 1999.

privada denominada en euros. En primer lugar, la desaparición de las oportunidades de obtener mayores rendimientos para un nivel dado de riesgo mediante la diversificación por monedas junto a la cada vez menor posibilidad de diversificar el riesgo entre los mercados de deuda soberana de la zona euro, hicieron que los inversores institucionales comenzaran a incrementar sus inversiones en deuda de alta rentabilidad. Por otra parte, el incremento en la demanda de renta fija privada por parte de los fondos de pensiones se ha basado en el fuerte crecimiento del mercado de fondos de pensiones y de los fondos de inversión europeos, así como en la elevada tasa de ahorro de Europa. Por último, la demanda de oportunidades de inversión en títulos de renta fija privada por parte de las empresas de seguros, que, tradicionalmente, han invertido una parte significativa de sus fondos en créditos a empresas y deuda no cotizada (como consecuencia, en parte, del escaso desarrollo del mercado de renta fija privada paneuropeo), puede haber contribuido también al desarrollo de este mercado.

De hecho, se ha argumentado que, por motivos de liquidez, la adquisición de renta fija por parte de los inversores minoristas se hace de forma creciente a través de fondos de inversión, lo que ha institucionalizado aún más la estructura de las finanzas y ha facilitado que los mercados de capitales absorban grandes emisiones. Ello es atribuible no sólo a la Unión Monetaria, sino también a los avances tecnológicos que han permitido la existencia de un mercado de renta fija privada más profundo y eficiente. En el pasado, este mercado ha sido más difícil de desarrollar desde un punto de vista técnico, debido a la heterogeneidad de los emisores y de los mercados.

Por último, por lo que se refiere a la elección entre financiación directa o indirecta, la emisión de renta fija privada denominada en euros puede estar relacionada con la estructura financiera de la propia zona del euro. En concreto, los mercados financieros pueden haber percibido que el riesgo de solvencia de los intermediarios financieros podría haber aumentado como resultado de una mayor competencia, el proceso de desregulación en el sector de los servicios financieros y una mayor exposición al riesgo de

los bancos en los mercados emergentes durante la última década. En este entorno, muchas empresas de la zona del euro han visto recientemente como sus calificaciones crediticias superaban las de los intermediarios financieros, lo cual favorecería la elección de la financiación directa frente a la obtenida de los bancos.

El crecimiento del mercado de renta fija privada denominada en euros muestra la importancia creciente de la financiación directa y supone una orientación de la estructura financiera de la zona del euro hacia una estructura más titulizada. El incremento de las fusiones y adquisiciones, de las compras apalancadas y de las adquisiciones de empresas por la dirección en los mercados europeos, junto con unas mejores perspectivas económicas, parecen haberse traducido en un aumento de las necesidades de financiación durante 1999, como indican las tasas interanuales de crecimiento de las emisiones de renta fija privada denominada en euros.

Cambios en los mercados de renta variable

La capitalización bursátil total de los mercados de renta fija de la zona del euro era de 4.346 mm de euros a finales de octubre de 1999, es decir, el 71% del PIB (véase cuadro 2), frente a una capitalización de 3.624 mm de euros registrada a finales de 1998. Además de reflejar un incremento de las cotizaciones bursátiles durante dicho período, esto también se debió a un aumento continuado del número total de empresas cotizadas en los mercados bursátiles de los países de la zona del euro en 1999. Ello constituye otro indicio de la importancia creciente de la financiación directa en la zona del euro y ofrece evidencia adicional sobre el hecho de que el sistema financiero de la zona del euro puede estar adquiriendo una estructura más titulizada.

La introducción del euro parece haber actuado como catalizador para la aparición de mercados bursátiles para las denominadas empresas con alto potencial de crecimiento y para la colaboración transfronteriza entre dichos mercados. Ello ayudaría a las empresas que pueden haber encontrado dificultades a la hora de conseguir financiación bancaria en el pasado a obte-

ner financiación mediante ampliaciones de capital, que puede ser una vía más adecuada para los perfiles de riesgo de sus beneficios. Durante 1999 se produjo un crecimiento significativo en el mercado EURO.NM, un grupo paneuropeo de mercados bursátiles organizados, cuyo objetivo es atraer a las empresas con alto potencial de crecimiento para que coticen en él. Con fecha de noviembre de 1999, esta alianza, que quedó establecida a finales de 1999, comprendía cinco mercados bursátiles europeos para empresas de este tipo—*Le Nouveau Marché* (París), *Neuer Markt* (Frankfurt), *NMAX* (Amsterdam), *EURO.NM Belgium* (Bruselas) y el *Nuovo Mercato* (Milán). Asimismo, otras Bolsas europeas han mostrado su interés por participar en ella. En el periodo comprendido entre diciembre de 1988 y septiembre de 1999, el número total de empresas cotizadas en el EURO.NM aumentó un 76% (de 165 a 291) y la capitalización bursátil total pasó de 31,5 mm de euros a 57,4 mm de euros, lo que supone un incremento del 80% (véase gráfico 4).

Otras iniciativas que se han producido en los mercados bursátiles incluyen *Nasdaq-Europe*, programado para comenzar a funcionar en el año 2000 como plataforma paneuropea para las salidas a bolsa de empresas con alto potencial de crecimiento, y *EASDAQ*, una Bolsa internacional con base en Bruselas que

se centra en atraer las cotizaciones de medianas empresas con alto potencial de crecimiento con una orientación europea o internacional. Este mercado bursátil alcanzó una capitalización bursátil total de 30,3 mm de euros el 26 de noviembre de 1999. En resumen, la aparición de estas nuevas iniciativas en los últimos años es una señal de que la transición hacia la tercera fase de la UEM y su posterior comienzo han incentivado a la empresa privada europea y de que cada vez más empresas se están posicionando para recoger los beneficios de la Unión Económica y Monetaria.

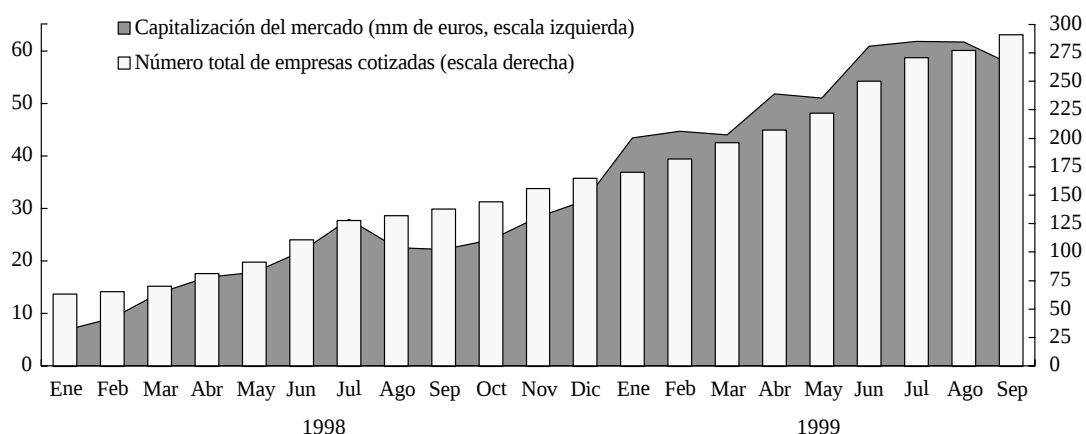
La aparición de nuevos instrumentos financieros en los mercados de capitales denominados en euros

En paralelo con el crecimiento del mercado de renta fija privada denominada en euros, la estructura de la financiación empresarial se amplió en 1999 al continuar el proceso de desarrollo de diversos segmentos de los mercados de capitales de la zona del euro. En este sentido, hay que mencionar el crecimiento del mercado de deuda de alta rentabilidad (es decir, deuda emitida por instituciones con calificación crediticia más baja). El mercado de deuda de alta rentabilidad se ha desarrollado debido al aumento de las emisiones privadas relacionadas con las fusiones

Gráfico 4

Capitalización del mercado y número de empresas cotizadas en el mercado EURO.NM¹⁾

(fin de periodo)



Fuente: EURO.NM.

1) EURO.NM es la Alianza Europea de Mercados Bursátiles para empresas con alto potencial de crecimiento. Los miembros de EURO.NM y sus respectivos mercados incluyen actualmente la Bolsa de París (*Le Nouveau Marché*), la Bolsa alemana (*Neuer Markt*), la Bolsa de Amsterdam (*NMAX*), la Bolsa de Bruselas (*EURO.NM Belgium*) y la Bolsa italiana (*Nuovo Mercato*).

y adquisiciones y con las compras apalancadas, así como por la fuerte demanda de deuda de mayor rentabilidad por parte de los inversores institucionales. A este respecto hay que mencionar el hecho de que la preparación y posterior introducción del euro ha dado lugar a una convergencia significativa de los rendimientos de la deuda pública que ha reducido las oportunidades de diversificación.

En resumen, un número cada vez mayor de empresas relativamente pequeñas con niveles de riesgo de crédito más elevados ha decidido participar en el mercado de renta fija privada denominada en euros y ha emitido deuda con una rentabilidad relativamente elevada. El crecimiento del mercado de alta rentabilidad ha sido fuerte (véase cuadro 5). Las emisiones de renta fija privada calificada BAA e inferior por Moody's aumentaron un 171% durante los nueve primeros meses de 1999. Sin embargo, la importancia relativa de las emisiones de deuda realizadas por empresas con calificaciones crediticias tan bajas sigue estando muy por debajo de la de los mercados estadounidenses.

La ola de fusiones y adquisiciones que se produjo en 1999 en la zona del euro ha revitalizado el mercado de préstamos sindicados, en el que es un grupo o «sindicato» de bancos el que concede un préstamo si se considera que su cuantía es demasiado elevada para que la otorgue un solo banco. La ventaja de los préstamos sindicados es que pueden organizarse con más rapidez que las emisiones de deuda y que establecen compromisos de concesión de préstamos que pueden cancelarse con mayor facilidad si la fusión o adquisición no se concreta.

Los mercados de derivados de renta fija, que se utilizan tanto como cobertura como para tomar posiciones, se han concentrado en un contrato (el contrato Bund negociado en el Eurex) sobre todo por motivos de liquidez. Asimismo, los *swaps* de tipos de interés se han utilizado de forma creciente con fines de cobertura y especulativos. Además, se han introducido contratos de futuros sobre acciones basados en los índices bursátiles paneuropeos, siendo el volumen de operaciones más elevado el del contrato basado en el índice Dow Jones EURO STOXX.

Los nuevos sistemas de negociación electrónica se han desarrollado como parte de las innovaciones financieras relacionadas con los mercados de capitales de la zona del euro. Estos nuevos sistemas podrían mejorar la eficiencia y la transparencia de los mercados. Los sistemas de liquidación siguen estando fragmentados en la zona del euro, lo que constituye un impedimento para las operaciones dobles transfronterizas, como se comentó anteriormente al hablar del mercado monetario.

Cambios en la estructura de los mercados de divisas en euros

La infraestructura para negociar el euro en el mercado de divisas se desarrolló rápidamente en 1999. La introducción de la nueva moneda coincidió con cambios significativos en la estructura general del mercado de divisas en lo que respecta a la liquidez, el volumen y la participación. Aunque estos cambios se han basado fundamentalmente en factores globales, tales como las fusiones bancarias, una reducción general de la atracción por el riesgo y un uso creciente de

Cuadro 5

Emisiones brutas de renta fija privada denominada en euros según la calificación de los emisores en 1999¹⁾

(tasas interanuales de variación)

	AAA	AA	A	BBA y siguientes
I	194,5	48,8	79,4	713,7
II	156,1	59,5	71,8	247,5
III	60,1	44,6	114,0	42,1
Ene-Sep	120,5	50,9	85,1	171,2

Fuente: Capital Data Bondware.

1) Calificación crediticia según Moody's.

los sistemas de negociación electrónicos, la transición a la UEM también ha sido uno de los catalizadores principales de este proceso de racionalización. Los principales cambios observados hasta ahora incluyen:

La convención recomendada para la cotización del euro —«cierto contra incierto» frente a todas las demás monedas (es decir, 1 euro = X unidades de moneda «Y») — ha sido adoptada de forma generalizada. La cotización de las monedas que han sido sustituidas por el euro ha desaparecido prácticamente del mercado interbancario y de las grandes empresas. No obstante, los bancos encuentran que las empresas minoristas y más pequeñas demandan todavía las cotizaciones de estas monedas, y se espera que esto continúe hasta que los sistemas contables se ajusten plenamente al euro.

El número de participantes en el mercado ha caído como consecuencia de las fusiones bancarias y de la centralización de las operaciones en euros en los bancos y en los departamentos de gestión de tesorería de otras entidades. Las presiones comerciales para la racionalización del sector bancario en Europa se han intensificado sustancialmente con la creación del euro y parece probable que se mantengan en un futuro inmediato.

También se ha registrado un descenso en la importancia de la tradicional actividad de los creadores de mercado de divisas y en la disposición de los bancos a cotizar precios recíprocos. En otras palabras, el número de intermediarios que se obligan a ofrecer cotización en cualquier momento de precios de compra y venta a sus contrapartes (es decir, que están dispuestos a comprar y vender divisas a esos precios en cualquier momento a petición de su contraparte) ha disminuido. En

su lugar, la fuente fundamental de liquidez en el mercado al contado de las principales monedas, incluido el euro, se encuentra ahora en los sistemas de negociación electrónica, en los que los intermediarios pueden intervenir en una operación sin tener que dar a sus contrapartes los precios de compra y venta.

El volumen de operaciones con divisas ha caído globalmente por algunos de los motivos señalados anteriormente. Sin embargo, el descenso ha sido más acusado en algunos centros financieros de la zona del euro, reduciéndose en algunos casos el volumen de las operaciones en más de un 30%. Una parte significativa de esta considerable contracción puede atribuirse al efecto mecánico de la introducción del euro, por el que la negociación entre las monedas que han sido sustituidas por el euro ha desaparecido. También puede reflejar el hecho de que muchas operaciones transfronterizas entre las monedas que hoy conforman la UEM se llevaban a cabo a través del dólar estadounidense..

En su mayor parte, los diferenciales de las operaciones en las que interviene el euro se estrecharon rápidamente a medida que el mercado se acostumbró a operar y contabilizar sus operaciones en la nueva moneda. Los diferenciales entre los precios de compra y de venta de las operaciones estándar en euros frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y las demás monedas no participantes se aproximaron con rapidez, en términos porcentuales, a los de operaciones similares realizadas frente al marco alemán. La principal excepción ha ocurrido en las operaciones efectuadas entre el euro y el yen, en donde los diferenciales han seguido siendo mayores y más variables que en las operaciones llevadas a cabo entre el marco alemán y el yen.

3 Conclusiones

La introducción del euro a comienzos de enero de 1999 trajo consigo un cambio significativo en el entorno económico y financiero. Los cambios más notables que tuvieron lugar en 1999 ocurrieron en la estructura financiera de la zona del euro, que dio algunas muestras

de que se está orientando cada vez más hacia el mercado. La integración de los mercados monetarios nacionales en un mercado de la zona del euro para la liquidez a corto plazo se produjo sin problemas. Además, el rápido crecimiento del mercado de renta fija privada

denominada en euros y subsiguiente desarrollo de instrumentos financieros, tales como la deuda de alta rentabilidad, han ampliado las diversas opciones disponibles para la financiación empresarial en la zona del euro. Estos cambios podrían modificar la estructura financiera de la zona del euro en los años venideros de una manera más profunda. Una mayor

integración potenciaría la eficiencia de los mercados financieros de la zona del euro, lo que sería beneficioso para prestatarios e inversores. Tanto la política monetaria única de los once países de la zona del euro como las políticas económicas que siguen siendo responsabilidad de las autoridades nacionales, necesitan tener en cuenta estos cambios.

Las reservas exteriores y las operaciones del Eurosistema

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el Tratado) y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (los Estatutos del SEBC) establecen que el Eurosistema, integrado por el Banco Central Europeo (BCE) y los Bancos Centrales Nacionales (BCN) de los Estados miembros que han adoptado el euro, es responsable de la tenencia y gestión de las reservas exteriores de dichos Estados miembros. Tanto el BCE como los BCN mantienen reservas exteriores. Las reservas exteriores del Eurosistema ascienden actualmente a unos 350 mm de euros; de ese total, alrededor de 45 mm de euros corresponden al BCE. Son muchas las razones por las que el Eurosistema mantiene en su poder reservas exteriores. Una de las operaciones más importantes para las que pueden necesitarse, en principio, las reservas exteriores del BCE es la relativa a la intervención en los mercados cambiarios. En este contexto de posible utilización de las reservas exteriores, la seguridad y la liquidez son los requisitos básicos de cara a su inversión. Dentro de estas restricciones, las reservas exteriores del BCE se gestionan de modo que se maximice su valor. El marco operativo en que se encuadra la gestión de las reservas exteriores del BCE, que se describe en el presente artículo, refleja estos objetivos. Esta gestión se realiza actualmente de forma descentralizada por los BCN, que actúan por cuenta del BCE, conforme a las instrucciones recibidas del propio BCE. Aunque los BCN gestionan de manera independiente sus propias reservas exteriores, sus operaciones en el mercado de divisas, cuando sobrepasan cierto límite, están sujetas a la aprobación del BCE para garantizar su compatibilidad con la política monetaria única del Eurosistema. En el Tratado se establece que, en caso necesario, se podrán realizar nuevas transferencias de activos exteriores de reserva de los BCN al BCE.

I Introducción: el marco institucional

Las reservas exteriores del Eurosistema comprenden las del BCE, que fueron transferidas desde los BCN al inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), así como las de los propios BCN. El marco institucional en el que se gestionan estas reservas exteriores y se realizan las operaciones en divisas se describe en el Tratado y en el Estatuto del SEBC (véase el recuadro I).

A tenor de lo dispuesto en el Tratado, las operaciones en divisas del BCE, en caso de que se realicen, habrían de considerarse como un componente de la política monetaria única, limitadas por el mismo objetivo básico: el mantenimiento de la estabilidad de precios. Por consiguiente, toda intervención en los mercados cambiarios, así como cualquier otra operación en divisas, habrán de inscribirse en el contexto de la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Concretamente, como parte de la evaluación, basada en un conjunto amplio de indicadores, de las perspectivas de evolución de los precios en el contexto de la estrategia de política monetaria, se analiza escrupulosamente

y se somete a un atento seguimiento el tipo de cambio, dado el papel de importante indicador que se le asigna¹.

En este contexto, el Eurosistema es responsable del mantenimiento y la gestión de las reservas oficiales exteriores de los Estados miembros y de todas las operaciones en divisas, incluidas en particular, las posibles intervenciones.

El Eurosistema puede, si fuese necesario, realizar intervenciones en los mercados de cambios, ya sea por sí mismo (intervenciones unilaterales) o en el marco de una intervención coordinada en la que participen otros bancos centrales (intervención concertada). Las tenencias de divisas que se utilizan en la operación son las procedentes del fondo común del BCE, aunque la intervención pueden realizarla el BCE directamente y/o los BCN actuando en nombre y por cuenta

¹ La estrategia de política monetaria del Eurosistema se presentó con más detalle en un artículo publicado en el Boletín mensual del BCE de enero de 1999, titulado «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad».

del BCE. El hecho de que la intervención sea centralizada o descentralizada es irrelevante desde el punto de vista del objetivo final que persigue la operación. Por último, cabe señalar que el BCE puede, en caso necesario, financiar la intervención con recursos distintos de sus

activos exteriores de reserva. Por ejemplo, puede recurrir a los *swaps* de divisas, incluidos los *swaps* con otros bancos centrales. Así pues, llegado el caso, la capacidad del BCE para realizar intervenciones en los mercados de divisas no se limita a sus propias tenencias de reservas.

Recuadro I

El marco institucional establecido en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (Tratado) y en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (Estatutos del SEBC)

El artículo 105 del Tratado establece que una de las funciones básicas que se llevarán a cabo a través del Eurosistema será poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros, sin perjuicio de la posesión y gestión de fondos de maniobra en divisas por parte de los gobiernos de los Estados miembros. Por consiguiente, no existen reservas oficiales de divisas en la zona del euro aparte de las que posee el Eurosistema. La posesión y gestión de reservas de divisas por el Banco Central Europeo (BCE) y por los bancos centrales nacionales (BCN) se rigen por los Estatutos del SEBC.

Tanto el BCE como los BCN poseen reservas exteriores. Los Estatutos del SEBC establecen que los BCN proporcionarán al BCE una cantidad inicial de activos exteriores de reserva. En caso de necesidad, el BCE podrá solicitar unas cantidades adicionales de activos exteriores de reserva (artículo 30). El BCE posee y gestiona las reservas exteriores que le son transferidas para los fines establecidos en los Estatutos del SEBC. Los BCN poseen y gestionan las reservas exteriores que permanecen en su poder de conformidad con el artículo 31 de los Estatutos del SEBC.

El artículo 23 de los Estatutos del SEBC señala las operaciones exteriores que pueden afectar a las reservas mantenidas por el BCE y los BCN, especificando que tanto el uno como los otros podrán establecer relaciones con los bancos centrales y con las instituciones financieras de otros países y, cuando proceda, con organizaciones internacionales; adquirir y vender al contado y a plazo todo tipo de activos en moneda extranjera y metales preciosos; gestionar los activos exteriores que poseen; y efectuar cualquier tipo de transacciones bancarias en relación con terceros países y con organizaciones internacionales, incluidas las operaciones de concesión y recepción de préstamos.

Los BCN utilizan las reservas exteriores que permanecen en su poder para cumplir con sus obligaciones actuales y previstas, asumidas en su propio nombre o en el de su gobierno, con organizaciones internacionales, tales como el BPI y el FMI. Los BCN pueden realizar, asimismo, otras operaciones, actuando como agente de clientes, por ejemplo de sus respectivos gobiernos nacionales. Finalmente, los BCN pueden realizar operaciones de inversiones de cartera en el marco general de sus operaciones de gestión de activos y pueden modificar la cantidad de reservas exteriores que tienen en su poder.

De la misma forma que para las reservas exteriores en posesión del BCE, la clase más importante de operaciones con divisas que podría afectar al volumen de dichas reservas es la intervención en los mercados de divisas.

La intervención en los mercados de divisas puede, entre otras cosas, realizarse en el contexto de unas relaciones institucionales de tipos de cambio entre el euro y las monedas de países no pertenecientes a la Unión Europea, como el dólar estadounidense y el yen. Por lo que se refiere a estas monedas, el artículo 111 (antiguo artículo 109) del Tratado define dos posibles procedimientos institucionales alternativos. El Consejo ECOFIN podrá celebrar acuerdos formales relativos a un sistema de tipos de cambio para el euro o formular orientaciones generales para la política de tipos de cambio. En ambos casos, el BCE participará en el

procedimiento institucional sobre la base de una recomendación al Consejo ECOFIN o previa consulta por parte del mismo. Sin embargo, ambos procedimientos institucionales se entenderán sin perjuicio del objetivo fundamental del SEBC de mantener la estabilidad de precios. Ninguno de estos dos procedimientos ha sido iniciado todavía. En la reunión de Luxemburgo del 13 de diciembre de 1997, el Consejo Europeo señaló que debería considerarse el tipo de cambio del euro como el resultado tanto de la evolución económica como de las políticas económicas correspondientes y no como un objetivo que se fija de forma independiente. Siguiendo esta línea de razonamiento, el Consejo Europeo indicó que se formularían unas orientaciones generales para la política cambiaria de la zona del euro solamente en circunstancias excepcionales y sin perjuicio de la independencia del Eurosistema.

La intervención puede producirse también en el marco del nuevo mecanismo de tipos de cambio, el MTC II, que entró en vigor al inicio de la tercera fase de la UEM. El MTC II se basa, principalmente, en dos documentos jurídicos: la Resolución del Consejo Europeo de 16 de junio de 1997 y el Acuerdo de 1 de septiembre de 1998 entre el BCE y los bancos centrales de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Los BCN de Dinamarca y Grecia participan actualmente en el MTC II. Cualquier intervención en monedas de la UE se realizaría sin perjuicio del objetivo fundamental del BCE de mantener la estabilidad de precios y se llevaría a cabo por el Eurosistema en estrecha colaboración con el correspondiente banco central no perteneciente a la zona del euro, en particular en lo referente a la financiación de la intervención, obviando así la necesidad de mantener reservas exteriores denominadas en monedas de la UE.

2 Las reservas exteriores del BCE

Volumen de las reservas exteriores

El Consejo de Gobierno del BCE decidió que la transferencia de las reservas exteriores habría de producirse al inicio de 1999, por el importe máximo de 50 mm de euros establecido de conformidad con el Tratado, ajustados a la baja deduciendo la participación en el capital del BCE de los BCN de los países que no se integraron desde el principio en la zona del euro. Así pues, dicha transferencia ascendió aproximadamente al 78,92% de esos 50 mm de euros, es decir, a unos 39,46 mm de euros. El 15% de esta cantidad se transfirió en forma de oro y el 85% restante en las dos principales divisas (dólar de Estados Unidos y yen japonés). Las reservas exteriores representan una proporción muy grande del activo del balance del BCE, lo que subraya la importancia de contar con un marco que garantice una gestión prudente y eficiente de dichas reservas.

Gestión de las reservas exteriores que posee el BCE

Como se explicó anteriormente, el objetivo que persigue la gestión de las reservas exteriores del

BCE es garantizar que, en cualquier momento dado, el BCE cuente con un volumen de recursos líquidos suficiente para poder intervenir en los mercados cambiarios, lo que significa que la liquidez y la seguridad son los requisitos básicos a los que ha de atenerse la inversión de las reservas exteriores. Teniendo en cuenta estas restricciones, las reservas exteriores del BCE deberán administrarse tratando de maximizar su valor. Estos objetivos se plasman en el marco operativo que rige la gestión de los activos exteriores de reserva de la institución.

Las reservas exteriores del BCE se gestionan de forma descentralizada. Sin embargo, el marco estratégico y táctico en materia de inversiones lo determinan, en forma centralizada, los órganos rectores del BCE. Dicho marco incluye la distribución por divisas, la relación entre el riesgo de tipos de interés y el retorno de la inversión, así como el riesgo de crédito y los requisitos de liquidez. Las decisiones adoptadas en materia de inversiones se comunican después a los BCN en forma de carteras de referencia (*benchmarks*) y límites para su implementación. Al poner en práctica las decisiones adoptadas por el BCE con respecto a las inversiones, los BCN actúan por cuenta del BCE, indicándolo

específicamente, para que las entidades de contrapartida de esta institución en los mercados financieros internacionales puedan diferenciar entre las operaciones realizadas por los BCN en nombre del BCE y las que realizan los BCN en el proceso de gestión de sus propias reservas.

El Consejo de Gobierno ha definido la distribución por divisas de las reservas exteriores del BCE basándose en las posibles necesidades operativas, y puede variarla si lo considera oportuno. Sin embargo, a efectos de inversión, no existe una política activa de gestión de la composición por divisas de las reservas para evitar injerencias en la política monetaria única del Eurosistema.

El BCE define cuatro parámetros básicos para la inversión de sus reservas exteriores. El primero es una cartera de referencia de dos niveles (estratégico y táctico) para cada divisa; el segundo son las desviaciones permitidas con respecto a esas referencias en términos de riesgo de tipos de interés; el tercer parámetro lo constituye una lista de instrumentos y operaciones admisibles, y el cuarto, los límites al riesgo de crédito. Para evitar efectos injustificados en los mercados financieros no se publican detalles sobre estos parámetros.

Con respecto a las carteras de referencia para la inversión, el Consejo de Gobierno establece en primer lugar una cartera de referencia estratégica para cada divisa, que constituye la principal orientación para la política de inversiones del BCE. Esta cartera refleja los requisitos en materia de política a largo plazo, así como las preferencias del BCE con respecto al riesgo y al rendimiento. En segundo lugar, el BCE establece una cartera de referencia táctica que debe mantenerse obligatoriamente dentro de unas bandas predeterminadas en torno a la cartera estratégica. La cartera táctica refleja las preferencias del BCE con respecto al rendimiento y el riesgo a corto y medio plazo en el contexto de las condiciones vigentes en el mercado. La información relativa a los cuatro parámetros antes mencionados se transmite a continuación a los BCN, que a su vez ponen en práctica el marco de

inversión decidido por el BCE. En lo que respecta a la gestión cotidiana de las reservas exteriores, los BCN tienen un margen de discreción, dentro de las bandas de desviación y de los límites definidos por el BCE, al objeto de maximizar la eficiencia de la gestión de las reservas exteriores del BCE. Mediante un sistema de gestión de cartera, que utiliza una red informática especial creada para el SEBC, el BCE recibe información en tiempo real sobre las transacciones que realizan en su nombre todos los BCN.

Desde su implantación, al inicio de 1999, este marco ha tenido un funcionamiento satisfactorio. A pesar de todo, constantemente se celebran consultas entre el BCE y todos los BCN para perfeccionarlo y mejorarlo, sobre todo en lo que respecta a la selección de las entidades de contrapartida para las operaciones con activos exteriores de reserva, la selección de los activos admisibles y la introducción de nuevos instrumentos.

El BCE selecciona a las entidades de contrapartida y a los intermediarios que participan en las operaciones con activos exteriores de reserva basándose en la experiencia de los BCN. Al realizar esta selección, el BCE aplica un enfoque uniforme que se apoya, esencialmente, en dos conjuntos de criterios. El primero de ellos incluye, en particular, una evaluación de la solvencia de dichas entidades. El segundo se basa en criterios de eficiencia e incluye, entre otros, los servicios de investigación prestados, la competitividad en materia de precios y la capacidad de las entidades de contrapartida para negociar grandes volúmenes en todas las condiciones de mercado. Las transacciones realizadas con entidades de contrapartida del BCE se documentan conforme a acuerdos de mercado estándar. El BCE también ha elaborado un acuerdo marco de compensación patentado, que ha sido aceptado por sus contrapartes. El BCE modifica, cada cierto tiempo, la lista de instrumentos admitidos para la gestión de las reservas exteriores. La selección de dichos instrumentos depende de los requisitos generales que se aplican a la gestión de las reservas exteriores del BCE y

tiene por objeto aumentar el grado de sofisticación, cumpliendo al mismo tiempo los requisitos de seguridad y liquidez.

Cabe señalar también que la gestión de las reservas exteriores le permite al BCE actualizar constantemente sus conocimientos sobre el comportamiento de los inversores y las técnicas de mercado. En concreto, además de un análisis de los datos económicos y financieros, ello permite incorporar, en todo momento, una percepción exhaustiva y anticipatoria de los intereses de los participantes en el mercado financiero.

Las reservas de oro del BCE

Como resultado de la transferencia inicial de reservas exteriores, el BCE tiene en su poder alrededor de 750 toneladas de oro. Esta transferencia de oro de los BCN al BCE no tuvo repercusiones para las reservas de oro consolidadas de todo el Eurosistema. El BCE es una de las partes signatarias del Acuerdo de los bancos centrales sobre el oro de 1999, firmado el 26 de septiembre de 1999 por 15 bancos centrales, incluidos los pertenecientes al Eurosistema (véase el recuadro 2).

Recuadro 2

Acuerdo de los bancos centrales sobre el oro de 1999

Con el fin de aclarar sus intenciones con respecto a sus tenencias de oro, las instituciones abajo firmantes declaran que:

1. El oro seguirá siendo un elemento importante de las reservas monetarias totales.
2. Las instituciones abajo firmantes no acudirán al mercado como vendedores, salvo en las transacciones de venta ya decididas.
3. Las ventas de oro ya decididas se realizarán mediante un programa concertado en los próximos cinco años. Las ventas anuales no sobrepasarán un total de 400 toneladas, aproximadamente, y el total de ventas de dicho período no sobrepasará las 2.000 toneladas.
4. Los signatarios del presente acuerdo se han comprometido a no aumentar ni sus préstamos de oro ni el uso de contratos de futuros y opciones sobre oro durante el período en cuestión.
5. El presente acuerdo volverá a examinarse dentro de cinco años.

Banco Central Europeo

Oesterreichische Nationalbank

Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Suomen Pankki

Banque de France

Deutsche Bundesbank

Central Bank of Ireland

Banca d'Italia

Banque centrale du Luxembourg

De Nederlandsche Bank

Banco de Portugal

Banco de España

Sveriges Riksbank

Schweizerische Nationalbank

Bank of England

3 Las reservas exteriores de los BCN

De conformidad con el Tratado, como se indicó anteriormente, las reservas exteriores que no fueron transferidas al BCE al inicio de la tercera fase de la UEM quedarán en poder de los BCN, que se encargarán de su gestión. Los BCN realizan muchas operaciones con sus reservas exteriores y numerosas transacciones en divisas, pero en su mayoría no afectan sustancialmente a sus reservas totales. En la práctica, las transacciones de los BCN guardan relación, sobre todo, con la gestión de cartera de sus propias reservas exteriores y con transacciones de clientes (por ejemplo, operaciones para el tesoro nacional o instituciones internacionales). Entre estas últimas, cabe señalar la gestión de la deuda pública denominada en moneda extranjera (compras de divisas por parte de un banco central para atender el servicio de la deuda pública externa). Además, algunas de las operaciones de los BCN tienen por objeto ajustar el volumen de sus reservas exteriores.

Al 30 de noviembre de 1999, las reservas exteriores en poder de los BCN ascendían a 307,5 mm de euros. En el cuadro I se puede observar la evolución de las reservas exteriores del BCE y de los BCN desde el comienzo del presente año. El volumen total de reservas exteriores en poder de los BCN, expresadas en euros, ha aumentado en los meses transcurridos de 1999, como consecuencia, principalmente, de las revalorizaciones y de los ingresos devengados por la gestión de sus propias reservas exteriores, pero también se ha visto afectado por las operaciones realizadas por algunos BCN para reducir la pro-

porción que representan las reservas exteriores en sus balances. En euros, dichas reservas han aumentado como resultado, ante todo, de las revalorizaciones, pero también por la acumulación de los ingresos devengados por la propia gestión de las reservas. Si el Eurosistema hubiese llevado a cabo una intervención, ésta habría afectado a las reservas exteriores del BCE. Sin embargo, hasta la fecha no se ha producido intervención alguna.

A tenor del artículo 31 de los Estatutos del SEBC, las transacciones realizadas en el mercado de divisas con reservas exteriores de los BCN, que puedan afectar a los tipos de cambio o a la situación de liquidez nacional, por encima de ciertos límites establecidos en el marco de las directrices formuladas por el Consejo de Gobierno, estarán sujetas a la aprobación del BCE con el fin de garantizar su coherencia con la política monetaria única del Eurosistema. Dado que no afectan a esta última, las operaciones de inversión que realizan los BCN en los mercados financieros extranjeros no están sujetas a la aprobación del BCE. Las transacciones realizadas por los BCN en cumplimiento de sus obligaciones con organizaciones internacionales también están exentas de este requisito. Un marco análogo se aplica a las transacciones de los Estados miembros con sus saldos de operaciones en moneda extranjera. Desde la introducción del euro, se han adoptado directrices internas del BCE en las que se especifican los límites mencionados anteriormente.

Cuadro I

Activos exteriores de reservas del Eurosistema (incluido oro)

(fin de período en mm de euros: las revalorizaciones se realizan al final de cada trimestre)

1999	BCE	Todos los BCN	Eurosistema
Enero	39,2	289,1	328,3
Febrero	39,4	285,4	324,8
Marzo	42,3	302,1	344,4
Abril	42,4	300,4	342,8
Mayo	42,5	297,1	339,6
Junio	43,6	299,2	342,8
Julio	43,5	298,7	342,2
Agosto	43,7	299,8	343,5
Septiembre	44,1	307,4	351,5
Octubre	44,1	307,3	351,4
Noviembre	44,3	307,5	351,8

Si bien el Tratado contempla, como se vio anteriormente, que los BCN transfieran un volumen concreto de reservas exteriores al BCE, también hace referencia explícita a transferencias adicionales de reservas exteriores a dicha institución. De hecho, el artículo 30 de los Estatutos del SEBC dispone que el BCE podrá solicitar más activos exteriores de reserva excediendo el límite de la transferencia inicial. En caso de producirse esa solicitud, las contribuciones de cada banco central nacional se fijarían en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, como se hizo para la transferencia inicial. El Tratado establece que la

CE adoptará normativa secundaria para posibilitar esas solicitudes adicionales de recursos. A tal efecto, el BCE ha formulado una Recomendación al Consejo ECOFIN, en la que se contempla la posibilidad de que realicen nuevas solicitudes de fondos hasta un máximo equivalente al importe de la transferencia inicial de reservas exteriores de los BCN al BCE (es decir, 50 mm de euros), recomendación que está siendo considerada actualmente. En caso necesario, también podrían efectuarse transferencias adicionales de activos exteriores de reserva al BCE sobre la base de nueva normativa secundaria de la CE.

4 Presentación de las reservas exteriores en el estado financiero semanal del Eurosistema

El BCE publica todos los martes (o el miércoles si se trata del final del trimestre) en su dirección de Internet un estado financiero semanal consolidado en el que se refleja la situación financiera al cierre de operaciones del viernes inmediatamente anterior. Dicho estado se acompaña de una nota de prensa en la que se indican las principales variaciones registradas en las distintas rúbricas. En esta nota de prensa, se distingue entre las partidas que guardan relación con la política monetaria y las demás partidas. En la sección correspondiente a las partidas que no guardan relación con la política monetaria, se comentan en particular las variaciones semanales de las reservas exte-

riores en la posición neta del Eurosistema. Dado que estos estados financieros del BCE y de los once BCN de la zona del euro están consolidados, no es posible calcular las variaciones de las reservas exteriores del BCE a partir de los estados financieros semanales. En otras palabras, las variaciones semanales de las reservas exteriores del Eurosistema no pueden imputarse a ninguno de los doce bancos centrales que lo integran.

Las reservas exteriores del BCE se publicarán todos los meses en el *Boletín mensual del BCE*, separadas de la posición del Eurosistema en su conjunto, a partir del comienzo de este año.



Estadísticas de la zona del euro



Estadísticas

1	Estadísticas de política monetaria	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	4*
1.2	Tipos de interés de las facilidades permanentes del BCE	6*
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	6*
1.4	Estadísticas de reservas mínimas	7*
1.5	Posición de liquidez del sistema bancario	8*
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	Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro	18*
3	Mercados financieros y tipos de interés en la zona del euro	
3.1	Tipos de interés del mercado monetario	20*
3.2	Rendimientos de la deuda pública	21*
3.3	Índices de los mercados bursátiles	22*
3.4	Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela	23*
3.5	Emisiones de valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	24*
4	IAPC y otros precios en la zona del euro	
4.1	Índice Armonizado de Precios de Consumo	26*
4.2	Otros indicadores de precios	27*
5	Indicadores de la economía real en la zona del euro	
5.1	Cuentas nacionales	28*
5.2	Otros indicadores de la economía real	29*
5.3	Encuestas empresariales y del consumidor	30*
5.4	Indicadores del mercado laboral	31*
6	Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro	32*
7	Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona	33*
8	Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluyendo reservas)	
8.1	Resumen de la balanza de pagos	34*
8.2	Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital	35*
8.3	Balanza de pagos: cuenta de rentas	36*
8.4	Balanza de pagos: cuentas de inversiones directas y de cartera	37*
8.5	Balanza de pagos: cuenta de otras inversiones y activos de reserva	38*
8.6	Posición de inversión internacional	40*
9	Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro	41*
10	Tipos de cambio	44*
11	Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE	45*
12	Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE	
12.1	Evolución económica y financiera	46*
12.2	Ahorro, inversión y financiación	47*

Notas técnicas 48*

Notas generales 49*

I Estadísticas de política monetaria

Cuadro I.1

Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

		Oro y derechos en oro	Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	Préstamos en euros a entidades financieras de contrapartida de la zona del euro	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales de ajuste
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999 Ago	6	101.754	245.853	13.027	4.162	194.731	149.018	45.001	0
	13	101.754	245.650	12.724	4.107	189.871	143.990	45.001	0
	20	101.754	246.057	12.640	4.261	186.895	141.042	45.001	0
	27	101.754	245.415	12.580	4.116	205.150	159.071	44.996	0
Sep	3	101.754	245.588	11.915	4.281	197.748	152.043	44.996	0
	10	101.754	245.034	12.887	4.686	193.931	147.991	44.996	0
	17	101.754	245.923	12.472	5.028	188.657	142.932	44.994	0
	24	101.754	246.058	13.054	4.919	198.458	152.955	44.994	0
Oct	1	114.988	240.223	13.357	5.066	192.534	146.988	44.994	0
	8	114.988	240.037	13.649	5.026	191.099	145.071	44.994	0
	15	114.988	239.967	13.748	5.084	185.829	140.104	44.994	0
	22	114.988	240.735	13.741	5.084	171.707	125.054	44.994	0
Nov	29	114.988	240.177	13.684	5.670	205.293	149.004	54.995	0
	5	114.988	240.305	13.702	5.832	195.860	140.104	54.995	0
	12	114.988	238.617	13.749	5.336	196.193	140.111	54.995	0
	19	114.988	240.349	13.229	5.313	198.821	143.029	54.995	0
Dic	26	114.987	239.561	12.846	5.340	208.995	143.046	64.999	0
	3	114.986	239.060	13.111	5.254	212.237	146.067	64.999	0
	10	114.955	240.344	13.728	4.394	230.117	164.018	64.999	0
	17	114.836	241.732	13.422	5.412	214.957	148.970	64.999	0
	24	114.745	242.368	13.795	4.998	225.423	148.972	74.996	0
	31	116.483	254.880	14.383	4.822	250.079	161.988	74.996	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 Ago	6	348.034	106.144	105.807	292	0	0	45	10.158
	13	346.223	103.115	103.001	96	0	0	18	10.158
	20	342.257	100.588	95.691	4.883	0	0	14	10.158
	27	340.626	110.453	110.439	13	0	0	1	10.158
Sep	3	344.193	106.110	106.037	49	0	0	24	10.158
	10	344.254	100.011	99.984	20	0	0	7	10.158
	17	342.188	98.993	98.237	750	0	0	6	10.158
	24	340.327	103.953	103.863	76	0	0	14	10.158
Oct	1	343.179	109.898	109.679	154	0	0	65	8.606
	8	345.322	102.086	101.938	85	0	0	63	8.606
	15	343.752	109.329	109.011	184	0	0	134	8.606
	22	340.852	98.656	92.529	6.027	0	0	100	8.606
Nov	29	343.584	109.886	109.399	395	0	0	92	8.606
	5	345.416	100.927	100.826	13	0	0	88	7.876
	12	344.556	98.280	98.208	21	0	0	51	7.876
	19	342.495	106.871	106.052	748	0	0	71	7.876
Dic	26	343.342	106.344	106.129	57	0	0	158	7.876
	3	353.009	114.526	114.227	143	0	0	156	7.876
	10	357.245	103.295	101.332	1.815	0	0	148	7.876
	17	361.633	105.625	103.606	1.870	0	0	149	7.876
	24	370.789	105.127	105.000	111	0	0	16	7.876
	31	374.953	117.121	114.493	2.618	0	0	10	7.876

Fuente: BCE.

							Total		
Operaciones temporales estructurales	Facilidad marginal de crédito	Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Otros préstamos	Valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro	Créditos en euros a las AAPP	Otros activos			
9	10	11	12	13	14	15	16		
0	240	47	425	25.939	60.156	77.342	722.964	1999 Ago	6
0	149	70	661	26.033	60.156	75.965	716.260		13
0	186	99	567	26.087	60.156	75.529	713.379		20
0	304	115	664	25.966	60.156	78.829	733.966		27
0	3	52	654	25.838	60.156	79.848	727.128	Sep	3
0	236	43	665	25.551	60.156	77.271	721.270		10
0	46	125	560	25.163	60.156	78.761	717.914		17
0	36	102	371	25.414	60.156	78.787	728.600		24
0	151	90	311	24.700	60.156	79.592	730.616	Oct	1
0	334	94	606	24.631	60.156	79.827	729.413		8
0	195	76	460	24.309	60.156	80.277	724.358		15
0	1.111	46	502	24.102	60.156	79.433	709.946		22
0	650	69	575	23.428	60.156	79.228	742.624		29
0	73	116	572	23.490	60.121	82.843	737.141	Nov	5
0	302	95	690	23.856	60.121	80.988	733.848		12
0	72	43	682	24.123	60.121	77.851	734.795		19
0	44	206	700	23.896	60.121	77.306	743.052		26
0	523	58	590	23.931	60.121	78.337	747.037	Dic	3
0	78	224	798	24.055	60.153	76.701	764.447		10
0	39	152	797	23.868	59.649	79.341	753.217		17
0	96	401	958	23.991	59.649	75.700	760.669		24
0	11.429	404	1.262	23.521	59.180	79.844	803.192		31

								Total		
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	Contrapartida de los derechos especiales de giro emitidos por el FMI	Cuentas de revalorización	Capital y reservas	Otros pasivos			
9	10	11	12	13	14	15	16	17		
45.219	6.988	1.037	10.032	6.192	82.510	53.218	53.432	722.964	1999 Ago	6
44.255	8.186	924	9.604	6.192	82.510	53.219	51.874	716.260		13
47.592	7.618	952	9.701	6.192	82.510	53.220	52.591	713.379		20
57.773	7.545	1.000	9.264	6.192	82.510	53.220	55.225	733.966		27
53.401	7.509	905	8.372	6.192	82.510	53.221	54.557	727.128	Sep	3
54.393	7.398	904	8.958	6.192	82.510	53.221	53.271	721.270		10
52.897	7.180	855	9.696	6.192	82.510	53.221	54.024	717.914		17
58.991	7.260	872	10.460	6.192	82.510	53.222	54.655	728.600		24
45.950	7.433	1.078	9.840	6.229	89.826	53.220	55.357	730.616	Oct	1
51.323	7.214	1.040	9.687	6.229	89.826	53.221	54.859	729.413		8
41.971	7.127	1.039	9.909	6.229	89.827	53.223	53.346	724.358		15
40.259	7.648	1.071	10.610	6.229	89.835	53.225	52.955	709.946		22
59.464	7.132	1.282	9.842	6.229	89.835	53.225	53.539	742.624		29
59.276	7.119	1.205	9.470	6.229	89.835	53.228	56.560	737.141	Nov	5
61.257	7.143	986	8.363	6.229	89.835	53.231	56.092	733.848		12
56.974	7.339	874	9.504	6.229	89.835	53.232	53.566	734.795		19
65.713	7.269	965	8.653	6.229	89.835	53.236	53.590	743.052		26
54.635	6.874	914	8.279	6.229	89.835	53.237	51.623	747.037	Dic	3
76.886	6.054	1.261	9.794	6.229	89.835	53.241	52.731	764.447		10
56.129	7.322	977	11.116	6.229	89.835	53.242	53.233	753.217		17
52.373	7.343	1.027	12.008	6.229	89.835	53.243	54.819	760.669		24
60.614	7.834	926	11.901	6.531	107.348	53.374	54.714	803.192		31

Cuadro 1.2

Tipos de interés de las facilidades permanentes del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Facilidad de depósito		Facilidad marginal de crédito	
	Nivel 1	Variación 2	Nivel 3	Variación 4
1999 Ene 1	2,00	-	4,50	-
4 ¹⁾	2,75	0,75	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	4,50	1,25
Abr 9	1,50	-0,50	3,50	-1,00
Nov 5	2,00	0,50	4,00	0,50

Fuente: BCE.

1) 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⁾

(importes en millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

Fecha de liquidación	Operaciones principales de financiación					
	Importe solicitado 1	Importe adjudicado 2	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días 6
			Tipo fijo 3	Tipo marginal 4	Tipo medio ponderado 5	
1999 Oct 6	1.655.341	90.000	2,50	-	-	14
13	1.289.972	50.000	2,50	-	-	15
20	1.107.860	75.000	2,50	-	-	14
28	1.937.221	74.000	2,50	-	-	13
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

Fecha de liquidación	Operaciones de financiación a más largo plazo					
	Importe solicitado 1	Importe adjudicado 2	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días 6
			Tipo fijo 3	Tipo marginal 4	Tipo medio ponderado 5	
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

Fecha de liquidación	Otras operaciones por subasta					
	Tipo de operación	Importe solicitado 2	Importe adjudicado 3	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable	
				Tipo fijo 4	Tipo marginal 5	Tipo medio ponderado 6
2000 Ene 5	Absorción de liquidez ²⁾	14.420	14.420	-	3,00	3,00

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) Captación de depósitos a plazo fijo. El importe proyectado era de 33 mm de euros.

Cuadro 1.4

Estadísticas de reservas mínimas

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

(mm de euros; fin de período)

Pasivos computables en:	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	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 Ene	8.607,7	4.838,6	83,1	146,0	1.105,5	510,6	1.923,9
Feb	8.638,8	4.801,1	86,9	148,9	1.111,6	543,9	1.946,5
Mar	8.684,9	4.803,1	88,8	151,2	1.125,6	549,8	1.966,4
Abr	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	9.083,6	4.967,3	129,0	178,5	1.180,3	554,2	2.074,5
Nov ^(a)	9.251,1	5.072,9	135,6	203,0	1.195,1	558,1	2.086,6

Fuente: BCE.

- 1) Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas a reservas mínimas, al BCE y a los bancos centrales nacionales participantes se excluyen de la base de pasivos computables. Si una entidad no puede presentar evidencia del montante de sus emisiones de valores a menos de 2 años y de sus emisiones de instrumentos del mercado monetario que están en las carteras de las entidades mencionadas arriba, esa entidad puede deducir de la base computable el 10% de dichos pasivos.
- 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 Feb	98,3	99,3	1,1	0,1	3,00
Mar	100,6	101,5	0,9	0,1	3,00
Abr	100,1	100,7	0,6	0,0	2,84
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 ^(a)	107,7	-	-	-	-

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	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	Otras operaciones ²⁾	Facilidad marginal de crédito						
	1	2	3	4	5						
1999 Feb	328,2	104,6	34,2	30,6	3,8	1,3	329,3	41,1	29,5	100,2	430,8
Mar	323,6	136,4	45,0	0,0	0,4	1,4	326,9	49,8	25,0	102,2	430,5
Abr	338,4	130,1	45,0	0,0	0,7	0,3	331,0	42,9	39,0	101,1	432,3
May	342,5	121,6	45,0	0,0	0,8	0,4	333,9	36,3	38,0	101,2	435,5
Jun	339,8	132,0	45,0	0,0	0,4	0,6	337,0	40,4	37,2	101,9	439,6
Jul	342,4	143,1	45,0	0,0	0,4	0,5	342,1	45,7	39,5	102,9	445,6
Ago	343,2	150,1	45,0	0,0	0,5	1,0	344,8	47,3	42,1	103,6	449,4
Sep	343,5	150,4	45,0	0,0	0,2	0,7	342,1	51,4	41,6	103,2	446,0
Oct	349,7	143,0	45,0	0,0	0,3	0,6	342,5	45,4	45,9	103,5	446,7
Nov	351,8	140,5	53,7	0,0	0,3	0,4	343,1	51,5	47,3	104,1	447,5
Dic	351,7	150,4	65,0	0,0	0,3	1,0	354,3	59,0	47,5	105,6	460,6

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 y pendientes al comienzo de la tercera fase (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 9).
- 5) Calculada como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), billetes en circulación (columna 7) y saldo de cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 10) o, alternativamente, como la diferencia entre el total de factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de depósitos de la Administración Central (columna 8) y el resto de factores (neto) (columna 9).

2 Evolución monetaria en la zona del euro

Cuadro 2.1

Balance agregado del Eurosistema¹⁾

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

1. Activo

	Préstamos a residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Acciones y 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	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1998 Abr	224,9	203,3	21,2	0,4	102,5	1,4	100,2	0,9	3,0	0,4	2,6	327,8	7,6	43,7	709,5
May	227,0	205,6	21,2	0,3	101,9	1,6	99,4	0,9	3,0	0,4	2,6	331,0	7,7	46,9	717,4
Jun	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
Jul	314,2	292,9	21,1	0,2	87,8	1,1	85,9	0,8	4,8	2,1	2,8	333,2	8,0	49,8	798,0
Ago	313,9	292,6	21,1	0,2	88,1	0,9	86,3	0,9	4,8	2,0	2,8	333,1	8,0	54,8	802,7
Sep	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
Oct	305,1	283,8	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7	4,8	1,9	2,9	334,7	8,1	49,7	775,7
Nov	300,6	279,1	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6	4,8	1,9	2,9	341,9	8,1	51,5	785,0
Dic	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 Ene	524,2	503,6	20,4	0,2	89,2	1,3	87,3	0,6	8,2	4,1	4,1	416,8	9,3	57,1	1.104,7
Feb	647,3	626,7	20,4	0,2	90,7	1,5	88,6	0,5	8,3	4,2	4,1	365,2	9,3	56,8	1.177,7
Mar	608,6	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	540,8	520,2	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	481,2	460,6	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	788,9	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	531,0	510,4	20,4	0,2	91,9	1,1	90,0	0,7	8,8	4,4	4,4	423,0	9,9	52,8	1.117,3
Sep	457,1	436,5	20,4	0,2	92,4	1,4	89,9	1,1	8,7	4,3	4,4	427,8	9,8	47,9	1.043,8
Oct	567,1	546,6	20,4	0,2	92,4	1,9	89,4	1,2	8,6	4,3	4,3	432,4	9,9	53,9	1.164,2
Nov ^(p)	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	1.086,0

2. Pasivo

	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	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 Abr	343,8	131,3	84,8	44,3	2,2	14,6	14,4	106,5	32,6	66,3	709,5
May	346,1	141,8	90,9	47,0	4,0	14,7	13,7	106,2	32,1	62,8	717,4
Jun	345,5	217,8	159,1	54,2	4,5	14,4	13,3	114,3	27,2	62,5	794,9
Jul	350,4	215,8	148,8	64,0	3,0	15,1	13,0	112,9	24,0	66,7	798,0
Ago	344,7	222,8	149,5	69,7	3,5	13,4	12,5	112,7	23,6	73,0	802,7
Sep	341,5	211,8	140,2	67,1	4,5	11,9	12,0	109,6	23,2	67,6	777,6
Oct	342,4	213,3	144,3	64,7	4,3	11,8	11,7	108,6	22,6	65,3	775,7
Nov	344,1	225,7	162,5	56,8	6,4	13,0	11,0	105,3	20,0	65,8	785,0
Dic	359,1	152,0	94,2	55,0	2,9	8,5	5,3	97,1	18,6	57,4	698,0
1999 Ene	343,8	467,5	410,9	50,3	6,2	6,3	5,3	125,7	99,3	56,8	1.104,7
Feb	342,4	594,2	532,5	55,0	6,7	6,3	5,3	122,9	50,5	56,0	1.177,7
Mar	348,3	549,5	486,6	55,1	7,9	4,9	5,3	137,9	97,9	54,5	1.198,3
Abr	349,6	486,1	440,9	38,8	6,3	4,9	5,3	138,9	105,0	50,5	1.140,2
May	353,0	419,7	369,5	42,7	7,4	4,9	5,3	137,4	61,5	49,2	1.030,9
Jun	355,8	724,3	672,3	44,1	7,8	4,9	5,3	140,7	171,4	43,8	1.446,1
Jul	363,6	682,7	620,6	56,4	5,7	4,9	5,3	139,9	124,3	49,2	1.369,8
Ago	358,6	463,8	403,4	54,5	5,9	4,9	5,3	139,8	93,9	51,0	1.117,3
Sep	359,4	390,6	333,0	50,7	6,9	3,3	5,3	146,3	88,8	50,1	1.043,8
Oct	361,2	500,6	440,8	50,9	8,8	3,3	5,3	150,6	93,8	49,4	1.164,2
Nov ^(p)	362,9	443,0	368,3	65,0	9,7	3,3	4,6	150,3	69,5	52,4	1.086,0

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) Desde enero de 1999 se incluyen los saldos brutos temporales 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 75 mm de euros a final de enero, de 27 mm de euros a final de febrero, de 77 mm de euros a final de marzo, de 84 mm de euros a final de abril, de 40 mm de euros a final de mayo, de 149 mm de euros a final de junio, de 101 mm de euros a final de julio, de 72 mm de euros a final de agosto, de 66 mm de euros a final de septiembre, de 71 mm de euros a final de octubre y de 47 mm de euros a final de noviembre.

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				Instru-mentos del merca-do moneta-rio	Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro			Resto del mundo	Activo fijo	Otros activos	Total
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	14	16
1998	Abr	8.617,1	2.999,7	810,9	4.806,5	1.975,6	661,8	1.114,8	199,1	108,2	396,1	114,0	282,1	1.634,0	238,2	830,8	13.800,0
	May	8.618,2	2.994,0	799,7	4.824,4	1.998,3	669,1	1.126,5	202,7	107,4	404,0	116,3	287,7	1.632,9	247,0	845,6	13.853,4
	Jun	8.752,6	3.070,5	805,8	4.876,4	2.013,7	680,5	1.137,6	195,5	104,9	401,0	118,2	282,8	1.674,8	240,2	736,3	13.923,5
	Jul	8.732,2	3.013,8	801,4	4.917,0	2.034,4	696,2	1.137,2	201,0	105,3	392,2	117,2	275,1	1.632,7	235,3	779,7	13.911,9
	Ago	8.756,1	3.035,8	803,9	4.916,4	2.040,5	702,9	1.136,0	201,6	104,7	386,4	118,2	268,3	1.641,1	236,3	768,9	13.933,9
	Sep	8.837,5	3.073,2	807,8	4.956,5	2.047,7	707,5	1.136,3	203,9	105,7	380,3	108,9	271,4	1.654,4	236,9	783,3	14.045,8
	Oct	8.973,6	3.169,0	813,7	4.990,9	2.074,5	715,9	1.151,2	207,4	106,0	387,3	115,0	272,3	1.636,3	239,0	780,2	14.196,9
	Nov	9.102,1	3.246,3	817,8	5.038,0	2.071,5	721,9	1.147,2	202,4	113,5	401,8	116,0	285,8	1.681,3	241,2	797,1	14.408,5
	Dic	9.083,6	3.171,9	820,5	5.091,3	2.016,7	728,0	1.095,4	193,3	107,1	422,2	120,9	301,3	1.591,4	243,8	778,3	14.243,1
1999	Ene	9.304,1	3.382,6	820,4	5.101,0	2.046,8	736,8	1.103,1	206,9	108,0	430,4	112,8	317,6	1.634,5	244,7	933,8	14.702,3
	Feb	9.200,4	3.269,5	820,9	5.110,0	2.063,4	744,9	1.115,5	202,9	112,2	441,5	117,4	324,0	1.589,9	243,4	952,4	14.603,2
	Mar	9.256,7	3.284,4	818,7	5.153,5	2.086,4	759,3	1.129,5	197,5	99,1	467,9	125,4	342,5	1.644,1	244,6	882,2	14.680,9
	Abr	9.301,1	3.312,1	811,4	5.177,7	2.103,8	773,4	1.128,5	201,9	104,8	481,1	126,0	355,1	1.632,4	246,3	845,2	14.714,7
	May	9.315,8	3.290,4	810,3	5.215,1	2.141,5	786,2	1.147,1	208,3	102,8	496,8	127,8	369,0	1.620,8	247,5	828,2	14.753,4
	Jun	9.457,2	3.335,2	816,9	5.305,1	2.131,4	798,6	1.120,2	212,6	101,9	484,8	124,6	360,2	1.639,9	250,0	865,2	14.930,3
	Jul	9.467,0	3.323,7	808,5	5.334,8	2.124,9	800,6	1.108,3	215,9	108,2	483,5	126,3	357,3	1.628,0	254,5	845,4	14.911,5
	Ago	9.488,5	3.352,9	804,6	5.331,0	2.147,7	808,5	1.114,8	224,4	110,4	482,8	126,9	355,9	1.629,6	255,4	830,7	14.945,2
	Sep	9.561,5	3.377,7	810,1	5.373,7	2.169,2	822,9	1.126,9	219,4	110,8	483,4	129,2	354,2	1.660,5	257,5	811,6	15.054,5
	Oct	9.684,1	3.449,0	819,2	5.415,8	2.192,9	835,1	1.140,7	217,1	114,4	486,5	131,0	355,5	1.690,6	259,6	841,2	15.269,4
	Nov ^(p)	9.842,7	3.526,2	832,1	5.484,4	2.215,4	845,6	1.143,5	226,3	127,3	500,0	129,7	370,2	1.762,6	263,8	877,9	15.589,6

2. Pasivo

		Effectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM	Admi-nis-tración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Dispo-nibles con preaviso	Cesio-nes temporales	Partici-paciones en FMM	Valores distintos de acciones y partici-paciones	Instru-mentos del merca-do moneta-rio	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Total
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998	Abr	0,4	7.876,3	3.088,8	97,2	4.690,3	1.225,3	1.912,4	1.346,0	206,6	258,3	2.001,5	156,3	702,6	1.483,3	1.321,3	13.800,0
	May	0,4	7.898,9	3.101,7	88,2	4.708,9	1.242,3	1.910,6	1.347,9	208,2	261,2	2.013,3	150,9	712,2	1.476,3	1.340,2	13.853,4
	Jun	0,4	7.999,4	3.174,8	94,0	4.730,5	1.289,8	1.890,8	1.346,5	203,4	259,8	2.042,4	145,9	718,7	1.496,1	1.260,8	13.923,5
	Jul	0,4	7.961,8	3.163,3	92,4	4.706,1	1.250,8	1.893,9	1.345,9	215,5	259,8	2.063,1	152,8	720,1	1.472,9	1.281,2	13.911,9
	Ago	0,4	7.982,0	3.183,7	95,4	4.702,9	1.241,8	1.905,4	1.347,6	208,2	264,7	2.074,7	152,9	720,1	1.475,8	1.263,3	13.933,9
	Sep	0,4	8.037,9	3.234,0	90,0	4.714,0	1.264,3	1.890,8	1.347,6	211,3	260,3	2.093,9	154,1	721,7	1.490,4	1.287,0	14.045,8
	Oct	0,4	8.136,8	3.313,1	90,8	4.732,9	1.270,7	1.889,2	1.350,8	222,3	258,4	2.096,9	161,1	725,9	1.530,6	1.286,8	14.196,9
	Nov	0,4	8.245,3	3.398,7	91,9	4.754,6	1.309,9	1.888,9	1.353,5	202,4	259,6	2.112,8	169,5	727,6	1.598,3	1.294,9	14.408,5
	Dic	0,4	8.263,1	3.311,9	95,7	4.855,5	1.382,7	1.909,7	1.385,9	177,2	241,1	2.113,9	160,8	738,9	1.505,3	1.219,6	14.243,1
1999	Ene	0,4	8.398,8	3.451,7	81,8	4.865,3	1.407,7	1.975,8	1.310,6	171,2	272,0	2.148,4	169,6	748,5	1.590,4	1.374,2	14.702,3
	Feb	0,4	8.298,7	3.361,7	85,3	4.851,7	1.382,1	1.973,0	1.312,6	183,9	286,5	2.173,8	174,7	753,2	1.589,5	1.326,4	14.603,2
	Mar	0,5	8.346,7	3.406,1	79,1	4.861,5	1.383,8	1.988,0	1.310,8	178,9	279,8	2.193,6	180,5	759,3	1.618,1	1.302,4	14.680,9
	Abr	0,5	8.348,4	3.395,7	77,8	4.874,9	1.403,5	1.984,9	1.314,2	172,3	297,4	2.223,8	190,1	769,5	1.632,6	1.252,5	14.714,7
	May	0,5	8.375,4	3.400,1	78,8	4.896,5	1.434,7	1.975,2	1.314,1	172,5	296,7	2.247,9	190,2	777,4	1.657,1	1.208,2	14.753,4
	Jun	0,5	8.447,3	3.440,4	82,1	4.924,7	1.478,2	1.961,5	1.318,6	166,5	305,3	2.269,0	182,9	782,1	1.661,6	1.281,6	14.930,3
	Jul	0,5	8.452,6	3.442,8	79,0	4.930,9	1.467,7	1.978,6	1.320,9	163,7	302,3	2.275,3	183,9	788,4	1.640,7	1.267,7	14.911,5
	Ago	0,6	8.451,4	3.458,0	83,3	4.910,1	1.439,5	1.987,9	1.320,1	162,6	307,2	2.291,1	194,6	788,2	1.675,2	1.237,0	14.945,2
	Sep	0,6	8.494,4	3.489,2	82,3	4.922,8	1.468,9	1.977,5	1.318,0	158,4	305,0	2.330,0	200,7	792,6	1.685,3	1.245,9	15.054,5
	Oct	0,6	8.594,5	3.572,1	85,4	4.936,9	1.469,2	1.997,6	1.314,4	155,8	305,0	2.356,2	210,4	798,7	1.748,2	1.255,7	15.269,4
	Nov ^(p)	0,7	8.721,1	3.660,2	82,0	4.978,8	1.502,6	2.008,7	1.309,6	157,9	306,5	2.375,3	240,0	803,3	1.834,4	1.308,3	15.589,6

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

		Préstamos a residentes en la zona del euro						Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro		Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos	Total
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1998	Abr	5.639,0	832,1	4.806,9	1.414,9	1.215,0	199,9	284,7	1.961,8	245,8	845,1	10.391,2				
	May	5.645,6	820,9	4.824,7	1.429,4	1.225,9	203,5	290,3	1.963,9	254,7	863,2	10.447,1				
	Jun	5.703,4	826,9	4.876,6	1.433,7	1.237,3	196,3	285,4	2.012,1	248,0	753,8	10.436,4				
	Jul	5.739,7	822,5	4.917,2	1.424,9	1.223,1	201,8	277,9	1.965,9	243,3	799,4	10.451,2				
	Ago	5.741,6	825,0	4.916,6	1.424,8	1.222,4	202,4	271,1	1.974,1	244,3	793,6	10.449,5				
	Sep	5.785,6	828,9	4.956,7	1.421,9	1.217,3	204,6	274,2	1.983,7	244,9	803,2	10.513,5				
	Oct	5.825,9	834,8	4.991,1	1.431,0	1.222,9	208,1	275,2	1.971,0	247,1	800,5	10.550,6				
	Nov	5.877,2	838,8	5.038,4	1.426,5	1.223,5	203,0	288,7	2.023,2	249,3	818,3	10.683,2				
	Dic	5.932,3	840,8	5.091,4	1.375,5	1.181,6	193,9	305,0	1.913,7	251,8	791,7	10.569,9				
1999	Ene	5.942,1	840,8	5.101,2	1.397,9	1.190,4	207,6	321,7	2.051,3	254,0	959,8	10.926,8				
	Feb	5.951,5	841,3	5.110,2	1.407,6	1.204,1	203,5	328,1	1.955,2	252,7	979,1	10.874,2				
	Mar	5.992,8	839,1	5.153,7	1.419,5	1.221,5	198,0	346,6	2.070,1	254,0	903,2	10.986,2				
	Abr	6.009,6	831,8	5.177,8	1.422,4	1.219,8	202,6	359,2	2.068,1	255,9	867,5	10.982,7				
	May	6.046,0	830,8	5.215,2	1.446,8	1.237,9	209,0	373,2	2.008,4	257,1	847,2	10.978,7				
	Jun	6.142,6	837,3	5.305,3	1.423,7	1.210,2	213,4	364,5	2.139,3	259,6	879,6	11.209,2				
	Jul	6.163,9	828,9	5.335,0	1.415,1	1.198,2	216,8	361,6	2.080,0	264,4	864,6	11.149,5				
	Ago	6.156,1	825,0	5.331,2	1.430,0	1.204,9	225,2	360,3	2.052,6	265,2	850,5	11.114,7				
	Sep	6.204,4	830,5	5.373,9	1.437,3	1.216,8	220,5	358,7	2.088,3	267,3	826,6	11.182,6				
	Oct	6.255,6	839,6	5.416,0	1.448,3	1.230,1	218,3	359,8	2.123,0	269,5	862,6	11.318,8				
	Nov ^(p)	6.337,1	852,5	5.484,6	1.460,3	1.232,8	227,4	374,8	2.172,9	273,7	900,2	11.519,0				

2. Pasivo: saldos

															Total
		Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro					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	Abr	314,8	141,6	4.692,5	1.227,5	1.912,4	1.346,0	206,6	321,0	1.352,6	694,7	1.515,9	1.387,6	-29,4	10.391,2
	May	317,2	135,1	4.713,0	1.246,3	1.910,6	1.347,9	208,2	319,4	1.356,2	701,7	1.508,4	1.403,0	-7,0	10.447,1
	Jun	315,5	148,2	4.735,0	1.294,3	1.890,8	1.346,5	203,4	315,1	1.370,3	714,3	1.523,3	1.323,3	-8,7	10.436,4
	Jul	320,7	156,4	4.709,1	1.253,8	1.893,9	1.345,9	215,5	322,3	1.378,7	713,8	1.496,9	1.347,9	5,4	10.451,2
	Ago	314,9	165,2	4.706,4	1.245,3	1.905,4	1.347,6	208,2	326,3	1.383,4	712,7	1.499,4	1.336,4	4,8	10.449,5
	Sep	311,7	157,1	4.718,5	1.268,8	1.890,8	1.347,6	211,3	320,6	1.397,5	720,4	1.513,6	1.354,6	19,5	10.513,5
	Oct	313,3	155,5	4.737,2	1.275,0	1.889,2	1.350,8	222,3	325,3	1.391,8	717,6	1.553,3	1.352,1	4,7	10.550,6
	Nov	314,2	148,8	4.761,0	1.316,2	1.888,9	1.353,5	202,4	328,7	1.400,9	714,9	1.618,3	1.360,7	35,8	10.683,2
	Dic	323,6	150,7	4.858,4	1.385,6	1.909,7	1.385,9	177,2	303,4	1.390,1	713,3	1.523,9	1.277,0	29,6	10.569,9
1999	Ene	313,2	132,1	4.871,5	1.413,9	1.975,8	1.310,6	171,2	339,9	1.415,6	757,3	1.689,7	1.431,0	-23,6	10.926,8
	Feb	312,7	140,4	4.858,4	1.388,8	1.973,0	1.312,6	183,9	355,3	1.432,6	754,4	1.640,0	1.382,4	-2,0	10.874,2
	Mar	317,5	134,2	4.869,4	1.391,7	1.988,0	1.310,8	178,9	366,0	1.438,0	767,8	1.716,0	1.356,9	20,3	10.986,2
	Abr	319,5	116,6	4.881,2	1.409,8	1.984,9	1.314,2	172,3	387,5	1.454,5	778,4	1.737,7	1.302,9	4,4	10.982,7
	May	321,3	121,5	4.903,9	1.442,1	1.975,2	1.314,1	172,5	388,9	1.465,4	783,1	1.718,5	1.257,4	18,6	10.978,7
	Jun	323,7	126,3	4.932,5	1.486,0	1.961,5	1.318,6	166,5	391,2	1.474,1	793,8	1.833,0	1.325,4	9,3	11.209,2
	Jul	331,8	135,4	4.936,6	1.473,4	1.978,6	1.320,9	163,7	382,8	1.478,5	797,6	1.765,0	1.316,8	5,0	11.149,5
	Ago	326,2	137,8	4.916,0	1.445,4	1.987,9	1.320,1	162,6	396,1	1.486,8	796,7	1.769,0	1.288,0	-2,0	11.114,7
	Sep	327,0	133,1	4.929,7	1.475,8	1.977,5	1.318,0	158,4	398,2	1.510,9	805,4	1.774,1	1.296,0	8,1	11.182,6
	Oct	329,3	136,4	4.945,8	1.478,0	1.997,6	1.314,4	155,8	404,3	1.524,5	814,0	1.842,0	1.305,1	17,4	11.318,8
	Nov ^(p)	329,8	147,0	4.988,6	1.512,3	2.008,7	1.309,6	157,9	422,6	1.532,1	819,7	1.903,9	1.360,7	14,5	11.519,0

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, revaluaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

3) Véase el cuadro 2.1, nota 2.

[mm de euros (sin desestacionalizar)]

3. Activo: flujos²⁾

		Préstamos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos	Total
		1	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	4	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	7	8	9	10	11
1998	Abr	39,9	5,1	34,8	7,9	7,5	0,4	8,6	-4,4	0,3	23,1	75,3
	May	8,3	-11,1	19,4	14,8	11,1	3,8	5,6	16,1	9,0	17,9	71,7
	Jun	66,7	5,9	60,8	2,9	10,7	-7,8	-6,0	32,0	-6,7	-104,5	-15,7
	Jul	39,9	-4,2	44,2	-11,7	-17,3	5,7	-6,8	-23,6	-4,7	45,9	39,1
	Ago	1,5	2,4	-0,9	-0,4	-0,9	0,5	-6,7	-1,8	1,0	-6,0	-12,5
	Sep	50,8	4,2	46,5	-2,4	-5,0	2,6	3,1	79,7	0,6	-4,4	127,4
	Oct	40,2	5,8	34,4	7,7	4,5	3,2	1,0	-22,0	2,3	-2,6	26,5
	Nov	53,4	3,9	49,5	-4,7	0,5	-5,2	13,5	25,3	2,4	17,5	107,4
	Dic	64,9	2,1	62,8	-50,1	-40,9	-9,2	16,2	-102,5	2,6	-26,2	-95,0
1999	Ene	70,8	0,9	69,9	17,7	17,1	0,7	10,6	107,0	-0,1	155,0	360,9
	Feb	7,0	0,3	6,6	9,2	13,5	-4,3	6,5	-132,4	-1,3	19,2	-91,8
	Mar	36,0	-2,9	39,0	28,0	25,6	2,4	18,2	65,2	1,3	-86,5	62,2
	Abr	15,3	-8,9	24,2	3,7	-0,7	4,4	12,5	-17,1	2,0	-35,7	-19,2
	May	35,4	-1,1	36,5	24,2	18,0	6,2	14,0	-71,8	1,2	-20,3	-17,3
	Jun	97,8	6,5	91,3	-24,3	-28,7	4,3	-9,3	116,3	2,3	32,0	214,7
	Jul	24,3	-8,3	32,6	-8,3	-11,9	3,6	-2,9	-22,6	4,7	-15,0	-19,7
	Ago	-8,7	-4,0	-4,6	14,2	6,2	8,0	-1,5	-48,6	0,9	-14,1	-57,7
	Sep	50,0	5,6	44,4	6,6	11,3	-4,7	-1,6	36,2	2,1	-17,1	76,1
	Oct	48,1	9,0	39,1	10,3	12,8	-2,5	1,1	9,6	1,9	36,0	107,0
	Nov ^(p)	77,0	12,6	64,4	10,8	2,1	8,7	15,0	2,1	4,2	37,7	146,9

4. Pasivo: flujos²⁾

		Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	Abr	3,0	2,0	26,2	15,0	17,2	-0,3	-5,6	10,1	8,2	-11,1	-0,1	52,3	-15,4	75,3
	May	2,4	-6,5	21,9	19,4	-1,0	1,9	1,6	-1,4	6,2	7,4	2,8	16,6	22,3	71,7
	Jun	-1,7	13,1	20,7	47,4	-20,5	-1,4	-4,8	-4,4	14,5	15,4	3,1	-77,2	0,6	-15,7
	Jul	5,2	8,2	-23,6	-39,7	4,4	-0,6	12,1	7,4	11,6	-1,1	-8,9	24,8	15,6	39,1
	Ago	-5,7	8,8	-3,8	-8,9	10,8	1,6	-7,3	3,8	3,1	-0,2	-6,4	-11,6	-0,5	-12,5
	Sep	-3,2	-8,1	18,6	25,6	-10,5	0,2	3,2	-5,0	6,9	8,7	72,7	22,3	14,4	127,4
	Oct	1,5	-1,6	18,0	5,8	-2,0	3,2	11,0	4,8	-9,0	-2,5	35,9	-5,5	-15,1	26,5
	Nov	0,9	-6,7	21,3	40,3	-1,7	2,6	-19,9	3,1	7,6	-1,8	40,4	11,5	31,2	107,4
	Dic	9,4	1,9	99,9	70,0	22,7	32,5	-25,2	-24,8	-11,1	-2,0	-84,0	-78,8	-5,6	-95,0
1999	Ene	-9,4	-6,6	39,0	28,1	-2,0	14,8	-1,9	13,6	26,9	13,4	157,8	163,7	-37,4	360,9
	Feb	-0,6	8,3	-23,3	-26,3	-11,7	2,0	12,7	15,1	13,1	-2,1	-83,7	-47,0	28,4	-91,8
	Mar	4,8	-6,0	7,8	1,6	13,2	-1,9	-5,1	6,5	7,4	12,5	48,9	-35,6	16,0	62,2
	Abr	2,0	-17,5	10,6	17,7	-3,9	3,4	-6,6	20,9	15,3	11,0	8,7	-54,6	-15,6	-19,2
	May	1,8	4,9	21,5	31,9	-10,4	-0,2	0,2	1,3	9,4	5,5	-31,2	-44,7	14,2	-17,3
	Jun	2,4	4,8	27,1	43,3	-14,7	4,4	-6,0	1,1	7,1	12,5	99,6	70,4	-10,2	214,7
	Jul	8,1	9,1	7,2	-11,4	19,0	2,4	-2,8	-7,9	7,3	4,6	-33,3	-10,0	-4,8	-19,7
	Ago	-5,6	2,5	-22,6	-28,8	8,2	-0,9	-1,1	13,1	5,5	-0,2	-14,0	-30,1	-6,4	-57,7
	Sep	0,8	-4,7	14,4	30,9	-10,2	-2,1	-4,2	1,7	24,1	4,3	11,5	13,8	10,1	76,1
	Oct	2,3	3,3	13,7	1,3	18,6	-3,6	-2,7	5,5	10,7	6,1	43,0	14,4	8,0	107,0
	Nov ^(p)	0,5	10,6	38,3	32,6	8,5	-4,9	2,1	17,7	3,8	1,7	15,8	61,2	-2,9	146,9

Cuadro 2.4

Agregados monetarios¹⁾

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

1. Saldos a fin de período

	M2							Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años	
					Total	Índice, Dic.98=100 ²⁾					
	M1		Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses							
	Total	Índice, Dic.98=100 ²⁾									
Efectivo en circulación	Depósitos a la vista										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 Abr	314,8	1.295,9	1.610,7	90,56	892,5	1.185,1	3.688,4	94,57	206,6	321,0	86,4
May	317,2	1.313,0	1.630,3	91,69	888,8	1.189,2	3.708,3	95,11	208,2	319,4	88,7
Jun	315,5	1.361,7	1.677,2	94,30	871,2	1.189,0	3.737,5	95,83	203,4	315,1	87,8
Jul	320,7	1.321,7	1.642,3	92,38	872,5	1.189,7	3.704,6	95,04	215,5	322,3	93,5
Ago	314,9	1.312,6	1.627,5	91,53	879,3	1.192,9	3.699,7	94,89	208,2	326,3	88,8
Sep	311,7	1.334,7	1.646,5	92,71	864,8	1.193,8	3.705,1	95,17	211,3	320,6	80,5
Oct	313,3	1.339,7	1.653,0	93,06	867,2	1.197,3	3.717,5	95,48	222,3	325,3	81,5
Nov	314,2	1.380,7	1.694,9	95,37	871,1	1.199,9	3.765,8	96,66	202,4	328,7	80,0
Dic	323,6	1.453,0	1.776,6	100,00	885,8	1.231,6	3.894,0	100,00	177,2	303,4	67,8
1999 Ene	313,2	1.481,7	1.795,0	101,08	881,7	1.247,8	3.924,5	100,71	171,2	339,9	55,0
Feb	312,7	1.452,9	1.765,6	99,36	868,0	1.251,6	3.885,2	99,63	183,9	355,3	56,8
Mar	317,5	1.465,2	1.782,7	100,24	878,3	1.250,4	3.911,3	100,23	178,9	366,0	48,6
Abr	319,5	1.480,1	1.799,6	101,17	871,9	1.255,3	3.926,8	100,60	172,3	387,5	53,4
May	321,3	1.509,9	1.831,2	102,92	862,5	1.259,3	3.953,0	101,24	172,5	388,9	59,2
Jun	323,7	1.548,7	1.872,3	105,21	841,4	1.265,1	3.978,9	101,87	166,5	391,2	58,9
Jul	331,8	1.542,3	1.874,0	105,36	853,3	1.269,9	3.997,2	102,41	163,7	382,8	62,7
Ago	326,2	1.513,3	1.839,5	103,38	856,6	1.270,2	3.966,2	101,57	162,6	396,1	64,9
Sep	327,0	1.538,0	1.865,0	104,84	844,0	1.268,2	3.977,2	101,87	158,4	398,2	81,8
Oct	329,3	1.542,4	1.871,7	105,17	859,1	1.265,9	3.996,7	102,28	155,8	404,3	79,7
Nov ^(p)	329,8	1.577,6	1.907,4	107,08	859,2	1.261,3	4.027,9	102,98	157,9	422,6	80,0

2. Flujos³⁾

	M2								Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
							Total	Tasa interanual de variación ³⁾			
	M1		Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses							
	Total	Tasa interanual de variación ³⁾									
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 May	2,4	17,7	20,0	10,1	-3,0	4,1	21,1	5,3	1,6	-1,4	2,6
Jun	-1,7	48,1	46,4	9,6	-18,2	-0,2	28,0	5,3	-4,8	-4,4	-1,0
Jul	5,2	-39,2	-34,1	8,2	2,4	0,7	-31,0	4,4	12,1	7,4	6,0
Ago	-5,7	-9,4	-15,2	8,3	6,3	3,2	-5,7	4,3	-7,3	3,8	-4,8
Sep	-3,2	24,3	21,1	8,0	-11,3	1,1	10,9	4,7	3,2	-5,0	-7,4
Oct	1,5	4,6	6,2	8,1	2,2	3,5	11,8	4,6	11,0	4,8	0,7
Nov	0,9	40,1	41,0	8,4	2,7	2,5	46,2	5,0	-19,9	3,1	-1,8
Dic	9,4	72,8	82,3	9,6	16,3	31,4	130,0	6,0	-25,2	-24,8	-12,3
1999 Ene	-9,4	28,6	19,2	14,9	-7,4	15,8	27,6	7,6	-1,9	13,6	-1,1
Feb	-0,6	-30,0	-30,5	12,9	-15,3	3,7	-42,1	6,4	12,7	15,1	1,3
Mar	4,8	10,9	15,7	11,8	9,0	-1,4	23,3	6,9	-5,1	6,5	-1,6
Abr	2,0	14,4	16,5	11,7	-7,0	5,0	14,5	6,4	-6,6	20,9	1,9
May	1,8	29,4	31,2	12,3	-9,9	3,9	25,2	6,4	0,2	1,3	5,6
Jun	2,4	38,2	40,6	11,6	-21,7	5,8	24,7	6,3	-6,0	1,1	-0,5
Jul	8,1	-5,3	2,8	14,1	13,2	4,9	20,8	7,8	-2,8	-7,9	4,2
Ago	-5,6	-29,8	-35,3	12,9	2,4	0,2	-32,7	7,0	-1,1	13,1	1,9
Sep	0,8	25,2	26,1	13,1	-12,4	-1,9	11,7	7,0	-4,2	1,7	5,3
Oct	2,3	3,5	5,8	13,0	12,4	-2,4	15,8	7,1	-2,7	5,5	-2,5
Nov ^(p)	0,5	33,5	34,0	12,3	-1,7	-4,7	27,6	6,5	2,1	17,7	0,1

Fuente: BCE.

- 1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores 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 3. La variación porcentual del índice entre dos fechas dadas corresponde a la variación del agregado, excluyendo las reclasificaciones, etc.
- 3) Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revaluaciones, 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 en la página 48*.

M3			Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM						
Total	Índice, Dic.98=100 ²⁾							Total	
			Depósitos			Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas		
			A plazo superior a 2 años	Con preaviso superior a 3 meses					
12	13	14	15	16	17	18	19	20	
4.302,4	96,68		1.235,2	1.020,5	214,7	1.266,2	694,7	3.196,2	1998 Abr
4.324,6	97,22		1.235,3	1.022,3	213,0	1.267,5	701,7	3.204,6	May
4.343,9	97,62		1.232,2	1.020,2	212,0	1.282,5	714,3	3.228,9	Jun
4.335,9	97,50		1.232,6	1.021,8	210,8	1.285,2	713,8	3.231,7	Jul
4.323,0	97,18		1.236,5	1.026,5	209,9	1.294,6	712,7	3.243,8	Ago
4.317,5	97,22		1.235,8	1.026,5	209,3	1.317,0	720,4	3.273,2	Sep
4.346,7	97,86		1.231,5	1.022,4	209,1	1.310,2	717,6	3.259,3	Oct
4.376,9	98,48		1.227,8	1.018,3	209,5	1.320,9	714,9	3.263,6	Nov
4.442,4	100,00		1.239,1	1.024,4	214,6	1.322,3	713,3	3.274,7	Dic
4.490,6	100,86		1.218,0	1.094,9	123,1	1.360,6	757,3	3.335,9	1999 Ene
4.481,3	100,57		1.227,6	1.105,8	121,8	1.375,8	754,4	3.357,8	Feb
4.504,9	101,09		1.231,4	1.110,5	120,9	1.389,4	767,8	3.388,7	Mar
4.540,0	101,77		1.232,7	1.114,0	118,7	1.401,1	778,4	3.412,2	Abr
4.573,6	102,50		1.228,8	1.113,7	115,2	1.406,3	783,1	3.418,1	May
4.595,4	102,93		1.235,2	1.121,0	114,2	1.415,3	793,8	3.444,3	Jun
4.606,4	103,25		1.238,0	1.126,0	112,0	1.415,8	797,6	3.451,4	Jul
4.589,8	102,83		1.243,0	1.132,0	111,0	1.421,9	796,7	3.461,7	Ago
4.615,7	103,16		1.245,4	1.134,2	111,2	1.429,1	805,4	3.480,0	Sep
4.636,4	103,52		1.249,6	1.139,0	110,6	1.444,8	814,0	3.508,4	Oct
4.689,0	104,58		1.260,6	1.150,0	110,7	1.451,5	819,7	3.531,9	Nov ^(p)

M3			Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM							
Total	Tasa interanual de variación ³⁾	Media móvil de tres meses (centrada)						Total		
			Depósitos			Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas			
			A plazo superior a 2 años	Con preaviso superior a 3 meses						
12	13	14	15	16	17	18	19	20		
23,9	5,0	5,1	0,2	1,9	-1,7	3,6	7,4	11,2	1998 May	
17,9	4,9	4,9	-3,3	-2,3	-1,0	15,5	15,4	27,7	Jun	
-5,4	4,8	4,8	0,7	1,9	-1,2	5,6	-1,1	5,2	Jul	
-14,1	4,5	4,6	3,6	4,5	-0,9	7,9	-0,2	11,4	Ago	
1,7	4,6	4,7	0,3	0,8	-0,6	14,4	8,7	23,3	Sep	
28,3	4,9	4,7	-4,4	-4,1	-0,2	-9,8	-2,5	-16,6	Oct	
27,5	4,7	4,7	-4,0	-4,4	0,4	9,4	-1,8	3,5	Nov	
67,7	4,6	5,0	11,9	6,4	5,5	1,3	-2,0	11,1	Dic	
38,2	5,7	5,1	4,6	5,6	-1,0	28,0	13,4	46,0	1999 Ene	
-12,9	5,2	5,4	2,3	3,6	-1,3	11,7	-2,1	12,0	Feb	
23,1	5,5	5,3	3,5	4,3	-0,8	9,0	12,5	24,9	Mar	
30,7	5,3	5,4	1,1	3,3	-2,2	13,3	11,0	25,4	Abr	
32,3	5,4	5,4	-4,1	-0,6	-3,5	3,8	5,5	5,2	May	
19,3	5,4	5,6	6,1	7,1	-1,0	7,6	12,5	26,1	Jun	
14,4	5,9	5,7	3,3	5,5	-2,2	3,1	4,6	11,0	Jul	
-18,8	5,8	5,9	4,7	5,7	-1,0	3,7	-0,2	8,2	Ago	
14,6	6,1	5,9	2,5	2,3	0,2	18,8	4,3	25,6	Sep	
16,2	5,8	6,0	5,3	6,0	-0,6	13,1	6,1	24,6	Oct	
47,5	6,2	-	10,3	10,2	0,1	3,7	1,7	15,7	Nov ⁹⁾	

Cuadro 2.4 (cont.)

Agregados monetarios¹⁾

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

3. Saldos a fin de período desestacionalizados

								M3		
					M2		Instrumentos negociables ⁴⁾		Total	Índice ²⁾
					Total	Índice ³⁾	Total			
	M1		Otros depósitos a corto plazo ³⁾							
	Total	Índice ²⁾	Total							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 Abr	1.626,3	91,44	2.063,8		3.690,1	94,66	604,2		4.294,3	96,60
May	1.634,7	91,94	2.071,4		3.706,2	95,10	602,2		4.308,3	96,95
Jun	1.650,0	92,77	2.074,0		3.724,0	95,53	604,0		4.328,0	97,36
Jul	1.643,3	92,44	2.068,9		3.712,3	95,28	630,3		4.342,6	97,75
Ago	1.651,6	92,89	2.074,0		3.725,7	95,60	613,8		4.339,5	97,65
Sep	1.661,3	93,55	2.077,5		3.738,8	96,08	613,2		4.352,0	98,09
Oct	1.675,5	94,33	2.078,4		3.753,9	96,45	633,2		4.387,1	98,86
Nov	1.682,0	94,65	2.094,6		3.776,7	96,98	614,3		4.391,0	98,89
Dic	1.697,2	95,53	2.107,4		3.804,6	97,74	577,1		4.381,7	98,73
1999 Ene	1.791,9	100,91	2.101,0		3.892,8	99,94	572,9		4.465,7	100,40
Feb	1.787,7	100,61	2.096,8		3.884,5	99,65	592,3		4.476,8	100,57
Mar	1.800,6	101,25	2.129,6		3.930,2	100,75	590,1		4.520,3	101,53
Abr	1.816,3	102,11	2.113,1		3.929,4	100,70	602,6		4.531,9	101,69
May	1.835,2	103,15	2.118,9		3.954,1	101,31	606,1		4.560,2	102,30
Jun	1.846,9	103,78	2.119,2		3.966,0	101,59	613,8		4.579,9	102,68
Jul	1.869,3	105,10	2.131,3		4.000,6	102,54	609,1		4.609,7	103,43
Ago	1.869,4	105,06	2.128,5		3.997,9	102,42	615,2		4.613,1	103,45
Sep	1.881,3	105,76	2.132,7		4.014,0	102,85	637,8		4.651,8	104,07
Oct	1.890,6	106,23	2.140,3		4.030,9	103,19	643,5		4.674,4	104,47
Nov ^(p)	1.896,8	106,48	2.142,5		4.039,3	103,32	664,3		4.703,7	105,01

4. Flujos desestacionalizados⁵⁾

									M3	
					M2		Instrumentos negociables ⁴⁾		Total	Variación mensual (%)
					Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)		
	M1		Otros depósitos a corto plazo ³⁾							
	Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998 Abr	20,7	1,3	1,4	0,1	22,2	0,6	-0,2	0,0	21,9	0,5
May	8,9	0,5	8,3	0,4	17,3	0,5	-1,6	-0,3	15,7	0,4
Jun	14,7	0,9	2,0	0,1	16,7	0,5	1,6	0,3	18,3	0,4
Jul	-5,9	-0,4	-4,0	-0,2	-9,8	-0,3	26,9	4,5	17,1	0,4
Ago	8,0	0,5	4,6	0,2	12,5	0,3	-16,8	-2,7	-4,3	-0,1
Sep	11,8	0,7	6,9	0,3	18,7	0,5	1,0	0,2	19,7	0,5
Oct	13,8	0,8	0,6	0,0	14,5	0,4	19,8	3,2	34,3	0,8
Nov	5,7	0,3	15,0	0,7	20,7	0,6	-19,5	-3,1	1,2	0,0
Dic	15,6	0,9	14,1	0,7	29,8	0,8	-36,8	-6,0	-7,0	-0,2
1999 Ene	95,5	5,6	-10,1	-0,5	85,4	2,2	-11,5	-2,0	73,9	1,7
Feb	-5,3	-0,3	-5,7	-0,3	-11,1	-0,3	18,5	3,2	7,5	0,2
Mar	11,5	0,6	31,3	1,5	42,8	1,1	0,1	0,0	43,0	1,0
Abr	15,2	0,8	-17,1	-0,8	-1,9	0,0	9,1	1,5	7,2	0,2
May	18,5	1,0	5,3	0,3	23,8	0,6	3,2	0,5	27,0	0,6
Jun	11,1	0,6	-0,5	0,0	10,7	0,3	6,4	1,1	17,1	0,4
Jul	23,5	1,3	13,6	0,6	37,1	0,9	-3,8	-0,6	33,3	0,7
Ago	-0,7	0,0	-3,7	-0,2	-4,4	-0,1	5,6	0,9	1,2	0,0
Sep	12,4	0,7	4,4	0,2	16,8	0,4	10,6	1,7	27,4	0,6
Oct	8,4	0,4	4,9	0,2	13,3	0,3	4,8	0,8	18,1	0,4
Nov ^(p)	4,5	0,2	0,3	0,0	4,8	0,1	19,4	3,0	24,2	0,5

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 en la página 48*.

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 14*, nota 3.

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 período)]

1. Créditos a sectores no financieros distintos de las AAPP

	Empresas no financieras ²⁾				Hogares ²⁾									Institucio- nes sin fines de lucro al servicio de los hogares ²⁾	
					Crédito al consumo ³⁾			Crédito para compra de vivienda ³⁾			Otras finalidades				
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1998 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	2.200,2	785,4	317,8	1.096,9	2.374,5	77,9	122,1	190,2	28,4	49,2	1.346,0	113,4	77,4	369,8	37,6
III	2.222,2	774,3	324,0	1.123,8	2.419,2	80,2	125,9	195,1	28,9	48,6	1.378,8	111,6	86,5	363,6	36,7
IV	2.284,9	810,7	320,1	1.154,0	2.478,7	84,7	128,2	199,8	28,2	45,9	1.415,9	114,2	84,8	376,9	37,0
1999 I	2.279,1	816,3	347,0	1.115,7	2.526,2	86,1	147,5	187,3	15,4	70,5	1.460,4	131,5	100,3	327,2	35,8
II	2.339,0	842,7	355,2	1.141,1	2.592,1	84,9	152,3	193,0	18,7	67,8	1.508,8	138,1	98,2	330,1	35,8
III ^(p)	2.337,9	829,0	363,9	1.145,1	2.642,7	85,4	154,3	195,5	18,8	67,3	1.550,3	136,3	100,6	334,2	36,2

2. Créditos a instituciones financieras no monetarias

	Otros intermediarios financieros ²⁾				Empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾			
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	16	17	18	19	20	21	22	23
1998 I	240,4	146,1	50,0	44,3	23,5	17,5	2,0	4,0
II	244,6	146,4	51,0	47,2	23,4	16,4	2,2	4,8
III	246,4	142,6	54,0	49,8	35,1	27,1	2,4	5,6
IV	262,2	157,3	52,8	52,1	27,9	19,2	2,5	6,3
1999 I	275,9	174,6	52,8	48,5	36,6	27,5	3,1	6,0
II	297,9	193,8	49,6	54,5	40,4	29,0	2,7	8,8
III ⁴⁾	310,0	190,1	54,2	65,6	43,2	31,6	2,7	8,9

3. Créditos a las AAPP

	AAPP ²⁾										
	Administración Central ⁴⁾	Otras AAPP									Administraciones de Seguridad Social
		Administración regional				Administración local					
		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años			
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
1998 I	828,0	221,2	269,2	9,9	14,6	244,6	327,0	19,9	52,4	254,7	10,6
II	827,5	217,2	271,3	8,5	14,5	248,3	333,3	19,8	54,0	259,6	5,7
III	829,5	216,4	272,9	7,8	14,0	251,1	325,0	17,7	50,7	256,6	15,2
IV	841,0	202,6	290,5	11,3	13,7	265,6	333,8	19,1	51,2	263,6	14,0
1999 I	839,1	221,7	277,8	11,0	21,1	245,6	326,0	19,0	12,6	294,4	13,6
II	837,3	212,3	279,3	11,5	20,6	247,1	328,4	20,0	10,9	297,5	17,3
III ^(p)	830,3	205,9	278,9	10,7	21,2	247,0	327,5	19,1	10,7	297,6	18,0

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

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

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

Saldos de pasivos

1. Depósitos colocados por residentes en la zona del euro

	IFM Total								No IFM Total							
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
					Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado- unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 I	3.180,6	2.809,4	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	3.280,6	2.929,7	41,8	309,1	223,0	21,8	43,6	20,6	4.887,4	4.734,8	18,6	134,0	99,0	15,6	10,1	9,3
III	3.316,5	2.927,2	42,4	346,8	241,3	27,9	45,2	32,4	4.877,0	4.726,3	19,5	131,2	94,0	12,6	13,6	11,0
IV	3.405,9	3.010,1	43,3	352,6	247,0	27,5	51,3	26,8	5.009,1	4.864,9	19,4	124,8	89,6	13,0	13,2	9,0
1999 I	3.892,6	3.466,7	48,9	377,0	265,9	27,7	54,7	28,6	5.003,5	4.851,8	23,6	128,1	89,0	13,9	14,5	10,7
II	4.112,7	3.711,3	43,7	357,6	255,1	27,1	51,5	23,9	5.058,3	4.897,8	25,7	134,8	96,8	15,0	12,5	10,5
III ^(p)	3.823,1	3.415,6	46,6	360,9	253,6	30,1	56,2	21,0	5.058,7	4.896,7	27,0	135,0	96,8	15,9	12,0	10,3

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

	Bancos ³⁾								No bancos							
	Total monedas								Total monedas							
	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 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	1.150,4	470,0	122,6	557,7	435,9	42,7	51,3	27,7	370,7	145,0	34,6	191,1	142,8	18,4	11,5	18,3
III	1.174,7	468,4	129,1	577,2	443,7	47,5	54,1	32,0	332,6	143,1	30,6	158,9	122,3	13,8	11,2	11,6
IV	1.158,3	458,9	124,0	575,4	441,4	55,8	52,5	25,8	364,7	153,5	33,4	177,8	130,7	22,4	12,1	12,6
1999 I	1.291,9	557,0	128,9	605,9	467,3	53,5	53,2	31,9	417,4	179,5	38,9	198,9	148,0	24,4	12,5	14,0
II	1.374,6	611,9	136,0	626,7	498,9	39,4	52,2	36,2	452,0	192,0	40,8	219,2	168,2	24,6	11,7	14,8
III ^(p)	1.301,2	547,7	128,4	625,1	494,1	42,9	53,4	34,8	457,5	197,4	43,6	216,5	163,1	27,2	11,4	14,9

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	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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	2.055,0	1.835,8	22,5	196,7	112,5	37,4	30,5	16,3	160,2	144,2	0,7	15,3	10,9	1,8	1,2	1,3
III	2.105,1	1.892,6	26,0	186,5	104,7	33,3	32,7	15,8	166,1	147,9	0,6	17,6	15,5	1,0	0,7	0,3
IV	2.117,8	1.902,1	26,4	189,4	106,3	35,2	33,0	14,9	169,4	155,4	0,6	13,4	11,3	0,9	1,1	0,1
1999 I	2.198,9	1.966,9	25,3	206,7	111,6	32,8	31,6	30,7	185,4	169,8	0,8	14,9	12,6	0,8	1,3	0,2
II	2.274,2	2.026,9	30,1	217,2	114,3	31,8	32,1	38,9	187,8	169,9	1,4	16,5	13,8	1,1	1,5	0,2
III ^(p)	2.336,6	2.078,9	31,9	225,8	118,1	34,7	32,7	40,2	204,0	184,2	1,2	18,6	13,5	2,7	2,2	0,2

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) 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								Total							
	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	-	-	-	-	-	-	-	- 5.604,6	5.437,2	26,6	140,8	86,0	15,3	36,9	2,6
II	3.342,6	-	-	-	-	-	-	-	- 5.704,2	5.541,9	25,5	136,8	81,6	13,9	38,2	3,0
III	3.354,7	-	-	-	-	-	-	-	- 5.786,7	5.624,1	26,4	136,3	77,8	12,7	42,8	3,0
IV	3.376,5	-	-	-	-	-	-	-	- 5.931,9	5.758,7	26,3	146,9	79,2	15,1	48,9	3,7
1999 I	3.872,4	-	-	-	-	-	-	-	- 5.992,8	5.797,4	19,7	175,7	99,0	18,5	53,7	4,5
II	4.103,5	-	-	-	-	-	-	-	- 6.142,6	5.931,2	21,4	190,0	109,4	19,5	57,9	3,2
III ^(p)	3.814,2	-	-	-	-	-	-	-	- 6.203,9	5.984,7	22,8	196,5	106,5	23,9	61,6	4,5

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

	IFM								No IFM							
	Total								Total							
	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	686,3	657,0	6,2	23,2	14,7	2,6	1,2	4,7	1.433,7	1.390,2	8,8	34,7	17,2	7,2	2,7	7,5
III	708,8	680,3	7,4	21,1	13,7	3,0	1,4	3,0	1.421,9	1.384,3	10,2	27,2	15,0	7,6	2,4	2,2
IV	729,0	686,0	18,0	25,0	16,9	3,7	1,8	2,6	1.375,5	1.338,2	10,6	26,4	14,4	8,6	2,3	1,1
1999 I	760,9	725,4	7,7	27,7	18,3	5,5	1,3	2,6	1.419,5	1.387,0	3,9	28,6	15,2	10,5	2,0	0,9
II	800,1	766,2	6,5	27,4	18,1	5,2	1,1	3,1	1.423,7	1.393,8	3,2	26,7	13,5	10,2	2,1	1,0
III ^(p)	823,9	790,4	6,9	26,6	17,5	4,5	1,7	2,9	1.437,3	1.407,5	3,1	26,6	13,5	10,0	2,3	0,9

6. Préstamos a no residentes en la zona del euro

	Bancos ³⁾								No bancos							
	Total								Total							
	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	1.053,1	429,6	88,5	535,0	404,9	66,8	29,6	33,8	384,9	179,5	23,0	182,4	162,8	4,5	11,2	3,9
III	1.026,9	423,6	100,6	502,6	365,2	67,5	26,7	43,2	380,2	174,6	26,0	179,6	156,5	5,3	11,9	5,9
IV	972,0	380,2	76,7	515,1	375,5	73,9	27,1	38,7	378,7	152,3	27,0	199,4	173,2	8,3	13,3	4,5
1999 I	1.008,1	467,1	81,4	459,6	328,2	62,7	26,8	41,9	385,5	137,1	28,9	219,5	191,7	7,7	14,5	5,5
II	1.018,8	471,8	79,5	467,5	347,3	53,2	26,2	40,9	416,6	139,2	35,0	242,4	211,9	8,0	16,3	6,3
III ^(p)	948,0	427,7	77,0	443,3	320,8	53,8	28,3	40,5	413,5	143,3	35,5	234,7	200,7	10,4	17,9	5,7

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

	Bancos ³⁾								No bancos							
	Total								Total							
	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	88,2	17,1	4,7	66,4	38,1	4,4	0,7	23,2	274,4	49,5	25,6	199,4	138,7	20,2	3,8	36,6
III	77,0	19,5	3,9	53,7	39,7	5,2	1,0	7,8	286,0	41,4	31,1	213,5	158,5	29,9	4,3	20,8
IV	65,3	18,8	5,1	41,5	27,9	5,0	0,8	7,7	316,2	47,3	30,6	238,3	179,7	34,6	4,2	19,6
1999 I	75,6	19,7	5,7	50,2	35,0	5,4	0,9	9,0	410,1	52,5	30,8	326,8	255,4	37,6	4,4	29,4
II	82,7	21,7	6,3	54,8	39,2	5,6	1,2	8,8	413,0	66,8	33,7	312,4	247,6	37,1	4,9	22,8
III ^(p)	82,6	23,1	6,7	52,8	38,1	5,8	1,0	7,9	412,0	70,3	34,9	306,8	242,0	38,5	4,8	21,6

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

Cuadro 3.1

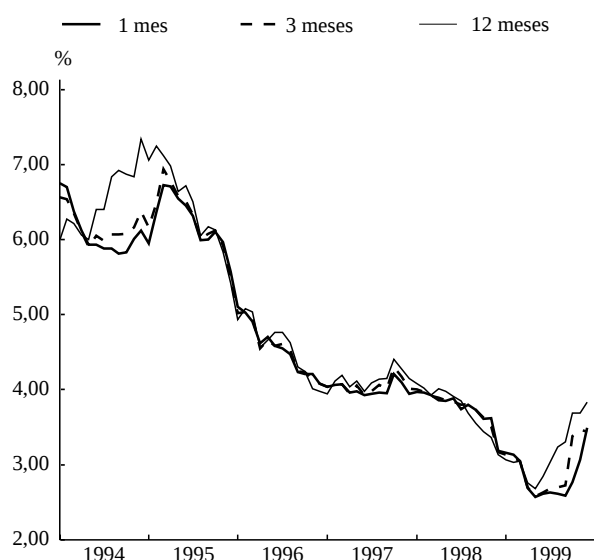
Tipos de interés del mercado monetario¹⁾

(en porcentaje)²⁾

	Zona del euro ^{3) 4)}					Estados Unidos ⁵⁾	Japón ⁵⁾
	Depósitos a 1 día	Depósitos a 1 mes	Depósitos a 3 meses	Depósitos a 6 meses	Depósitos a 12 meses	Depósitos a 3 meses	Depósitos a 3 meses
	1	2	3	4	5	6	7
1995	5,62	5,57	5,49	5,62	5,42	5,44	0,50
1996	4,04	4,08	4,08	4,06	3,98	5,43	0,31
1997	3,98	3,94	4,01	4,05	4,15	5,62	0,36
1998	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1999	2,74	2,86	2,96	3,05	3,18	5,41	0,22
1998 Dic	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1999 Ene	3,14	3,16	3,13	3,10	3,06	4,99	0,35
Feb	3,12	3,13	3,09	3,04	3,03	5,00	0,38
Mar	2,93	3,05	3,05	3,02	3,05	4,99	0,20
Abr	2,71	2,69	2,70	2,70	2,76	4,97	0,18
May	2,55	2,57	2,58	2,60	2,68	4,98	0,12
Jun	2,56	2,61	2,63	2,68	2,84	5,17	0,10
Jul	2,52	2,63	2,68	2,90	3,03	5,30	0,12
Ago	2,44	2,61	2,70	3,05	3,24	5,46	0,13
Sep	2,43	2,58	2,73	3,11	3,30	5,56	0,14
Oct	2,50	2,76	3,38	3,46	3,68	6,20	0,24
Nov	2,94	3,06	3,47	3,48	3,69	6,09	0,31
Dic	3,04	3,49	3,44	3,51	3,83	6,15	0,39
1999 Dic 3	3,04	3,52	3,45	3,48	3,78	6,15	0,38
10	3,00	3,55	3,46	3,49	3,77	6,12	0,25
17	3,04	3,56	3,46	3,54	3,89	6,19	0,49
24	3,07	3,54	3,45	3,55	3,88	6,10	0,90
31	3,75	3,17	3,34	3,52	3,88	5,98	0,16

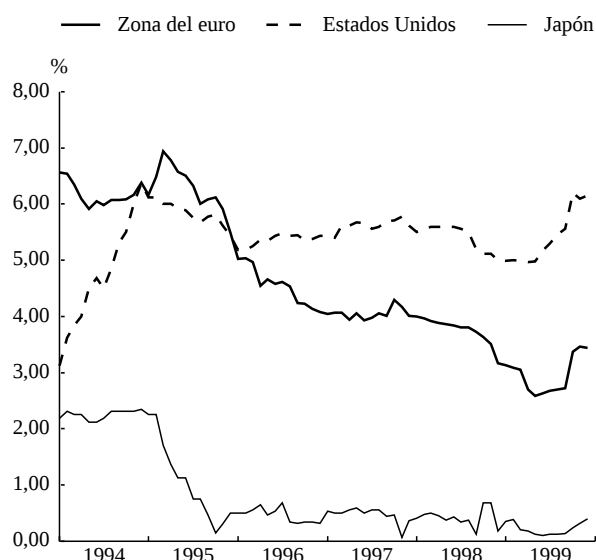
Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro

(mensual)



Tipos a 3 meses del mercado monetario

(mensual)



Fuentes: Reuters y BCE.

1) Hasta diciembre de 1998, tipos ofrecidos en la toma de depósitos; a partir de entonces, tipos de oferta.

2) Hasta diciembre de 1998, datos fin de periodo; a partir de entonces, medias del periodo.

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

4) A partir de enero de 1999, la columna 1 recoge el índice medio a un día para la zona del euro (EONIA); el resto de tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro son, a partir de enero de 1999, los tipos interbancarios de oferta de la zona del euro (EURIBOR). El último tipo EONIA para diciembre de 1999 se refiere al 30 de diciembre.

5) A partir de febrero de 1999, tipos de oferta en el interbancario de Londres (LIBOR).

Cuadro 3.2

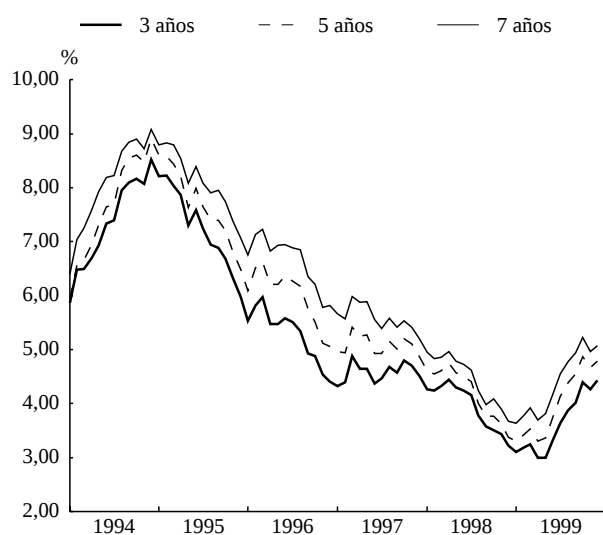
Rendimientos de la deuda pública¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ²⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
1995	5,69	5,97	6,48	7,06	8,73	6,69	3,32
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	7,23	6,54	3,03
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,99	6,45	2,15
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1999	3,39	3,63	4,01	4,38	4,66	5,64	1,75
1998 Dic	3,16	3,22	3,38	3,67	3,95	4,69	1,39
1999 Ene	2,98	3,11	3,30	3,64	3,82	4,78	2,07
Feb	3,05	3,19	3,43	3,78	3,98	4,99	2,09
Mar	3,08	3,25	3,53	3,92	4,18	5,23	1,72
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
1999 Dic 3	4,12	4,37	4,76	5,04	5,27	6,17	1,78
10	4,04	4,27	4,60	4,87	5,10	6,08	1,76
17	4,28	4,53	4,87	5,15	5,39	6,31	1,75
24	4,25	4,51	4,83	5,13	5,37	6,42	1,73
31	4,29	4,58	4,97	5,25	5,49	6,37	1,63

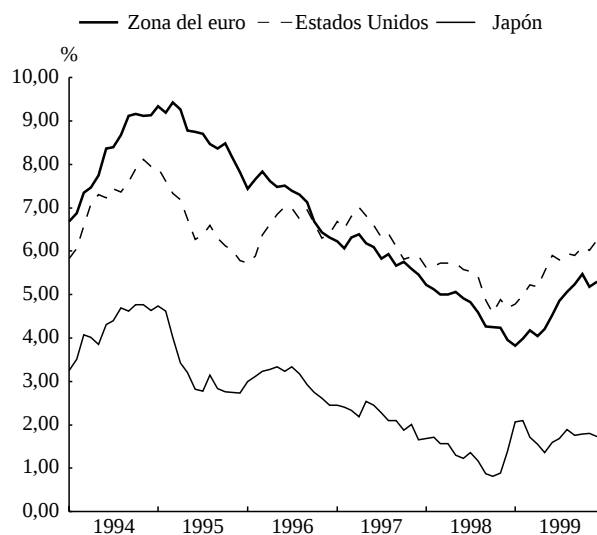
Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensual)



Rendimientos de la deuda pública a 10 años

(mensual)



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

- 1) Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro a 2, 3, 5 y 7 años son datos fin de período, y los rendimientos a 10 años son medias del período. A partir de entonces, todos los rendimientos son medias del período.
- 2) Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculan ponderando los rendimientos nacionales armonizados de la deuda pública por el PIB. A partir de entonces, las ponderaciones utilizadas son los saldos vivos de deuda pública a cada plazo.

Cuadro 3.3

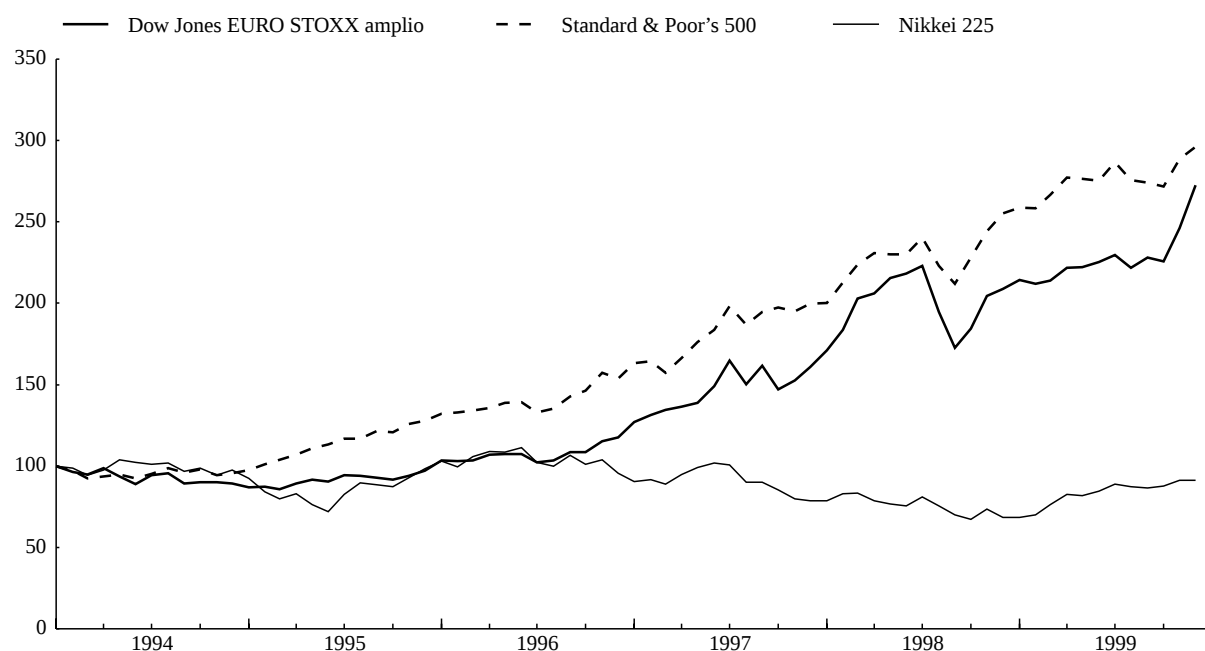
Índices de los mercados bursátiles

(niveles del índice en puntos) ¹⁾

	Índices Dow Jones EURO STOXX											Estados Unidos	Japón
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos									Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Extracción y metales	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Grupos	Industrial	Tecnología	Gas, agua, electricidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	138,37	1.506,82	137,78	111,06	181,13	145,46	117,66	133,05	136,18	145,57	152,09	614,57	19.417,95
1996	167,75	1.850,32	145,11	120,25	274,94	180,64	137,84	156,11	171,05	153,17	192,40	743,25	20.147,27
1997	229,86	2.531,99	166,33	159,82	324,06	249,22	188,87	210,33	204,75	248,37	225,11	962,37	15.917,07
1998	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17
1999	325,23	3.779,57	183,87	162,80	493,34	285,35	249,69	259,77	366,91	468,28	306,21	1.327,39	16.802,27
1998 Dic	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17
1999 Ene	306,01	3.486,40	146,59	152,92	498,08	226,40	254,13	229,20	301,23	367,41	339,23	1.246,89	13.859,26
Feb	302,69	3.450,87	149,74	152,16	496,17	225,01	246,99	229,33	312,25	366,43	330,00	1.244,93	14.168,83
Mar	305,52	3.524,19	153,81	155,94	480,73	254,11	249,73	229,77	311,75	374,45	318,57	1.284,56	15.459,81
Abr	316,39	3.671,80	172,06	162,67	493,62	276,64	257,18	238,42	334,72	403,94	306,87	1.335,79	16.689,65
May	317,05	3.669,07	176,93	167,47	482,10	291,29	253,77	257,12	344,94	413,34	300,15	1.330,72	16.533,26
Jun	321,66	3.749,45	177,95	168,33	487,77	299,00	251,77	268,06	365,11	440,22	300,26	1.325,93	17.135,96
Jul	328,07	3.846,24	190,82	168,19	487,34	316,01	246,24	277,97	379,94	481,62	302,28	1.380,99	18.008,62
Ago	316,78	3.691,33	204,66	162,31	468,57	314,74	235,93	278,08	365,94	455,23	289,80	1.327,49	17.670,31
Sep	325,88	3.772,79	199,93	161,67	500,44	312,33	242,61	273,47	380,45	480,77	296,06	1.318,21	17.532,78
Oct	322,44	3.742,62	193,96	159,46	482,52	295,41	238,87	262,05	381,39	488,96	281,85	1.312,60	17.697,85
Nov	351,17	4.159,97	200,99	164,75	508,19	305,69	259,69	275,80	418,69	589,93	297,38	1.391,61	18.440,35
Dic	389,11	4.590,11	239,03	177,78	534,58	307,61	259,32	297,94	506,52	757,03	312,07	1.428,96	18.430,57
1999 Dic 3	374,92	4.449,47	229,84	171,79	526,56	305,32	259,35	280,73	482,69	704,06	304,58	1.433,30	18.368,14
10	377,09	4.458,04	224,33	168,22	526,41	298,05	256,36	279,62	491,31	744,82	317,08	1.417,04	18.271,85
17	385,59	4.538,23	252,37	177,02	520,10	318,15	256,80	295,46	507,21	761,16	306,17	1.421,03	18.095,12
24	406,42	4.781,16	246,03	186,57	548,39	311,54	266,17	330,87	523,17	791,68	323,96	1.458,34	18.584,95
31	416,23	4.904,46	251,60	192,65	574,19	314,24	267,35	331,74	543,53	830,66	320,71	1.469,25	18.934,34

Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225 cambiados de base

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



Fuente: Reuters.

1) Hasta diciembre de 1998, son datos fin de periodo; a partir de entonces, son medias del periodo.

Cuadro 3.4

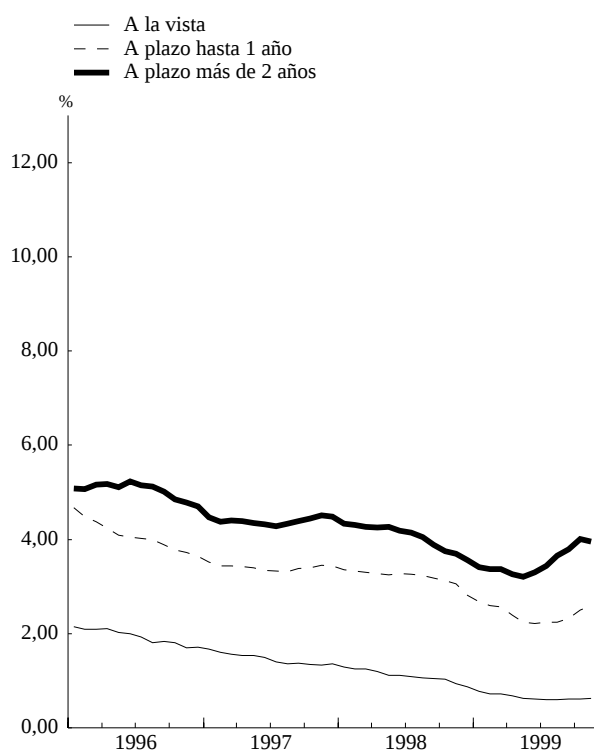
Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela

(en porcentaje; medias del período)

	Tipos de interés de los depósitos						Tipos de interés de los préstamos y créditos			
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso		A empresas		A hogares	
		Hasta 1 año	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	Hasta 1 año	Más de 1 año	Crédito al consumo	Para compra de vivienda
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1996	1,94	4,08	4,68	5,04	3,05	3,16	8,84	-	11,56	7,46
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
1998 Nov	0,94	3,06	3,05	3,70	2,48	3,12	6,38	5,43	9,68	5,43
Dic	0,87	2,81	2,81	3,56	2,44	3,03	6,22	5,11	9,61	5,29
1999 Ene	0,77	2,67	2,67	3,41	2,37	2,86	6,07	5,04	9,61	5,10
Feb	0,72	2,60	2,59	3,37	2,34	2,78	5,98	5,00	9,54	5,02
Mar	0,71	2,57	2,56	3,37	2,31	2,79	5,85	4,99	9,50	5,05
Abr	0,68	2,39	2,39	3,26	2,27	2,61	5,68	4,82	9,37	4,91
May	0,63	2,25	2,25	3,21	2,16	2,48	5,57	4,73	9,31	4,84
Jun	0,61	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	3,44	2,15	2,63	5,41	4,96	9,21	5,18
Ago	0,60	2,24	2,25	3,66	2,01	2,73	5,42	5,16	9,31	5,47
Sep	0,60	2,32	2,32	3,79	1,99	2,80	5,37	5,19	9,29	5,53
Oct.	0,61	2,50	2,51	4,01	2,01	2,93	5,57	5,55	9,36	5,79
Nov	0,63	2,59	2,60	3,95	2,03	3,01	5,74	5,53	9,36	5,77

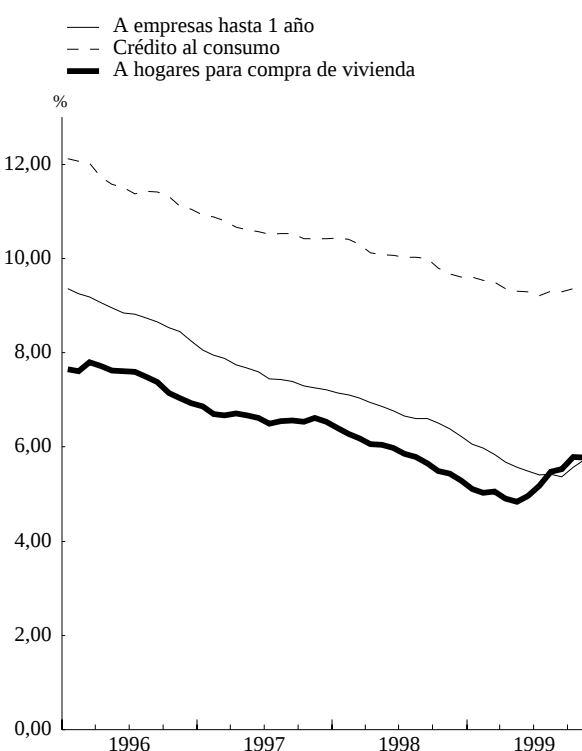
Tipos de interés de los depósitos

(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 período y saldos a fin de período; 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
1998 Dic	.	.	.	526,1	.	.	.	517,1	.	.
1999 Ene	205,3	191,2	14,1	539,2	198,6	185,7	12,9	529,0	6,7	5,5
Feb	174,8	174,9	-0,1	539,2	170,3	172,0	-1,8	527,2	4,5	2,8
Mar	184,1	179,8	4,3	543,6	179,5	176,3	3,2	530,4	4,7	3,5
Abr	217,6	199,5	18,0	561,7	212,7	195,4	17,3	547,7	4,9	4,2
May	171,8	172,3	-0,5	561,1	165,4	167,5	-2,1	545,5	6,4	4,8
Jun	173,5	185,6	-12,1	548,9	167,8	181,0	-13,2	532,0	5,7	4,6
Jul	206,0	208,1	-2,2	545,2	199,6	202,0	-2,5	528,1	6,4	6,1
Ago	180,9	162,0	18,8	563,6	174,1	156,7	17,4	545,1	6,7	5,3
Sep	186,1	181,6	4,5	566,2	179,0	176,8	2,2	545,4	7,1	4,8

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
1998 Dic	.	.	.	5.284,2	.	.	.	4.988,4	.	.
1999 Ene	149,9	107,0	43,0	5.340,7	144,0	98,5	45,5	5.043,4	5,9	8,5
Feb	123,7	86,6	37,1	5.392,9	114,6	84,8	29,9	5.084,2	9,0	1,8
Mar	117,5	83,9	33,6	5.433,6	111,2	77,9	33,3	5.119,3	6,3	5,9
Abr	118,6	79,1	39,6	5.462,7	113,0	77,3	35,7	5.141,9	5,6	1,7
May	107,4	69,6	37,8	5.509,6	98,0	64,9	33,1	5.185,0	9,4	4,7
Jun	101,5	70,8	30,7	5.551,1	97,3	68,4	28,8	5.221,8	4,2	2,4
Jul	122,3	98,4	23,9	5.586,8	117,3	91,5	25,8	5.262,1	5,0	6,9
Ago	67,5	52,2	15,3	5.608,9	60,3	47,5	12,7	5.280,1	7,3	4,7
Sep	129,2	80,4	48,8	5.664,9	114,9	74,4	40,5	5.329,3	14,3	6,0

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
1998 Dic	.	.	.	5.810,3	.	.	.	5.505,5	.	.
1999 Ene	355,2	298,1	57,1	5.879,9	342,6	284,2	58,4	5.572,4	12,6	13,9
Feb	298,4	261,4	37,0	5.932,1	284,9	256,8	28,1	5.611,5	13,5	4,7
Mar	301,6	263,7	38,0	5.977,2	290,7	254,2	36,4	5.649,7	10,9	9,4
Abr	336,2	278,6	57,6	6.024,4	325,7	272,7	53,0	5.689,6	10,5	5,9
May	279,3	242,0	37,3	6.070,7	263,4	232,4	31,0	5.730,4	15,9	9,6
Jun	275,0	256,5	18,5	6.100,0	265,0	249,4	15,6	5.753,9	10,0	7,0
Jul	328,3	306,5	21,7	6.132,0	316,8	293,5	23,3	5.790,2	11,4	13,0
Ago	248,4	214,3	34,1	6.172,5	234,4	204,2	30,2	5.825,2	14,0	10,0
Sep	315,4	262,0	53,3	6.231,1	293,9	251,3	42,6	5.874,7	21,5	10,8

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. Se espera que este porcentaje aumente en los próximos meses, aunque la cobertura total no es viable a corto plazo.
- 2) Las emisiones netas no coinciden con la variación de saldos por cambios en la valoración, reclasificaciones y otros ajustes.
- 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) Incluyendo las emisiones expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ⁴⁾				Emisiones totales en euros ⁴⁾				
monedas										
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	
.	8,9	.	.	.	12,4	.	.	.	529,5	1998 Dic
1,2	10,2	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Ene
1,7	12,0	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
1,2	13,2	23,3	11,1	12,2	25,4	571,7	545,2	26,5	555,8	Mar
0,7	14,0	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
1,6	15,6	.	.	.	.	.	.	.	.	May
1,1	16,8	19,2	22,7	-3,5	22,8	565,0	566,5	-1,5	554,9	Jun
1,4	18,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
1,4	18,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
2,3	20,8	27,8	18,4	9,4	31,7	580,5	554,0	26,6	577,1	Sep

		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ⁴⁾				Emisiones totales en euros ⁴⁾				
monedas										
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	
.	295,9	.	.	.	426,7	.	.	.	5.415,1	1998 Dic
-2,5	297,2	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Ene
7,2	308,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
0,4	314,3	53,4	16,8	36,5	462,6	423,2	278,0	145,2	5.581,9	Mar
3,9	320,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
4,7	324,6	.	.	.	.	.	.	.	.	May
1,8	329,3	56,1	11,4	44,7	506,9	364,4	222,0	142,3	5.728,7	Jun
-1,9	324,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
2,6	328,8	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
8,4	335,6	62,5	8,2	54,3	561,4	354,9	221,7	133,2	5.890,7	Sep

		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ⁴⁾				Emisiones totales en euros ⁴⁾				
monedas										
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	
.	304,8	.	.	.	439,1	.	.	.	5.944,6	1998 Dic
-1,3	307,5	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Ene
8,9	320,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
1,5	327,5	76,7	27,9	48,7	488,0	994,8	823,2	171,6	6.137,7	Mar
4,6	334,8	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
6,3	340,3	.	.	.	.	.	.	.	.	May
2,9	346,3	75,2	34,0	41,2	529,7	929,3	788,5	140,8	6.283,6	Jun
-1,6	341,8	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
3,9	347,3	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
10,7	356,4	90,3	26,6	63,7	593,1	935,5	775,6	159,8	6.467,8	Sep

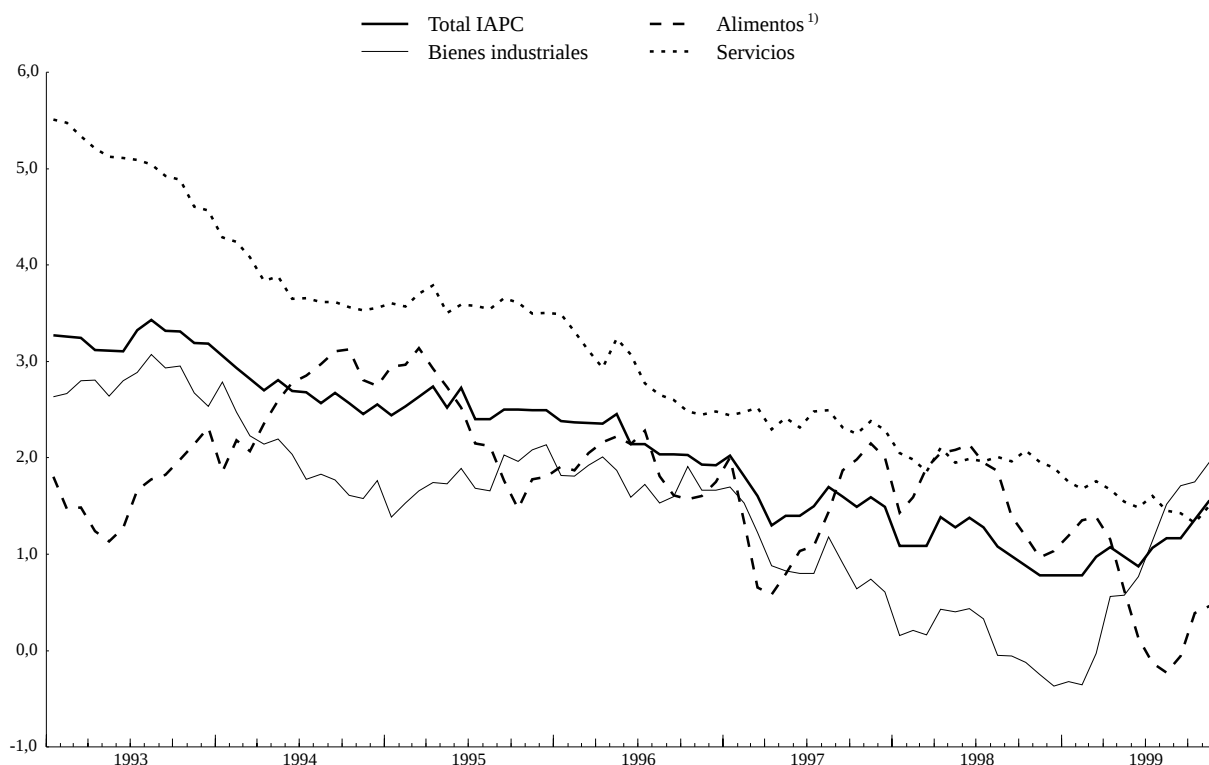
4 IAPC y otros precios en la zona del euro

Cuadro 4.1

Índice Armonizado de Precios de Consumo

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Total (índice 1996 = 100)	Total	Bienes						Servicios	
			Alimentos ¹⁾	Alimentos		Bienes industriales	Bienes industriales no energéticos	Energía		
				Alimentos elaborados ¹⁾	Alimentos no elaborados					
Ponderación sobre el total (%) ²⁾	100,0	100,0	63,6	22,4	13,4	9,0	41,2	32,5	8,7	36,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	97,9	2,5	2,1	2,4	2,4	2,2	1,8	1,9	1,4	3,6
1996	100,0	2,2	1,8	1,9	2,0	1,7	1,8	1,5	3,0	2,9
1997	101,6	1,6	1,1	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	2,0	0,1	0,9	-2,6	2,0
1998 III	102,9	1,1	0,7	1,7	1,4	2,1	0,1	1,0	-3,2	2,0
1998 IV	102,8	0,8	0,2	1,1	1,2	0,8	-0,2	0,9	-4,4	2,0
1999 I	103,1	0,8	0,3	1,3	1,2	1,5	-0,2	0,8	-3,8	1,7
1999 II	103,8	1,0	0,6	0,6	0,9	0,3	0,6	0,6	0,8	1,6
1999 III	104,1	1,1	0,9	-0,1	0,7	-1,4	1,5	0,5	4,9	1,5
1998 Nov	102,8	0,8	0,2	1,0	1,2	0,6	-0,2	0,9	-4,4	2,0
1998 Dic	102,9	0,8	0,1	1,0	1,1	0,9	-0,4	0,9	-4,8	1,9
1999 Ene	102,8	0,8	0,2	1,2	1,3	1,1	-0,3	0,8	-4,4	1,8
1999 Feb	103,1	0,8	0,2	1,3	1,3	1,5	-0,4	0,7	-4,3	1,7
1999 Mar	103,4	1,0	0,5	1,4	1,1	1,8	0,0	0,7	-2,8	1,8
1999 Abr	103,7	1,1	0,8	1,2	1,2	1,2	0,6	0,6	0,3	1,7
1999 May	103,8	1,0	0,6	0,6	0,8	0,4	0,6	0,6	0,5	1,5
1999 Jun	103,8	0,9	0,5	0,1	0,7	-0,7	0,8	0,6	1,4	1,5
1999 Jul	104,0	1,1	0,7	-0,1	0,7	-1,4	1,1	0,6	3,2	1,6
1999 Ago	104,1	1,2	0,9	-0,2	0,7	-1,6	1,5	0,6	5,0	1,5
1999 Sep	104,1	1,2	1,1	-0,1	0,7	-1,2	1,7	0,4	6,4	1,4
1999 Oct	104,2	1,4	1,3	0,4	0,9	-0,4	1,8	0,5	6,4	1,3
1999 Nov	104,4	1,6	1,4	0,5	0,9	-0,2	2,0	0,5	7,2	1,5



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) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

2) Referido al índice del periodo 1999.

Cuadro 4.2

Otros indicadores de precios

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

1. Precios industriales y de mercancías

	Precios de producción industrial								Precios en el mercado mundial de materias primas ²⁾		Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	
	Total, excluida construcción		Manufacturas						Construcción ¹⁾	Total	Total, excluida energía	
	Índice 1995=100			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	-	-	2,4	-	0,2	2,1	13,0
1996	100,4	0,4	1,0	-1,1	1,2	1,7	1,7	1,7	1,3	6,5	-6,9	15,9
1997	101,4	1,1	0,6	1,2	0,3	0,8	0,1	1,2	1,3	10,0	12,9	17,1
1998	100,6	-0,8	-0,7	-2,2	0,5	0,4	0,1	0,6	0,2	-21,2	-12,5	12,0
1999	.	.	.	.	.	.	.	.	.	17,8	-3,1	17,1
1998 IV	99,4	-2,3	-2,2	-4,5	0,4	-0,2	0,1	-0,3	0,1	-30,0	-20,5	10,1
1999 I	98,8	-2,6	-2,1	-4,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,8	-17,6	-16,0	10,3
II	99,7	-1,3	-1,0	-2,8	0,0	-0,2	0,1	-0,3	.	5,9	-8,2	15,0
III	101,0	0,6	0,8	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,1	.	31,0	1,1	19,7
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	61,5	14,0	23,0
1998 Dic	99,1	-2,6	-2,3	-4,9	0,4	-0,1	0,2	-0,3	-	-30,8	-19,5	8,8
1999 Ene	98,8	-2,7	-2,4	-5,1	0,2	-0,1	0,3	-0,3	-	-23,4	-17,3	9,6
Feb	98,7	-2,7	-2,3	-5,1	0,3	0,0	0,2	-0,2	-	-20,6	-16,0	9,4
Mar	99,0	-2,3	-1,8	-4,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2	-	-8,4	-14,6	11,8
Abr	99,6	-1,6	-1,2	-3,3	0,2	-0,1	0,2	-0,3	-	0,3	-12,5	14,4
May	99,7	-1,4	-1,0	-2,8	-0,1	-0,2	0,1	-0,3	-	5,1	-7,8	14,9
Jun	99,8	-1,0	-0,7	-2,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-	12,8	-4,2	15,6
Jul	100,5	-0,1	0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-	22,7	-2,3	18,1
Ago	101,0	0,6	0,9	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	-	29,2	-0,5	19,2
Sep	101,5	1,3	1,5	1,7	-0,1	0,3	0,3	0,3	-	41,4	6,6	21,8
Oct	101,9	2,1	2,1	3,2	0,0	0,4	0,4	0,4	-	44,3	10,7	20,8
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	-	60,4	11,9	23,5
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	-	81,3	19,3	24,8

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	Importaciones
	Índice 1995 =100							
	13	14	15	16	17	18	19	20
1995	100,0	2,6	2,5	2,6	2,9	1,5	2,6	2,3
1996	102,1	2,1	2,1	2,5	2,2	0,8	0,9	0,8
1997	103,6	1,5	1,7	1,9	1,8	1,0	2,2	2,7
1998	105,3	1,6	1,1	1,3	1,5	0,5	-0,1	-1,5
1997 II	103,5	1,6	1,6	1,8	2,0	0,9	1,9	2,2
III	103,9	1,6	1,9	2,1	1,7	1,1	2,7	3,8
IV	104,2	1,5	1,7	1,9	1,8	1,2	2,4	2,9
1998 I	104,8	1,6	1,4	1,6	1,2	0,7	1,3	0,9
II	105,2	1,6	1,4	1,6	1,4	0,7	0,5	-0,3
III	105,5	1,6	0,9	1,2	1,8	0,4	-0,6	-2,4
IV	105,8	1,5	0,7	0,9	1,6	0,1	-1,7	-4,2
1999 I	106,2	1,4	0,9	1,0	1,9	0,1	-2,1	-4,0
II	106,3	1,0	0,9	1,2	1,9	0,2	-1,0	-1,3

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 se basan en deflatores nacionales en moneda nacional.

5 Indicadores de la economía real en la zona del euro

Cuadro 5.1

Cuentas nacionales¹⁾

1. Precios corrientes

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

	PIB	Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	5.307,4	5.219,5	2.995,9	1.097,0	1.093,9	32,7	1.548,8	1.461,0
1996	5.528,7	5.412,6	3.138,6	1.147,4	1.119,6	7,0	1.636,6	1.520,5
1997	5.641,4	5.502,8	3.190,1	1.152,8	1.134,7	25,2	1.804,0	1.665,3
1998	5.863,9	5.729,5	3.313,7	1.180,4	1.188,5	46,8	1.909,7	1.775,3
1998 II	1.458,0	1.422,4	823,5	294,2	292,2	12,5	480,5	444,9
III	1.474,0	1.438,2	833,6	296,0	299,9	8,7	481,2	445,4
IV	1.487,9	1.457,7	843,5	298,1	302,6	13,5	472,3	442,0
1999 I	1.501,6	1.472,6	850,8	303,9	309,2	8,6	471,1	442,1
II	1.510,3	1.484,7	857,6	306,3	312,5	8,4	482,1	456,5
III	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios constantes

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

	PIB	Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
	9	10	11	12	13	14	15	16
1995	5.307,4	5.219,5	2.995,9	1.097,0	1.093,9	32,7	1.548,8	1.461,0
1996	5.378,4	5.265,8	3.039,1	1.117,0	1.103,8	5,9	1.618,6	1.506,1
1997	5.496,5	5.353,7	3.081,2	1.122,6	1.126,9	23,0	1.779,9	1.637,2
1998	5.646,2	5.530,2	3.170,9	1.137,2	1.175,1	47,0	1.892,3	1.776,3
1998 II	1.409,3	1.376,0	790,1	284,5	290,0	11,4	476,4	443,0
III	1.416,2	1.387,7	795,8	284,4	296,3	11,2	475,5	446,9
IV	1.418,8	1.396,7	801,0	284,2	296,9	14,6	470,2	448,1
1999 I	1.426,1	1.406,5	806,0	288,1	302,8	9,6	471,3	451,6
II	1.434,6	1.412,7	808,1	287,7	304,5	12,5	480,2	458,3
III	1.448,9	1.420,6	814,6	289,0	307,5	9,6	494,2	466,0

(tasas interanuales de variación)

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

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 disposiciones de objetos de valor.

3) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

Cuadro 5.2

Otros indicadores de la economía real¹⁾

1. Producción industrial

(tasas interanuales de variación, 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 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	0,8	-1,1	1,8	-0,4
1996	100,0	-0,1	100,4	0,3	0,0	-0,2	1,4	-0,2	-0,2	-0,4	-2,5
1997	103,8	3,8	104,8	4,4	5,0	5,4	5,0	2,7	2,8	2,6	-0,5
1998	107,4	3,5	109,1	4,1	4,6	3,7	6,7	3,1	6,3	1,5	-0,9
1998 III	107,7	3,2	109,4	3,9	4,3	2,8	6,6	3,4	6,6	1,9	-1,1
IV	107,2	0,8	109,1	1,5	1,4	0,3	4,2	1,3	4,6	-0,3	-3,7
1999 I	107,7	0,3	109,3	0,5	0,2	-0,1	1,1	1,1	1,9	0,8	-1,1
II	108,2	0,8	109,8	0,4	0,3	0,2	-0,3	1,2	2,7	0,2	0,8
III	.	.	110,8	1,4	1,3	1,6	0,4	2,0	3,3	1,8	.
1998 Nov	107,4	1,5	109,5	2,3	2,0	1,3	4,7	1,8	4,4	0,3	-3,6
Dic	106,6	-0,8	108,2	-0,2	-0,7	-1,9	2,4	-0,7	0,6	-1,3	-4,7
1999 Ene	108,1	1,4	109,3	1,4	1,4	0,2	3,5	2,4	4,7	1,3	1,1
Feb	107,1	-0,8	108,9	-0,3	-0,9	-0,8	0,4	-0,1	0,9	-0,5	-4,5
Mar	107,9	0,3	109,8	0,3	0,1	0,2	-0,3	1,1	0,6	1,7	0,0
Abr	107,9	0,1	109,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	1,1	-0,2	0,9
May	108,1	0,3	109,8	0,0	-0,1	-0,2	-1,2	1,4	3,2	-0,2	0,0
Jun	108,6	1,9	110,5	1,5	1,3	1,3	0,3	2,1	3,9	0,8	1,5
Jul	108,6	0,8	110,4	0,4	0,3	0,8	-1,2	1,3	1,5	1,4	1,1
Ago	108,3	0,3	110,9	2,6	2,6	2,3	1,1	4,6	11,1	3,1	1,6
Sep	.	.	111,0	1,4	1,4	1,9	1,5	0,8	0,7	1,1	.
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Ventas al por menor								Nuevas matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes		Precios constantes							
	Total		Total		Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios	Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar	Miles ²⁾ (d)	
	Índice, (d) 1995 = 100		Índice, (d) 1995 = 100							
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
1995	100,0	.	100,0	.	.	.	.	.	777	0,8
1996	102,0	2,1	100,4	0,4	0,7	.	-1,0	0,0	826	6,2
1997	104,3	2,2	101,6	1,2	1,2	0,9	0,6	1,1	861	4,2
1998	108,0	3,6	104,5	2,8	1,9	2,7	1,7	3,8	923	7,1
1998 III	108,7	4,3	105,1	3,6	2,1	3,8	4,6	3,8	937	6,7
IV	109,3	3,3	105,4	2,8	3,1	2,6	0,3	2,9	946	6,3
1999 I	109,9	3,0	105,8	2,3	2,5	2,0	1,9	1,1	977	7,1
II	110,5	2,7	106,2	2,1	2,8	1,6	1,9	2,5	980	8,3
III	111,5	2,6	107,0	1,8	3,8	0,6	-1,2	3,2	992	6,3
1998 Nov	110,3	5,4	106,4	5,3	5,9	4,1	4,5	4,5	972	10,0
Dic	108,9	2,3	104,9	1,7	2,1	1,7	-1,7	1,9	916	3,9
1999 Ene	109,2	2,3	105,5	2,1	1,6	0,9	1,7	2,7	983	8,9
Feb	109,4	2,3	105,4	1,6	2,4	0,9	-2,2	0,3	964	5,5
Mar	111,0	4,3	106,4	3,0	3,4	4,0	5,6	0,6	982	6,7
Abr	109,7	2,3	105,6	1,6	1,3	1,4	2,5	3,5	991	11,2
May	110,5	1,6	106,1	1,0	1,0	0,6	-0,3	1,0	971	5,9
Jun	111,4	4,2	106,9	3,6	6,1	2,7	3,6	3,0	980	7,8
Jul	111,5	2,7	107,0	2,0	2,6	1,4	0,0	3,1	1.047	10,4
Ago	111,8	2,7	107,2	1,8	6,0	1,9	1,1	3,7	963	5,3
Sep	111,3	2,5	106,8	1,7	2,7	-1,3	-4,2	2,7	966	1,9
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	974	2,9
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	962	-1,3

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

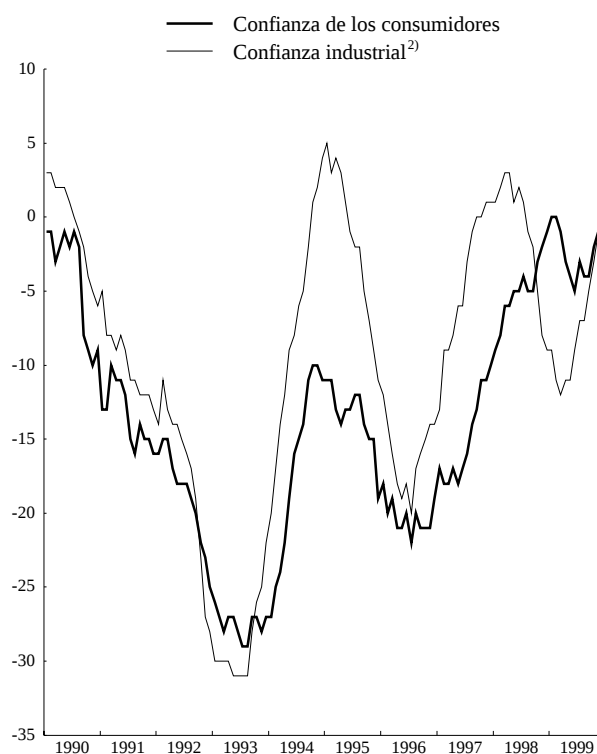
Encuestas empresariales y del consumidor

(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	.	.	.	81,8	.	.	.
1998 IV	-7	3	-13	82,8	-15	-3	-2
1999 I	-11	1	-20	82,0	-9	-3	0
II	-10	3	-21	81,8	-7	-4	-4
III	-6	8	-17	81,6	-7	-7	-4
IV	.	.	.	81,9	.	.	.
1998 Nov	-8	2	-14	-	-14	-4	-2
Dic	-9	2	-15	-	-14	-4	-1
1999 Ene	-9	2	-16	-	-9	0	0
Feb	-11	1	-20	-	-9	-4	0
Mar	-12	0	-23	-	-9	-6	-1
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

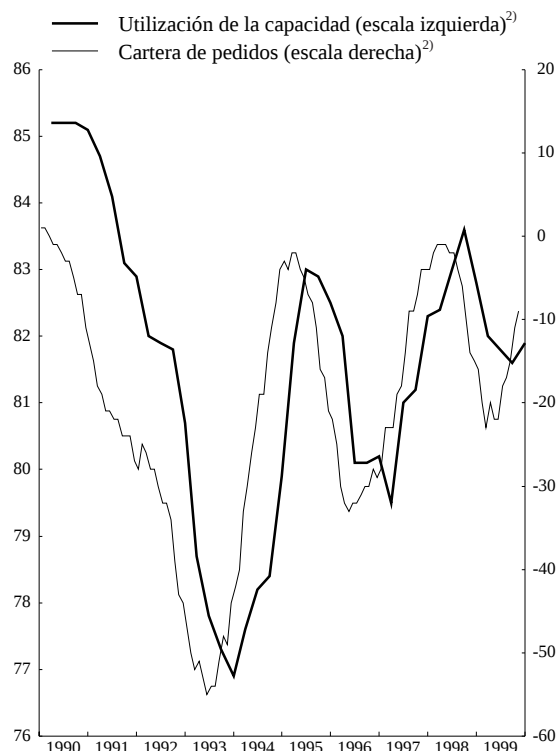
Indicadores de confianza de los consumidores y de la industria

(porcentajes netos, mensual; desestacionalizados)



Utilización de la capacidad productiva y cartera de pedidos

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



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 interanuales de variación, 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	-	-	-	-	-	14,286	11,3	9,5	23,2
1996	100,3	0,3	0,3	0,4	-1,2	1,3	14,702	11,6	9,8	23,9
1997	100,8	0,5	0,7	0,0	-0,4	1,1	14,788	11,6	9,9	23,2
1998	102,1	1,3	1,4	0,6	0,9	1,7	14,004	10,9	9,4	21,3
1998 III	.	.	1,3	.	.	.	13,901	10,8	9,3	21,1
IV	.	.	1,6	.	.	.	13,613	10,6	9,2	20,7
1999 I	.	.	1,6	.	.	.	13,263	10,3	9,0	20,0
II	.	.	1,7	.	.	.	13,025	10,1	8,9	19,3
III	.	.	.	.	.	.	12,864	10,0	8,7	19,0
1998 Nov	-	-	-	-	-	-	13,631	10,6	9,2	20,8
Dic	-	-	-	-	-	-	13,496	10,5	9,1	20,5
1999 Ene	-	-	-	-	-	-	13,361	10,4	9,0	20,3
Feb	-	-	-	-	-	-	13,298	10,3	9,0	20,1
Mar	-	-	-	-	-	-	13,131	10,2	8,9	19,7
Abr	-	-	-	-	-	-	13,086	10,2	8,9	19,4
May	-	-	-	-	-	-	13,002	10,1	8,8	19,2
Jun	-	-	-	-	-	-	12,989	10,1	8,8	19,2
Jul	-	-	-	-	-	-	12,924	10,0	8,8	19,2
Ago	-	-	-	-	-	-	12,917	10,0	8,8	19,1
Sep	-	-	-	-	-	-	12,752	9,9	8,7	18,8
Oct	-	-	-	-	-	-	12,652	9,8	8,6	18,5
Nov	-	-	-	-	-	-	12,587	9,8	8,6	18,4

2. Costes laborales y productividad

(tasas interanuales de variación)

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

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. 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, educación y sanidad. Debido a su diferente cobertura, los datos de los componentes no son acordes con el total.

6 Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro

Cuadro 6

Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	Ahorro e inversión en la zona del euro ¹⁾			Inversión de los sectores privados no financieros ^{1) 2)}							
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital fijo	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital fijo	Sociedades no financieras	Adquisición neta de activos financieros	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones	Valores a largo plazo	Acciones	Reservas técnicas de seguro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1991	21,9	23,0	-1,3	19,1	14,3	16,7	3,9	3,0	2,5	1,7	2,5
1992	20,9	22,2	-1,0	18,4	13,7	14,2	4,4	1,7	0,5	1,4	2,6
1993	20,0	20,2	0,5	16,6	12,3	13,0	5,3	0,6	1,0	0,8	2,9
1994	20,4	19,8	0,3	16,5	12,3	13,7	3,3	2,2	2,4	1,8	2,9
1995	21,3	20,1	0,8	16,9	12,6	13,3	4,5	2,2	1,9	1,6	3,4
1996	20,9	19,8	1,2	16,6	12,3	11,8	3,9	0,2	1,2	1,2	3,6
1997	21,6	19,2	1,9	16,2	12,0	12,7	2,3	-0,8	-0,1	1,6	3,9
1998	21,9	19,3	1,3	16,2	12,1	13,8	2,2	-2,1	-1,2	2,2	3,1

	Financiación de los sectores privados no financieros ^{1) 2)}								Transacciones financieras netas	Inversión financiera en % sobre el total de inversión bruta	Contracción neta de pasivos en % sobre el total de financiación
	Ahorro bruto	Hogares	Contracción neta de pasivos	Valores distintos de acciones	Valores a largo plazo	Acciones	Préstamos	Préstamos a largo plazo	(col. 6 - 14)	(col. 6÷(4+6))	(col. 14÷(12+14))
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1991	21,0	12,1	13,3	0,4	0,4	1,6	9,1	5,0	3,4	46,6	38,8
1992	20,7	12,1	10,6	0,7	0,6	1,4	6,8	4,7	3,6	43,6	33,9
1993	20,4	11,5	7,4	1,3	1,4	1,6	3,6	4,4	5,6	43,9	26,6
1994	20,3	10,6	9,6	1,0	1,1	1,8	3,6	3,5	4,1	45,4	32,1
1995	21,1	10,9	7,0	-1,8	-1,8	1,4	5,4	3,6	6,3	44,0	24,9
1996	20,3	10,7	8,0	0,2	0,0	1,7	5,3	4,3	3,8	41,5	28,3
1997	19,8	9,4	9,3	0,1	0,0	1,5	6,5	4,8	3,4	43,9	32,0
1998	18,7	8,7	11,9	0,5	0,3	2,6	7,5	5,6	1,9	46,0	38,9

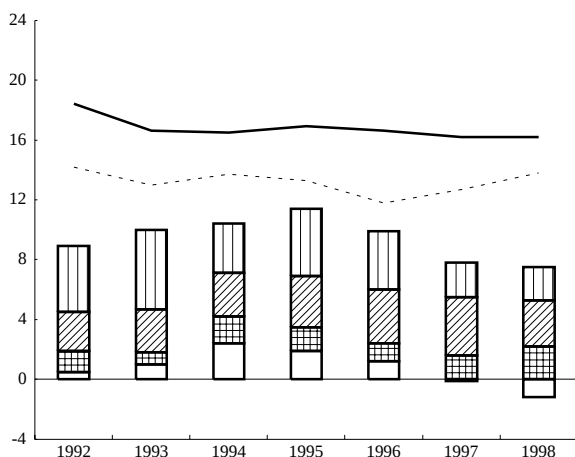
Inversión y financiación de los sectores privados no financieros^{1) 2)}

(en porcentaje del PIB)

Inversión

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

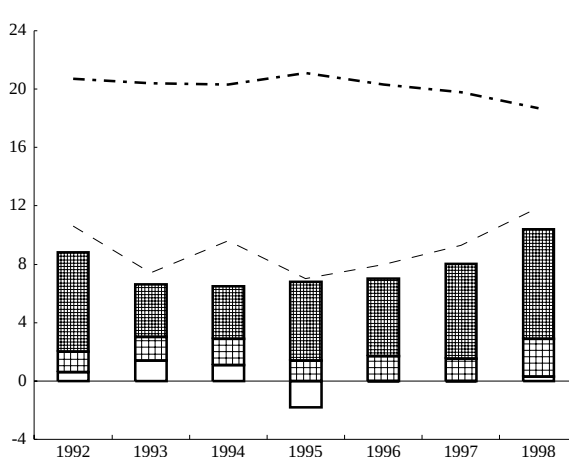
▨ Acciones
 ▤ Reservas técnicas de seguro
 ▧ Efectivo y depósitos



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.

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 euro^{1) 2)}

	Recursos							Empleos							
	Total	Recur- sos co- rrientes	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizacio- nes sociales	Ventas	Recursos de capital	Total	Empleos corrientes	Remune- ración de asalari- ados	Consumo intermedio	Intereses	Trans- ferencias 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	46,1	11,9	12,9	16,8	2,2	0,4	50,9	46,1	11,2	5,4	5,0	20,5	4,8	3,1
1992	47,6	46,8	12,0	12,9	17,1	2,3	0,7	52,2	47,5	11,4	5,5	5,5	21,4	4,7	3,1
1993	48,3	47,8	12,1	13,2	17,6	2,4	0,5	53,9	49,2	11,6	5,7	5,8	22,3	4,7	2,9
1994	47,7	47,2	11,6	13,4	17,5	2,3	0,4	52,7	48,3	11,3	5,5	5,4	22,3	4,4	2,8
1995	47,4	46,8	11,7	13,3	17,4	2,4	0,5	52,4	48,0	11,2	5,3	5,7	22,3	4,5	2,6
1996	48,2	47,7	12,1	13,4	17,7	2,5	0,5	52,4	48,5	11,2	5,4	5,6	22,8	3,9	2,5
1997	48,5	47,8	12,3	13,5	17,6	2,4	0,7	51,0	47,3	11,0	5,3	5,1	22,6	3,7	2,3
1998	48,1	47,5	12,5	14,2	16,6	2,4	0,5	50,0	46,2	10,7	5,2	4,6	22,1	3,8	2,3

2. Ahorro, déficit y deuda de la zona del euro^{1) 2)}

	Ahorro bruto	Déficit (-) / superávit (+)				Déficit / superávit primario	Ajuste entre déficit y deuda ³⁾	Variación de la deuda ⁴⁾				Deuda bruta nominal consolidada			
		Total	Estado	Adminis- traciones Territoria- les	Seguridad Social			Total	Efectivo, depósitos y crédi- tos	Valores a corto plazo	Valores a medio y largo plazo	Total	Efectivo, depósitos y crédi- tos	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	0,0	-4,4	-4,3	-0,4	0,3	0,5	0,7	5,1	1,3	0,0	3,9	58,1	18,5	8,5	31,2
1992	-0,7	-4,6	-4,1	-0,5	-0,1	0,8	2,1	6,7	1,7	0,8	4,2	61,7	19,2	8,9	33,6
1993	-1,4	-5,6	-4,9	-0,6	0,0	0,2	2,5	8,1	1,5	-0,3	6,9	68,2	20,2	8,3	39,7
1994	-1,1	-5,1	-4,4	-0,7	0,0	0,4	0,9	5,9	0,2	0,6	5,1	70,7	19,4	8,5	42,8
1995	-1,1	-5,1	-4,3	-0,5	-0,3	0,6	2,1	7,2	2,0	-0,2	5,4	74,7	20,5	7,9	46,3
1996	-0,8	-4,2	-3,6	-0,4	-0,2	1,4	-0,3	3,9	0,3	0,2	3,4	76,0	20,2	7,8	48,0
1997	0,5	-2,5	-2,3	-0,3	0,1	2,6	-0,3	2,2	-0,1	-1,0	3,2	75,3	19,3	6,5	49,4
1998	1,4	-2,0	-2,1	0,1	0,1	2,7	-0,4	1,6	-0,3	-0,7	2,6	73,5	18,1	5,6	49,8

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
1991	-6,3	-3,1	-4,4	-2,0	-2,3	-10,1	1,9	-2,9	-3,0	-6,0	-1,0
1992	-7,0	-2,6	-4,0	-3,8	-2,5	-9,6	0,7	-3,9	-2,0	-3,0	-5,9
1993	-7,3	-3,2	-6,8	-5,7	-2,2	-9,5	1,6	-3,2	-4,2	-6,1	-7,1
1994	-4,9	-2,4	-6,2	-5,8	-1,7	-9,2	2,7	-3,8	-5,0	-6,0	-6,4
1995	-3,8	-3,3	-7,1	-4,9	-2,1	-7,7	1,8	-4,1	-5,1	-5,7	-4,6
1996	-3,1	-3,4	-4,5	-4,1	-0,2	-6,6	2,8	-1,8	-3,7	-3,3	-3,1
1997	-1,6	-2,7	-2,5	-3,0	1,0	-2,7	3,8	-1,0	-1,8	-2,5	-1,2
1998	-0,9	-2,0	-1,7	-2,9	2,4	-2,7	2,5	-0,7	-2,2	-2,2	0,9

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
1991	128,5	41,4	44,6	35,7	94,3	101,5	4,0	79,0	57,9	62,9	23,1
1992	130,1	44,0	47,1	39,6	91,1	108,7	4,9	80,0	57,9	56,3	41,3
1993	136,8	48,0	59,0	45,7	92,6	119,1	5,9	81,2	62,7	61,0	57,6
1994	135,1	50,2	61,3	48,5	86,1	124,9	5,5	77,9	65,4	63,8	59,3
1995	132,0	58,3	64,2	52,8	78,4	125,3	5,8	77,9	69,4	65,9	58,1
1996	128,8	60,8	68,5	55,7	68,6	124,6	6,3	76,1	69,8	64,9	57,6
1997	123,4	61,5	67,1	58,1	59,9	122,4	6,4	70,8	64,1	61,7	55,0
1998	118,2	61,1	65,1	58,8	49,5	118,7	6,9	67,5	63,0	57,8	49,7

Fuentes: BCE para los datos agregados de la zona del euro; para los déficit/superávit y deuda de los países: Comisión Europea (DG de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat) 1995-1998 y BCE, 1991-1994.

1) Los recursos, empleos y déficit agregados se basan principalmente en el SEC 95.

2) Zona del euro, excluido Luxemburgo. Las transacciones entre países miembros de la zona del euro no están consolidadas.

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

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

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

Cuadro 8.1

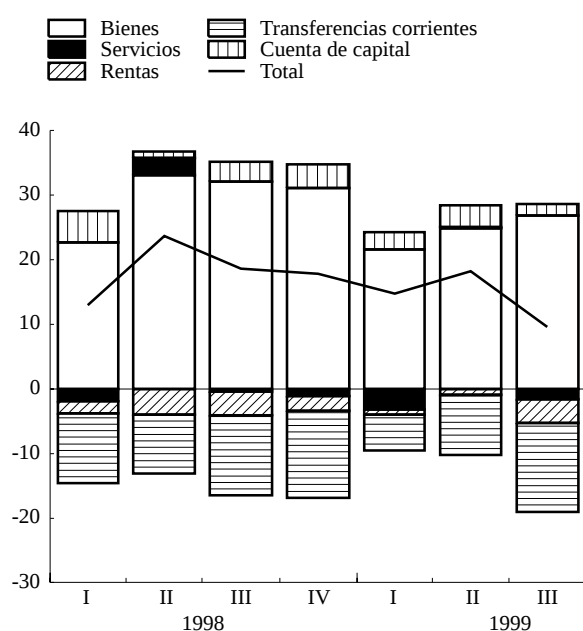
Resumen de la balanza de pagos

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

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuenta financiera ¹⁾						Errores y omisiones ²⁾
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transferencias corrientes		Total ²⁾	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros ²⁾	Otras inversiones ^{2) 3) 4)}	Activos de reserva ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	60,3	118,8	-0,9	-11,9	-45,8	12,7	-69,1	-102,6	-85,3	-8,2	118,5	8,5	-3,8
1998 III	15,5	32,0	-0,4	-3,7	-12,5	3,1	-15,6	-20,0	8,8	1,1	-8,2	2,6	-3,0
IV	14,2	31,0	-1,2	-2,3	-13,4	3,7	-36,2	-56,5	-39,7	-5,3	58,7	6,7	18,3
1999 I	11,9	21,5	-3,2	-0,8	-5,5	2,8	-33,1	-15,6	-54,7	-1,4	33,0	5,5	18,4
II	14,8	24,8	0,2	-0,9	-9,3	3,4	-28,3	-52,6	-7,0	-0,6	25,3	6,6	10,1
III	7,8	26,8	-1,6	-3,6	-13,8	1,7	-3,4	-18,6	25,0	2,6	-13,9	1,5	-6,1
1998 Ago	4,3	9,0	0,1	0,2	-4,9	1,5	4,3	-7,6	8,0	2,2	3,7	-2,0	-10,1
Sep	0,7	7,9	-0,8	-1,6	-4,9	0,5	-37,2	-6,5	-12,6	0,3	-22,9	4,5	36,0
Oct	3,7	10,6	-1,0	-1,0	-4,9	0,8	-9,7	-18,0	-30,7	-2,9	44,8	-2,9	5,3
Nov	4,4	10,2	-0,3	-1,0	-4,6	0,9	7,4	-35,3	3,1	-2,3	47,8	-5,8	-12,6
Dic	6,1	10,3	0,1	-0,3	-3,9	2,0	-33,8	-3,2	-12,0	-0,1	-33,9	15,4	25,7
1999 Ene	-0,5	4,8	-2,9	-0,4	-2,0	2,7	0,4	-4,7	8,8	-1,9	0,3	-2,1	-2,6
Feb	4,1	6,9	0,0	-0,6	-2,2	-0,1	6,8	-6,2	-26,4	-0,4	34,8	5,0	-10,8
Mar	8,3	9,8	-0,4	0,2	-1,4	0,2	-40,3	-4,6	-37,1	0,9	-2,1	2,7	31,8
Abr	6,8	8,0	-0,4	2,1	-2,9	0,5	-5,1	-14,6	13,6	3,5	-9,3	1,8	-2,3
May	0,5	5,9	0,7	-2,9	-3,2	1,4	-11,0	-19,1	-28,5	-3,9	37,0	3,5	9,1
Jun	7,4	11,0	-0,1	-0,2	-3,2	1,4	-12,2	-18,9	7,9	-0,1	-2,3	1,3	3,3
Jul	8,2	13,3	0,8	-1,5	-4,4	0,7	-3,4	-5,7	3,0	1,8	-1,8	-0,7	-5,5
Ago	1,5	7,0	-1,1	0,4	-4,8	0,6	32,9	-5,9	1,8	1,5	34,9	0,5	-35,0
Sep	-1,9	6,5	-1,3	-2,5	-4,6	0,4	-32,8	-7,0	20,2	-0,7	-47,0	1,7	34,3
Oct	3,6	10,2	-0,6	-1,9	-4,0	1,6	30,5	-11,6	-14,4	-1,4	57,9	0,1	-35,7

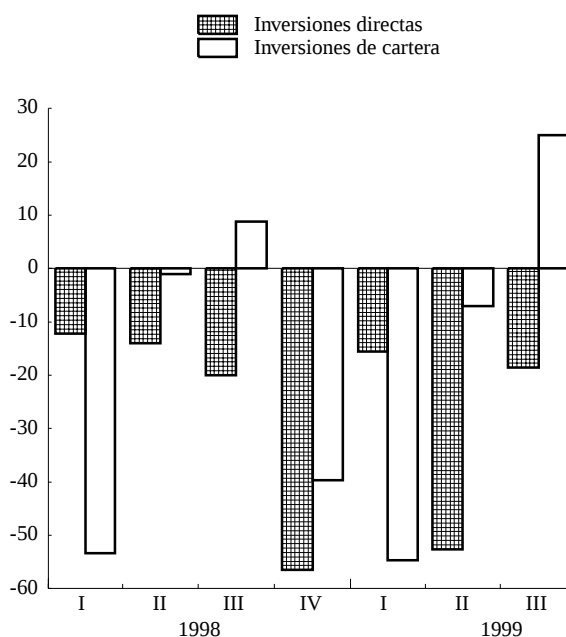
Cuenta corriente y cuenta de capital

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



Inversiones directas y de cartera

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



Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-). Activos de reserva: aumento (-); disminución (+).

2) Los datos hasta diciembre de 1998 no son totalmente comparables con las observaciones posteriores.

3) Los flujos anteriores a enero de 1999 incluyen estimaciones.

4) Este concepto está siendo revisado.

Cuadro 8.2

Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital

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

	Cuenta corriente										Cuenta de capital	
	Total		Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998	1.264,0	1.203,7	772,4	653,6	232,0	232,8	198,5	210,4	61,1	106,9	17,8	5,1
1998 III	310,8	295,2	189,4	157,4	61,6	62,0	47,5	51,2	12,2	24,6	4,3	1,2
IV	316,6	302,4	195,7	164,7	58,1	59,3	50,3	52,6	12,4	25,9	5,2	1,6
1999 I	299,7	287,7	179,7	158,2	50,7	53,9	45,5	46,3	23,8	29,3	4,4	1,7
II	324,0	309,2	193,1	168,2	59,3	59,1	56,8	57,8	14,8	24,2	4,6	1,2
III	314,7	306,9	193,3	166,5	62,4	64,0	46,3	50,0	12,6	26,4	3,1	1,4
1998 Ago	93,8	89,4	55,7	46,7	20,3	20,2	14,0	13,9	3,7	8,7	1,8	0,3
Sep	103,6	102,9	63,6	55,7	19,6	20,4	16,6	18,2	3,7	8,6	0,9	0,4
Oct	105,7	101,9	67,1	56,5	19,4	20,4	15,7	16,7	3,4	8,4	1,2	0,4
Nov	101,5	97,1	64,4	54,2	17,9	18,1	15,3	16,3	4,0	8,5	1,3	0,5
Dic	109,4	103,3	64,3	54,0	20,8	20,8	19,3	19,6	5,0	9,0	2,7	0,6
1999 Ene	95,0	95,5	53,5	48,7	14,9	17,8	14,4	14,8	12,3	14,3	3,1	0,4
Feb	94,7	90,5	57,4	50,5	17,2	17,2	13,8	14,5	6,2	8,4	0,7	0,8
Mar	110,0	101,7	68,8	59,0	18,7	19,0	17,3	17,1	5,3	6,6	0,6	0,5
Abr	105,4	98,5	63,3	55,3	18,5	18,9	18,7	16,6	4,9	7,8	1,0	0,4
May	102,2	101,7	60,7	54,9	19,2	18,5	16,9	19,7	5,4	8,6	1,8	0,3
Jun	116,4	109,0	69,1	58,1	21,6	21,7	21,2	21,4	4,6	7,8	1,9	0,5
Jul	111,9	103,7	69,4	56,0	22,7	21,9	15,4	16,9	4,4	8,8	1,3	0,6
Ago	96,0	94,5	57,3	50,3	19,9	21,0	14,8	14,4	4,0	8,8	1,0	0,4
Sep	106,8	108,7	66,6	60,2	19,8	21,1	16,2	18,7	4,2	8,8	0,9	0,5
Oct	111,2	107,6	71,7	61,6	19,7	20,4	15,1	17,1	4,6	8,6	2,1	0,5

Fuente: BCE.

Cuadro 8.3

Balanza de pagos: cuenta de rentas

(mm de euros; flujos brutos)

	Total		Rentas del trabajo		Rentas de la inversión							
					Total		Inversiones directas		Inversiones de cartera		Otras inversiones	
	Ingresos 1	Pagos 2	Ingresos 3	Pagos 4	Ingresos 5	Pagos 6	Ingresos 7	Pagos 8	Ingresos 9	Pagos 10	Ingresos 11	Pagos 12
1999 I	45,5	46,3	2,3	0,9	43,2	45,4	7,8	8,8	12,5	15,0	23,0	21,6
II	56,8	57,8	2,3	1,3	54,5	56,5	12,7	8,1	16,2	24,1	25,5	24,3

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

Fuente: BCE.

Cuadro 8.4

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

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

1. Inversiones directas; inversiones de cartera por instrumentos

	Inversiones directas		Inversiones de cartera ²⁾									
	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
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
1998 III	-25,3	5,3	-60,2	69,1	-13,2	5,5	-47,1	-42,2	-4,8	63,5	47,0	16,6
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	-19,8	1,2	-56,9	82,0	-24,2	20,5	-32,7	-22,3	-10,5	61,5	24,8	36,7
1998 Ago	-4,1	-3,5	-16,4	24,4	-0,6	-3,4	-15,8	-14,2	-1,6	27,8	22,1	5,8
Sep	-19,2	12,7	-19,5	6,9	-8,1	-2,0	-11,4	-7,8	-3,6	8,9	9,4	-0,6
Oct	-13,0	-5,0	-9,6	-21,1	-2,0	-2,0	-7,6	-6,7	-0,9	-19,1	-24,7	5,6
Nov	-42,7	7,4	-32,0	35,0	-10,0	36,4	-21,9	-13,8	-8,2	-1,4	-0,8	-0,6
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	0,1	-5,8	-19,0	22,1	-5,2	9,5	-13,9	-13,3	-0,5	12,6	0,7	11,9
Ago	-9,4	3,5	-20,7	22,5	-10,3	3,1	-10,3	-5,7	-4,6	19,4	7,7	11,7
Sep	-10,5	3,5	-17,2	37,5	-8,7	8,0	-8,5	-3,2	-5,3	29,5	16,4	13,1
Oct	-18,5	6,9	-15,3	0,8	-12,2	9,2	-3,0	2,7	-5,7	-8,4	-13,3	4,9

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

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
					Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario			
	Eurosistema	AAPP	IFM(excluido el Eurosistema)	Otros sectores	Eurosistema	AAPP	IFM(excluido el Eurosistema)	Otros sectores	Eurosistema	AAPP	IFM(excluido el Eurosistema)	Otros sectores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999 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

Fuente: BCE.

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

2) Los datos hasta diciembre de 1998 no son totalmente comparables con las observaciones posteriores e incluyen estimaciones.

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) ³⁾						Otros sectores	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		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
1998 III	-84,3	76,1	0,4	-0,6	0,6	-1,9	-71,2	77,8	-13,2	1,7	-58,0	76,2	-14,0	0,8
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	-35,1	21,2	0,0	0,0	-0,1	-3,1	-19,0	24,8	-13,6	7,4	-5,4	17,4	-16,0	-0,6
1998 Ago	-12,5	16,2	0,1	-0,2	0,5	0,5	-22,0	17,1	-5,6	-1,5	-16,4	18,6	8,9	-1,2
Sep	-65,1	42,2	0,1	-0,4	-0,2	0,9	-56,4	39,2	-4,8	2,3	-51,6	36,9	-8,5	2,4
Oct	3,5	41,3	0,0	0,4	0,0	0,2	13,5	38,5	-1,3	2,8	14,8	35,7	-10,1	2,2
Nov	6,7	41,1	-0,1	-2,6	1,2	2,2	1,6	39,8	-0,8	1,8	2,4	38,0	4,1	1,7
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	-16,6	14,8	0,6	0,0	-1,4	-1,7	-8,3	16,7	-2,3	2,3	-6,0	14,4	-7,5	-0,2
Ago	-3,3	38,3	-1,2	0,0	0,3	-0,1	0,2	38,1	-6,1	3,4	6,3	34,7	-2,7	0,3
Sep	-15,1	-31,9	0,6	0,0	1,0	-1,2	-10,9	-30,0	-5,2	1,6	-5,7	-31,6	-5,8	-0,7
Oct	-20,0	77,9	-0,1	0,0	-1,1	-0,6	-22,9	73,2	-4,7	4,2	-18,1	68,9	4,1	5,4

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 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

Fuente: BCE.

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

2) Los datos hasta diciembre de 1998 no son totalmente comparables con las observaciones posteriores e incluyen estimaciones.

3) Estos conceptos están siendo revisados.

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 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

2.3. IFM (excluyendo el Eurosistema)¹⁾

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	16	17	18	19	20	21
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

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 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

3. Activos de reserva²⁾

	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 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

Fuente: BCE.

1) Estos conceptos están siendo revisados.

2) Aumento (-); disminución (+).

Cuadro 8.6

Posición de inversión internacional

1. Posición neta de inversión internacional¹⁾

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

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

2. Reservas y otros activos del Eurosistema³⁾

[mm de euros; saldos a fin de período, salvo indicación en contrario]

	Activos de reserva												Pro memoria: otros activos	
	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos financieros denominados en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	
					Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros			
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y participa- ciones	Bonos y obliga- ciones	Instrumentos del mercado monetario				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998 Dic ⁴⁾	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 Ene	337,3	101,3	404,084	5,3	23,0	206,5	-	-	-	-	-	0,0	1,2	7,6
Feb	339,6	105,3	404,084	2,3	23,0	208,7	-	-	-	-	-	0,0	0,2	9,6
Mar	348,6	105,1	404,084	3,8	23,3	215,2	-	-	-	-	-	0,0	1,3	10,4
Abr	352,1	109,3	404,084	5,4	23,8	212,4	-	-	-	-	-	0,0	1,2	11,7
May	344,3	103,8	404,084	4,9	23,9	210,4	-	-	-	-	-	0,0	1,2	12,7
Jun	346,9	102,0	403,730	3,9	25,1	214,8	-	-	-	-	-	0,0	1,1	12,6
Jul	339,4	96,5	403,730	3,6	24,3	213,8	-	-	-	-	-	0,0	1,2	12,7
Ago	340,9	96,9	403,730	3,7	24,1	215,0	-	-	-	-	-	0,0	1,1	12,4
Sep	353,5	113,2	403,730	3,7	23,6	212,2	-	-	-	-	-	0,0	0,9	12,9
Oct	357,6	115,5	403,731	3,7	23,5	214,0	-	-	-	-	-	0,0	0,8	13,5
Nov	362,5	116,5	403,730	3,8	23,5	217,9	-	-	-	-	-	0,0	0,9	12,5

Fuente: BCE.

1) Obtenida agregando datos nacionales.

2) Los datos correspondientes al final de 1997 no son totalmente comparables con los del final de 1998.

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

4) Saldo a 1 de enero de 1999.

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

Cuadro 9

1. Exportaciones¹⁾

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

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros	Índices de exportaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	669,7	49,2	14,2	13,1	85,5	195,5	295,9	16,3	107,6	104,7	102,8
1997	762,8	52,8	16,3	14,4	99,0	216,6	342,8	20,9	122,5	115,9	105,7
1998	794,3	53,6	15,7	12,6	104,2	221,2	370,2	16,9	127,6	119,7	106,6
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	194,1	13,2	4,1	3,4	26,6	54,7	87,8	4,2	124,7	115,7	107,8
II	204,0	14,0	3,9	3,3	26,9	56,5	95,2	4,2	131,1	122,8	106,8
III	195,2	12,9	3,9	3,0	25,7	55,1	90,6	4,2	125,5	117,8	106,5
IV	200,9	13,5	3,8	2,9	24,9	55,0	96,5	4,3	129,1	122,5	105,4
1999 I	187,4	12,1	3,8	2,6	25,8	50,9	86,4	5,9	120,4	112,3	107,3
II	202,4	13,2	3,9	3,1	27,9	54,7	93,7	6,0	130,1	119,3	109,0
III	204,4	.	.	.	.	.	.	.	131,3	.	.
1998 Ene	58,5	4,1	1,3	1,2	8,4	16,3	25,9	1,3	112,7	104,6	107,7
Feb	63,7	4,3	1,4	1,0	8,6	18,1	28,9	1,4	122,7	113,8	107,8
Mar	72,0	4,8	1,5	1,2	9,6	20,3	33,0	1,5	138,7	128,5	108,0
Abr	68,0	4,7	1,3	1,1	9,2	19,0	31,2	1,5	131,0	122,6	106,9
May	65,7	4,6	1,3	1,1	8,6	18,2	30,6	1,4	126,7	118,5	106,9
Jun	70,4	4,7	1,3	1,1	9,1	19,3	33,5	1,4	135,6	127,1	106,7
Jul	72,9	4,6	1,3	1,1	9,2	21,1	34,1	1,4	140,5	131,4	106,9
Ago	56,3	4,0	1,2	0,9	7,7	15,5	25,6	1,3	108,6	102,5	105,9
Sep	66,0	4,3	1,3	0,9	8,8	18,4	30,8	1,5	127,3	119,4	106,6
Oct	68,9	4,6	1,3	1,0	8,6	19,6	32,4	1,4	132,9	125,6	105,8
Nov	66,9	4,5	1,3	1,0	8,1	18,1	32,4	1,5	128,9	123,0	104,8
Dic	65,1	4,4	1,2	0,9	8,2	17,3	31,7	1,4	125,6	119,0	105,5
1999 Ene	54,5	3,6	1,2	0,8	7,8	14,6	24,9	1,6	105,0	98,3	106,8
Feb	60,1	3,9	1,2	0,8	8,3	16,5	27,3	2,1	115,9	108,5	106,9
Mar	72,8	4,6	1,4	1,0	9,8	19,8	34,1	2,2	140,4	130,0	108,0
Abr	65,8	4,3	1,3	1,0	9,1	17,7	30,6	1,8	126,8	116,4	109,0
May	63,6	4,4	1,3	1,0	9,0	17,3	28,8	1,9	122,6	112,9	108,6
Jun	73,0	4,5	1,3	1,1	9,8	19,7	34,3	2,3	140,7	128,6	109,4
Jul	75,1	4,4	1,4	1,1	10,1	20,5	35,3	2,4	144,8	131,0	110,5
Ago	60,2	4,0	1,3	1,1	9,2	15,8	27,0	1,7	116,0	105,6	109,9
Sep	69,1	.	.	.	.	.	.	.	133,2	.	.

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).

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	712,4	50,8	41,2	62,1	67,6	201,5	269,0	20,1	126,6	123,3	102,7
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	180,8	12,7	10,9	17,5	17,6	51,5	65,3	5,3	128,5	119,8	107,3
II	179,6	12,7	11,1	15,9	17,2	50,3	67,0	5,3	127,7	121,9	104,7
III	171,4	12,3	9,7	14,7	16,4	50,5	63,2	4,6	121,8	119,7	101,8
IV	180,6	13,1	9,6	13,9	16,4	49,1	73,5	4,9	128,3	131,8	97,4
1999 I	177,1	11,7	9,1	13,4	16,9	49,8	70,3	5,7	125,9	127,4	98,8
II	187,7	12,4	10,0	16,8	17,6	50,3	74,6	6,0	133,4	128,4	103,9
III	186,8	.	.	.	.	.	.	.	132,8	.	.
1998 Ene	58,0	4,1	3,5	6,2	5,6	16,5	20,3	1,7	123,7	115,0	107,6
Feb	58,2	4,0	3,5	5,7	5,5	16,7	20,9	1,9	124,2	115,1	107,9
Mar	64,5	4,6	3,8	5,6	6,5	18,3	24,1	1,7	137,7	129,1	106,6
Abr	60,2	4,4	3,7	5,4	5,7	16,8	22,5	1,7	128,4	121,7	105,5
May	57,1	4,0	3,5	5,5	5,6	15,8	21,1	1,5	121,9	116,2	104,9
Jun	62,3	4,2	3,9	4,9	5,9	17,8	23,4	2,1	132,8	128,0	103,7
Jul	59,4	4,4	3,6	4,9	5,9	17,8	21,1	1,6	126,6	123,9	102,2
Ago	50,1	3,7	2,8	4,7	4,7	14,9	18,0	1,3	106,9	105,8	101,1
Sep	61,9	4,2	3,3	5,0	5,8	17,9	24,0	1,7	132,0	129,6	101,9
Oct	62,5	4,4	3,3	5,0	5,8	17,3	25,0	1,8	133,3	134,0	99,5
Nov	59,6	4,2	3,1	4,4	5,4	16,2	24,7	1,6	127,2	131,6	96,6
Dic	58,4	4,5	3,1	4,5	5,3	15,7	23,9	1,5	124,6	129,8	96,0
1999 Ene	54,4	3,6	2,9	4,5	5,1	15,4	21,1	1,8	116,1	118,3	98,1
Feb	55,8	3,7	2,9	4,1	5,4	16,0	21,8	2,0	119,0	120,9	98,4
Mar	66,8	4,4	3,3	4,9	6,4	18,5	27,4	2,0	142,5	142,8	99,8
Abr	61,0	4,0	3,3	5,6	5,7	15,9	24,4	2,0	130,1	127,2	102,3
May	61,8	4,1	3,3	5,7	5,7	16,4	24,7	1,9	131,8	126,0	104,6
Jun	64,8	4,3	3,5	5,4	6,1	18,0	25,5	2,1	138,3	132,0	104,7
Jul	63,0	4,1	3,3	6,5	5,6	18,0	23,5	2,0	134,4	124,4	108,0
Ago	57,2	3,8	2,6	6,8	5,1	15,9	21,2	1,8	121,9	111,5	109,3
Sep	66,6	.	.	.	.	.	.	.	142,0	.	.

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	81,9	2,8	-25,5	-49,5	36,5	19,7	101,1	-3,2
1997 I	11,6	0,6	-5,8	-17,5	7,9	4,3	22,8	-0,8
II	23,8	0,7	-6,9	-15,0	9,1	7,4	28,9	-0,4
III	26,8	0,9	-5,9	-16,6	10,4	6,8	30,9	0,3
IV	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	10,0	31,3	-1,3
1998 I	13,3	0,5	-6,7	-14,1	9,0	3,2	22,5	-1,1
II	24,5	1,3	-7,2	-12,6	9,7	6,1	28,2	-1,1
III	23,8	0,5	-5,8	-11,7	9,3	4,5	27,4	-0,5
IV	20,4	0,4	-5,7	-11,0	8,5	5,8	23,0	-0,7
1999 I	10,4	0,4	-5,3	-10,8	8,9	1,0	16,1	0,2
II	14,7	0,8	-6,1	-13,7	10,3	4,4	19,1	-0,1
III	17,6	.	.	.	.	.	.	.
1998 Ene	0,4	-0,1	-2,2	-5,0	2,8	-0,2	5,6	-0,4
Feb	5,4	0,4	-2,2	-4,7	3,1	1,4	8,0	-0,5
Mar	7,4	0,2	-2,3	-4,4	3,1	2,0	8,9	-0,1
Abr	7,8	0,3	-2,4	-4,3	3,4	2,2	8,7	-0,2
May	8,6	0,5	-2,3	-4,5	3,1	2,4	9,4	-0,2
Jun	8,1	0,5	-2,6	-3,8	3,2	1,5	10,1	-0,7
Jul	13,5	0,2	-2,2	-3,9	3,3	3,3	13,0	-0,2
Ago	6,2	0,3	-1,6	-3,8	3,0	0,7	7,6	0,0
Sep	4,1	0,1	-2,0	-4,1	3,0	0,5	6,8	-0,3
Oct	6,4	0,2	-2,0	-4,0	2,9	2,2	7,5	-0,4
Nov	7,3	0,3	-1,9	-3,5	2,7	2,0	7,8	-0,1
Dic	6,7	-0,2	-1,9	-3,5	2,9	1,6	7,8	-0,1
1999 Ene	0,0	0,0	-1,8	-3,7	2,6	-0,8	3,8	-0,2
Feb	4,3	0,2	-1,7	-3,2	2,8	0,5	5,6	0,2
Mar	6,0	0,1	-1,9	-3,9	3,4	1,3	6,7	0,2
Abr	4,8	0,2	-1,9	-4,6	3,4	1,7	6,2	-0,2
May	1,8	0,3	-2,0	-4,8	3,3	0,9	4,1	0,0
Jun	8,2	0,3	-2,1	-4,3	3,6	1,7	8,8	0,2
Jul	12,1	0,2	-1,9	-5,4	4,5	2,4	11,9	0,4
Ago	3,0	0,2	-1,3	-5,7	4,1	-0,1	5,9	-0,1
Sep	2,5	.	.	.	.	.	.	.

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.

I 0 Tipos de cambio

Cuadro 10

Tipos de cambio

[medias del período; unidades de moneda nacional por ECU o euro (bilateral); índice: 1999 I = 100 (efectivo)]

	Tipo de cambio efectivo del euro ¹⁾		Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro ²⁾					
	Nominal	Real	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Libra esterlina	Corona sueca	Corona danesa
	1	2	3	4	5	6	7	8
1996	107,9	108,8	1,270	138,1	1,568	0,814	8,51	7,36
1997	99,1	99,4	1,134	137,1	1,644	0,692	8,65	7,48
1998	101,5	101,3	1,121	146,4	1,622	0,676	8,92	7,50
1999	95,7	95,7	1,066	121,3	1,600	0,659	8,81	7,44
1998 IV	104,2	103,8	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44
1999 I	100,0	100,0	1,122	130,7	1,599	0,687	8,98	7,44
II	96,1	96,0	1,057	127,7	1,600	0,658	8,90	7,43
III	94,6	94,7	1,049	118,7	1,602	0,655	8,71	7,44
IV	92,2	92,0	1,038	108,4	1,600	0,636	8,65	7,44
1998 Dic	103,4	103,2	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45
1999 Ene	102,0	101,8	1,161	131,3	1,605	0,703	9,08	7,44
Feb	99,9	99,9	1,121	130,8	1,598	0,689	8,91	7,44
Mar	98,3	98,3	1,088	130,2	1,595	0,671	8,94	7,43
Abr	97,1	96,9	1,070	128,2	1,602	0,665	8,91	7,43
May	96,6	96,5	1,063	129,7	1,603	0,658	8,97	7,43
Jun	94,7	94,7	1,038	125,3	1,595	0,650	8,83	7,43
Jul	94,8	95,1	1,035	123,7	1,604	0,658	8,74	7,44
Ago	95,4	95,6	1,060	120,1	1,600	0,660	8,75	7,44
Sep	93,6	93,4	1,050	112,4	1,602	0,647	8,63	7,43
Oct	94,4	94,2	1,071	113,5	1,594	0,646	8,73	7,43
Nov	92,0	91,9	1,034	108,2	1,605	0,637	8,63	7,44
Dic	90,1	90,0	1,011	103,7	1,601	0,627	8,59	7,44

% var. sobre mes anterior³⁾

1999 Dic	-2,1	-2,1	-2,2	-4,2	-0,2	-1,6	-0,5	0,1
----------	------	------	------	------	------	------	------	-----

% var. sobre año anterior³⁾

1999 Dic	-12,9	-12,8
----------	-------	-------

	Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro ²⁾						
	Dracma griega	Corona noruega	Dólar canadiense	Dólar australiano	Dólar de Hong Kong ⁴⁾	Won coreano ⁴⁾	Dólar de Singapur ⁴⁾
	9	10	11	12	13	14	15
1996	305,5	8,20	1,731	1,623	9,68	1.007,9	1,765
1997	309,3	8,02	1,569	1,528	8,75	1.069,8	1,678
1998	330,7	8,47	1,665	1,787	8,69	1.568,9	1,876
1999	325,8	8,31	1,584	1,652	8,27	1.267,3	1,806
1998 IV	331,5	8,82	1,814	1,887	9,16	1.516,6	1,942
1999 I	322,7	8,60	1,696	1,770	8,69	1.342,6	1,911
II	325,0	8,24	1,557	1,618	8,19	1.258,8	1,810
III	326,1	8,22	1,558	1,613	8,14	1.252,8	1,772
IV	329,2	8,19	1,528	1,613	8,07	1.217,4	1,737
1998 Dic	328,8	8,91	1,807	1,893	9,11	1.426,3	1,941
1999 Ene	323,6	8,65	1,765	1,839	8,99	1.362,4	1,950
Feb	322,0	8,65	1,679	1,751	8,68	1.330,2	1,905
Mar	322,5	8,51	1,651	1,726	8,43	1.336,2	1,881
Abr	325,5	8,32	1,594	1,668	8,30	1.292,2	1,834
May	325,2	8,23	1,553	1,605	8,24	1.272,1	1,820
Jun	324,2	8,17	1,524	1,580	8,05	1.212,6	1,775
Jul	325,0	8,18	1,540	1,576	8,03	1.229,4	1,756
Ago	326,4	8,26	1,583	1,645	8,23	1.269,1	1,779
Sep	327,0	8,23	1,552	1,619	8,15	1.260,1	1,781
Oct	329,2	8,29	1,581	1,641	8,32	1.289,9	1,793
Nov	328,7	8,19	1,516	1,618	8,04	1.215,9	1,727
Dic	329,7	8,10	1,491	1,580	7,86	1.149,6	1,694

% var. sobre mes anterior³⁾

1999 Dic	0,3	-1,1	-1,7	-2,4	-2,2	-5,5	-1,9
----------	-----	------	------	------	------	------	------

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 período 1995-1997, con los socios comerciales cuyas monedas aparecen reflejadas en el cuadro, teniendo en cuenta el efecto de la competencia en terceros mercados. Los tipos reales se calculan utilizando los IPC nacionales (IAPC para la zona del euro y el resto de Estados miembros de la UE). Si no se dispone de datos para los IPC, se realizan estimaciones.

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

3) Para la última observación mensual se ofrece la variación porcentual respecto al mes anterior y (solo para el tipo de cambio efectivo) al mismo mes del año anterior, respectivamente. Una variación positiva indica apreciación del euro.

4) Dado que el BCE no ofrece tipos oficiales de referencia, se muestran tipos indicativos.

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

Cuadro II

Evolución económica y financiera

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	IAPC	Déficit (-) / superávit (+) de AAPP en % del PIB	Deuda bruta de AAPP en % del PIB	Rdto. ¹⁾ de la deuda pública a largo plazo en %	Tipo de cambio ²⁾ en moneda nacional por ECU o euro	Cuentas corriente y de capital (nueva) ³⁾ , % del PIB	Costes laborales unitarios ⁴⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ⁵⁾	Tasa de desempleo normaliza- da en % sobre la población activa (d)	Agregado monetario amplio ⁶⁾	Tipo de interés ¹⁾ a 3 meses en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Dinamarca												
1996	2,1	-0,9	67,7	7,19	7,36	.	1,4	2,8	2,0	6,8	7,2	3,98
1997	1,9	0,4	63,9	6,26	7,48	0,6	2,8	3,1	5,6	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	1,0	58,0	4,94	7,50	-1,1	2,4	2,7	2,2	5,1	4,6	4,28
1999	.	.	.	4,91	7,44	.	.	.	.	.	.	3,44
1998 IV	1,1	-	-	4,51	7,44	-3,7	3,5	2,5	-0,3	4,7	3,7	4,51
1999 I	1,4	-	-	4,22	7,44	1,5	6,3	0,5	-0,9	4,8	4,5	3,64
II	1,8	-	-	4,50	7,43	1,3	4,3	1,8	5,7	4,5	4,9	3,12
III	2,3	-	-	5,35	7,44	1,0	3,6	1,0	-0,9	4,4	3,4	3,19
IV	.	-	-	5,57	7,44	.	.	.	.	.	.	3,78
1999 Jun	1,9	-	-	4,81	7,43	.	.	.	-1,8	4,5	5,5	3,13
Jul	2,0	-	-	5,11	7,44	-	-	-	-3,4	4,4	3,1	3,17
Ago	2,4	-	-	5,38	7,44	-	-	-	-2,7	4,4	4,9	3,21
Sep	2,4	-	-	5,55	7,43	-	-	-	3,7	4,3	2,2	3,18
Oct	2,6	-	-	5,76	7,43	-	-	-	-0,9	4,2	2,0	3,69
Nov	2,7	-	-	5,45	7,44	-	-	-	.	.	6,3	3,85
Dic	.	-	-	5,50	7,44	-	-	-	.	.	.	3,80
Grecia												
1996	7,9	-7,5	112,3	-	305,5	-3,7	10,6	2,4	0,6	7,5	9,8	13,54
1997	5,4	-4,0	109,5	9,92	309,3	-3,9	7,2	3,4	1,0	7,9	14,5	12,48
1998	4,5	-2,5	106,3	8,48	330,7	-3,1	5,5	3,7	3,4	10,0	4,0	13,53
1999	.	.	.	.	325,8	.	.	.	.	.	.	10,08
1998 IV	4,0	-	-	7,76	331,5	.	.	.	0,8	9,8	5,7	11,94
1999 I	3,4	-	-	6,08	322,7	.	.	.	-0,8	.	.	10,56
II	2,2	-	-	5,87	325,0	.	.	.	0,5	.	.	9,80
III	1,7	-	-	6,56	326,1	.	.	.	1,5	.	.	9,86
IV	.	-	-	.	329,2	.	.	.	.	.	.	10,13
1999 Jun	1,8	-	-	6,02	324,2	-	-	-	0,0	.	.	9,84
Jul	1,8	-	-	6,37	325,0	-	-	-	0,2	.	.	9,83
Ago	1,6	-	-	6,66	326,4	-	-	-	4,7	.	.	9,90
Sep	1,5	-	-	6,64	327,0	-	-	-	0,2	.	.	9,85
Oct	1,9	-	-	7,03	329,2	-	-	-	.	.	.	10,11
Nov	2,2	-	-	6,61	328,7	-	-	-	.	.	.	10,71
Dic	.	-	-	.	329,7	-	-	-	.	.	.	9,57
Suecia												
1996	0,8	-3,5	76,7	8,03	8,51	.	4,7	1,3	1,8	9,6	10,0	6,03
1997	1,8	-0,7	76,1	6,62	8,65	.	0,7	1,8	7,2	9,9	4,2	4,43
1998	1,0	1,9	74,2	4,99	8,92	3,4	2,0	2,6	4,2	8,3	3,5	4,36
1999	.	.	.	4,98	8,81	.	.	.	.	.	.	3,26
1998 IV	0,1	-	-	4,50	9,38	3,7	2,2	3,2	1,3	7,6	4,5	3,94
1999 I	0,2	-	-	4,21	8,98	2,5	0,2	3,7	1,3	7,5	5,4	3,31
II	0,3	-	-	4,54	8,90	0,9	-0,1	3,6	1,0	7,0	6,4	3,07
III	0,7	-	-	5,48	8,71	.	.	.	-0,8	6,9	6,1	3,23
IV	.	-	-	5,69	8,65	.	.	.	.	.	.	3,75
1999 Jun	0,4	-	-	4,87	8,83	-	-	-	0,4	7,0	5,9	3,12
Jul	0,2	-	-	5,26	8,74	-	-	-	-0,4	6,8	4,5	3,23
Ago	0,8	-	-	5,49	8,75	-	-	-	-6,7	6,9	6,5	3,25
Sep	1,1	-	-	5,69	8,63	-	-	-	4,2	6,8	7,3	3,22
Oct	1,0	-	-	5,92	8,73	-	-	-	4,7	6,6	9,9	3,74
Nov	0,8	-	-	5,56	8,63	-	-	-	.	6,6	.	3,79
Dic	.	-	-	5,59	8,59	-	-	-	.	.	.	.
Reino Unido												
1996	2,5	-4,4	53,1	7,94	0,814	0,0	1,7	2,6	0,4	8,2	9,9	6,11
1997	1,8	-1,9	51,5	7,13	0,692	0,9	2,9	3,5	1,3	7,0	11,2	6,92
1998	1,5	0,5	48,7	5,60	0,676	0,0	3,8	2,2	0,3	6,3	9,6	7,43
1999	.	.	.	.	0,659	.	.	.	.	.	.	5,54
1998 IV	1,4	1,5	48,1	4,82	0,702	-0,2	4,3	1,6	-0,5	6,3	8,5	6,89
1999 I	1,6	4,0	46,6	4,39	0,687	-1,9	4,3	1,3	-1,2	6,3	7,1	5,60
II	1,4	-2,6	46,7	4,82	0,658	-1,0	4,0	1,4	-1,2	6,1	6,5	5,30
III	1,2	.	45,9	5,39	0,655	.	3,4	1,8	0,2	5,9	3,3	5,28
IV	.	.	.	.	0,636	.	.	.	.	.	.	5,98
1999 Jun	1,4	2,9	46,7	5,09	0,650	-	-	-	-1,5	6,0	5,2	5,22
Jul	1,3	-5,2	46,1	5,27	0,658	-	-	-	-0,5	5,9	3,3	5,17
Ago	1,3	2,2	45,9	5,31	0,660	-	-	-	0,3	5,9	4,1	5,25
Sep	1,2	-0,4	45,9	5,60	0,647	-	-	-	0,9	5,9	2,6	5,41
Oct	1,2	-8,9	44,8	5,78	0,646	-	-	-	1,3	.	.	6,02
Nov	1,2	3,7	44,9	5,23	0,637	-	-	-	.	.	.	5,87
Dic	.	.	.	.	0,627	-	-	-	.	.	.	6,06

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

1) Medias de los períodos.

2) Para más información, véase cuadro 10.

3) MBP5; MBP4 para Grecia.

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 laborales.

6) Media de datos fin de mes; M3; M4 para el Reino Unido.

I 2 Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE

Cuadro 12.1

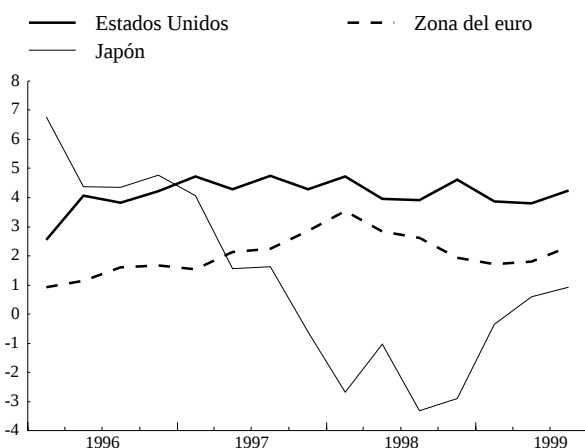
Evolución económica y financiera

(tasas interanuales de variación, 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 en % del PIB	Deuda pública bruta ⁵⁾ en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
1996	2,9	-2,3	3,7	4,7	5,4	4,8	5,43	6,54	1,270	-2,2	58,8
1997	2,3	0,0	4,5	7,0	4,9	5,0	5,62	6,45	1,134	-0,9	56,5
1998	1,6	0,7	4,3	4,9	4,5	7,4	5,00	5,33	1,121	0,4	53,5
1999	2,1	-0,9	-22,5	3,9	4,2	7,2	5,41	5,64	1,066	.	.
1998 III	1,6	1,4	3,9	4,2	4,5	7,3	5,20	5,27	1,118	0,6	53,7
IV	1,5	-0,8	4,6	3,7	4,4	8,4	5,00	4,72	1,177	0,7	53,5
1999 I	1,7	-1,6	3,9	3,5	4,3	8,4	4,99	5,00	1,122	0,8	53,1
II	2,1	-1,4	3,8	4,1	4,3	7,9	5,04	5,54	1,057	1,0	51,4
III	2,3	-0,8	4,2	4,4	4,2	7,5	5,44	5,88	1,049	1,2	50,6
IV	2,6	.	.	4,3	4,1	5,6	6,15	6,13	1,038	.	.
1999 Jul	2,1	-	-	5,4	4,3	7,8	5,30	5,80	1,035	-	-
Ago	2,3	-	-	3,7	4,2	7,6	5,46	5,94	1,060	-	-
Sep	2,6	-	-	4,1	4,2	7,0	5,56	5,91	1,050	-	-
Oct	2,6	-	-	4,1	4,1	6,5	6,20	6,10	1,071	-	-
Nov	2,6	-	-	4,6	4,1	6,0	6,09	6,03	1,034	-	-
Dic	.	-	-	.	.	.	6,15	6,26	1,011	-	-
Japón											
1996	0,1	-1,9	5,1	2,3	3,4	3,3	0,31	3,03	138,1	-4,2	-
1997	1,7	-2,2	1,6	3,6	3,4	3,1	0,36	2,15	137,1	-3,4	-
1998	0,6	6,3	-2,5	-7,1	4,1	4,4	0,18	1,30	146,4	-6,0	-
1999	.	.	.	.	.	.	0,22	1,75	121,3	.	-
1998 III	-0,2	7,6	-3,3	-8,5	4,3	4,2	0,12	1,14	156,3	-	-
IV	0,5	5,1	-2,9	-6,8	4,4	4,5	0,18	1,03	140,6	-	-
1999 I	-0,1	3,6	-0,4	-4,2	4,6	4,1	0,31	1,96	130,7	-	-
II	-0,3	-1,3	0,6	-1,0	4,8	4,1	0,13	1,50	127,7	-	-
III	0,0	-4,6	0,9	2,6	4,7	3,6	0,13	1,78	118,7	-	-
IV	.	.	.	.	.	.	0,31	1,78	108,4	-	-
1999 Jul	-0,1	-2,6	-	0,2	4,9	3,9	0,12	1,69	123,7	-	-
Ago	0,3	-6,9	-	5,2	4,7	3,5	0,13	1,89	120,1	-	-
Sep	-0,2	-4,0	-	2,7	4,6	3,3	0,14	1,75	112,4	-	-
Oct	-0,7	.	-	1,3	4,6	3,6	0,24	1,79	113,5	-	-
Nov	-1,2	.	-	.	4,5	3,0	0,31	1,81	108,2	-	-
Dic	.	.	-	.	.	.	0,39	1,73	103,7	-	-

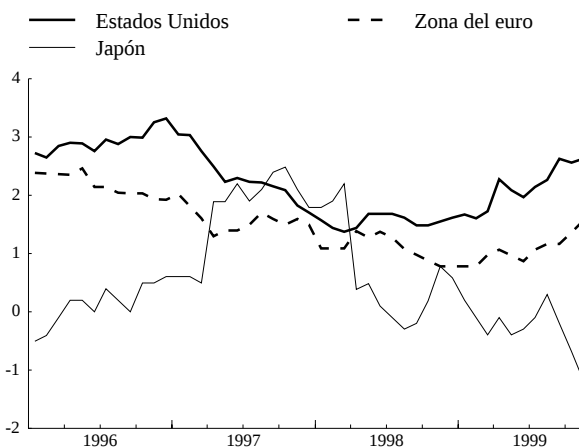
Producto interior bruto a precios constantes

(tasa interanual de variación; trimestral)



Índices de precios de consumo

(tasa interanual de variación; mensual)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5, 6, 8 (hasta diciembre de 1998), 9 y 10 (Estados Unidos)]; OCDE [columna 2 (Japón) y columna 10 (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 período; M2 + CD para Japón.

3) Para más información, véanse cuadros 3.1 y 3.2.

4) Para más información, véase cuadro 10.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

Cuadro 12.2

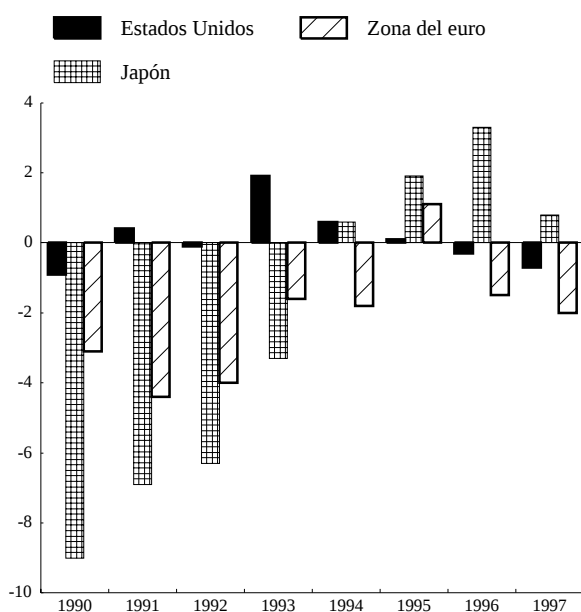
Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las empresas no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Forma- ción bruta de capital	Capaci- dad de financia- ción	Forma- ción bruta de capital	Forma- ción bruta de capital fijo	Adquisi- ción neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contra- ción neta de pasivos	Valores, incluidas acciones	Gasto de capital	Adquisi- ción neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contra- ción neta de pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
1995	17,0	18,7	-1,3	8,6	7,9	5,4	8,4	5,3	2,5	11,7	6,3	13,6	4,9
1996	17,3	19,1	-1,4	8,7	8,3	4,8	8,7	5,1	1,2	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	2,2	11,6	4,0	12,5	4,5
1998	18,8	20,5	-2,3	9,5	8,7	3,1	8,7	4,2	1,7	12,1	5,4	12,1	5,7
1997 IV	18,6	19,9	-1,7	8,9	8,1	2,7	8,8	3,3	3,3	11,6	3,5	12,5	4,1
1998 I	18,9	20,6	-1,8	9,8	8,6	4,1	8,8	5,8	3,3	11,9	3,8	12,3	5,8
II	18,6	20,3	-2,2	9,3	8,7	3,3	8,7	4,0	3,9	12,1	8,9	12,1	5,6
III	18,9	20,6	-2,6	9,4	8,5	4,1	8,7	4,4	0,7	12,0	5,1	12,0	5,4
IV	18,8	20,7	-2,6	9,5	8,9	1,1	8,6	2,6	-0,9	12,3	3,6	12,2	6,1
1999 I	19,0	20,8	-2,8	9,4	8,9	6,3	8,7	7,8	6,0	12,5	3,0	11,8	6,5
II	18,7	20,5	-3,3	9,6	9,4	4,2	8,7	5,6	-0,5	12,8	6,9	11,6	6,7
III	18,7	20,8	-3,6	9,7	9,2	4,4	8,7	5,9	3,4	12,6	5,9	11,2	6,1
Japón													
1995	30,8	28,6	2,1	14,9	14,9	3,0	13,5	2,3	0,5	5,3	10,2	13,1	1,9
1996	31,5	30,0	1,4	14,6	15,3	1,7	15,2	0,3	1,0	6,7	6,4	12,7	1,1
1997	30,9	28,7	2,2	15,5	16,1	3,3	15,2	1,2	0,1	5,6	7,1	12,3	0,7
1998	.	.	.	.	.	-6,9	.	-8,8	-1,4	.	5,9	.	-0,3
1997 IV	29,0	29,3	2,6	.	.	6,6	.	10,7	-0,3	.	19,8	.	1,5
1998 I	33,2	27,9	2,4	.	.	-16,0	.	-18,6	-0,7	.	-4,3	.	3,2
II	.	24,1	.	.	.	-25,6	.	-10,4	0,4	.	11,5	.	-6,3
III	.	26,7	.	.	.	2,6	.	-2,0	1,3	.	2,7	.	0,8
IV	.	.	.	.	.	9,6	.	-4,4	-6,3	.	13,1	.	1,0
1999 I	.	.	.	.	.	3,6	.	-17,7	-3,3	.	-4,4	.	12,5
II	.	.	.	.	.	-13,4	.	-3,0	2,1	.	15,9	.	-3,5
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

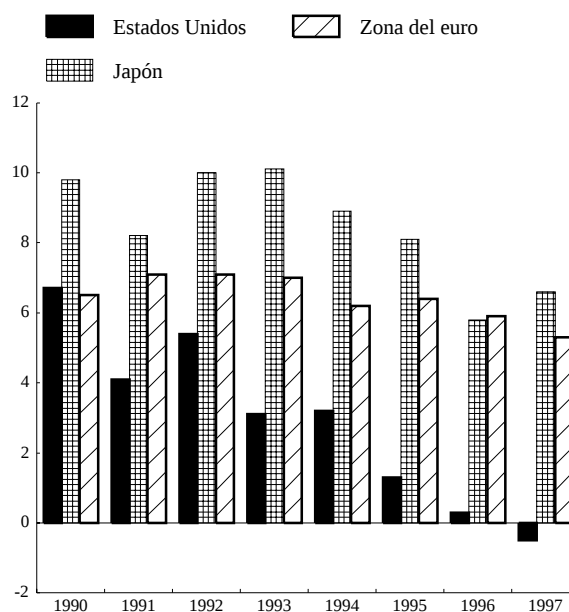
Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(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. En el caso de Japón, el ahorro de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares se incluye en el ahorro de las empresas no financieras.

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 del 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 mm 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 4 de enero 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 se recoge un análisis trimestral por monedas de algunos de los epígrafes del balance de las IFM. Próximamente se ofrecerá un mayor detalle trimestral. 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 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

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.

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. Próximamente estarán disponibles datos con mayor detalle.

Indicadores de precios y de la economía real

Salvo algunas excepciones, los datos que se presentan en el *Boletín mensual del BCE* se elaboran por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y por las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Sin embargo, la disponibilidad de datos comparables es, como regla general, mayor para los períodos más recientes.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 4.1) está disponible a partir de 1995. Se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. Las estimaciones realizadas para antes de 1995 se basan en los índices de precios de consumo nacionales y no son plenamente comparables.

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 a las operaciones financieras como a 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 Balanza de Pagos* del FMI (octubre de 1993), así como a la documentación contenida en el Reglamento del BCE, de 1 de diciembre de 1998, sobre requisitos de declaración de datos (BCE/1998/17) y a la documentación de Eurostat. La metodología común acordada entre el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) y el método de agregación utilizado para las estadísticas de balanza de pagos de la zona del euro se explicaron en las páginas 30 y 31 de la edición de mayo de 1999 del *Boletín mensual*.

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.

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. Los datos del final de 1997, en especial los de activos de reserva, no son totalmente comparables con los del final de 1998. La metodología utilizada para el cálculo de la PII se explicó en las páginas 59 y 60 de la edición de diciembre de 1999 del *Boletín mensual*.

En el cuadro 8.6.2 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos relacionados con los anteriores. En el cuadro 8.1 aparece el resumen de los flujos netos correspondientes, con su detalle trimestral en el cuadro 8.5.3. Los datos anteriores al final de 1998 se han elaborado agregando datos obtenidos de acuerdo con las definiciones nacionales e incluyen instrumentos emitidos por otros residentes de la zona del euro y, por tanto, no son totalmente comparables con los datos 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 calculados por el BCE. Los tipos de cambio bilaterales que se incluyen son los de las 13 monedas utilizadas para el cálculo. Para todos ellos, 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. El recuadro 5 de las páginas 31 a 33 de la edición de octubre de 1999 del *Boletín mensual* ofrece más información acerca del nuevo índice de tipo de cambio efectivo del BCE.

En la dirección de Internet del BCE están disponibles las notas metodológicas detalladas sobre las estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional, comercio exterior y tipos de cambio de la zona del euro. Además, en la dirección de Internet del BCE en ficheros descargables (con formato csv), está disponible un conjunto completo de estadísticas relativas a la balanza de pagos, al comercio exterior de bienes y a los tipos de cambio, incluyendo se-

ries históricas de la mayor frecuencia disponible, que no aparecen en el *Boletín mensual*.

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 Eurosistema

22 de diciembre de 1998

El Consejo de Gobierno del BCE decide que la primera operación principal de financiación del Eurosistema se llevará a cabo mediante una subasta a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Esta operación se iniciará el 4 de enero de 1999, mientras que las decisiones de adjudicación se tomarán el 5 de enero de 1999, y su liquidación tendrá lugar el 7 de enero de 1999. Además, la primera operación de financiación a largo plazo se anunciará el 12 de enero de 1999 (con fecha de liquidación del 14 de enero de 1999) y se realizará por medio de una subasta a tipo variable utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo único.

El Consejo de Gobierno decide, asimismo, que el tipo de interés para la facilidad marginal de crédito será el 4,5% y el tipo de interés de la facilidad de depósito el 2% al inicio de la tercera fase, es decir, el 1 de enero de 1999. Como medida transitoria, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se situará en el 3,25% y el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 2,75% durante el período comprendido entre el 4 y el 21 de enero de 1999. El Consejo de Gobierno tiene la intención de cancelar esta medida transitoria tras su reunión del 21 de enero de 1999.

31 de diciembre de 1998

De acuerdo con el apartado 4 del artículo 109 L del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Consejo de la UE, actuando por unanimidad de los Estados miembros de la Comunidad Europea no acogidos a excepción, a propuesta de la Comisión Europea y previa consulta al BCE, adopta los tipos de conversión irrevocables del euro, con efectos a partir del 1 de enero de 1999, a las 0.00 horas (hora local).

Los ministros de los Estados miembros del área del euro, el BCE y los ministros y gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca y Grecia, mediante un procedimiento conjunto con la Comisión Europea y previa consulta al Comité Mo-

netario, deciden fijar las paridades centrales respecto al euro de las monedas participantes en el Mecanismo de Cambios que entra en vigor el 1 de enero de 1999. Junto a esta decisión sobre las paridades centrales respecto al euro, el BCE, el Banco Nacional de Dinamarca y el Banco de Grecia, establecen, de común acuerdo, las paridades de intervención obligatoria para la corona danesa y la dracma griega. Para la corona danesa, se establece una banda de fluctuación del $\pm 2,25\%$ alrededor de la paridad central respecto al euro. La dracma griega mantendrá la banda normal de fluctuación del $\pm 15\%$ alrededor de la paridad central respecto al euro.

7 de enero de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que a las dos operaciones principales de financiación que se anunciarán el 11 y el 18 de enero de 1999 se les aplique las mismas condiciones que a la primera operación de este tipo, liquidada el 7 de enero de 1999, es decir, se realizarán mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%.

12 de enero de 1999

Tras la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de 22 de diciembre de 1998, el BCE anuncia que las primeras operaciones de financiación a más largo plazo del Eurosistema se efectuarán mediante subastas a tipo variable, utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo único. Con el fin de escalonar estas operaciones, la primera operación se llevará a cabo a través de tres subastas paralelas con vencimientos diferentes, a saber, el 25 de febrero, el 25 de marzo y el 29 de abril de 1999. El BCE anuncia también que su intención es adjudicar 15 mm de euros en cada una de las subastas paralelas. En las siguientes operaciones de financiación a más largo plazo que se liquidarán durante los tres primeros meses de 1999, la intención es adjudicar un importe de 15 mm de euros por operación.

21 de enero de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las dos facilidades permanentes del Eurosistema vuelvan a ser los que se habían establecido al comienzo de la tercera fase, es decir, un 4,5% para la facilidad marginal de crédito y un 2% para la facilidad de depósito, con efectos a partir del 22 de enero de 1999. Además, decide que, a las dos operaciones principales de financiación que se liquidarán el 27 de enero y el 3 de febrero de 1999, se les aplique las mismas condiciones que a las tres operaciones de financiación llevadas a cabo a comienzos de enero, es decir, se adjudicarán mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%.

4 de febrero de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que a las operaciones principales de financiación que se liquidarán el 10 y el 17 de febrero de 1999 se les aplique las mismas condiciones que a las operaciones similares realizadas anteriormente, es decir, se adjudicarán mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Además, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito sigue siendo el 4,5%, y el de la facilidad de depósito, el 2%.

18 de febrero de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación que se liquidarán el 24 de febrero y el 3 de marzo de 1999 estén sujetas a las mismas condiciones que las ya liquidadas este año, es decir, que se adjudiquen mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Se decide, además, que el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito siga siendo el 4,5%, y el de la facilidad de depósito, el 2%.

4 de marzo de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación que se liquidarán el 10 y el 17 de marzo de 1999 estén sujetas a las mismas condiciones que las ya liquidadas este año, es decir, que se adjudiquen mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Se decide, además, que el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito siga siendo el 4,5%, y el de la facilidad de depósito, el 2%. El Consejo de Gobierno también decide que, si no se indica lo contrario, las futuras operaciones de financiación a más largo plazo del Eurosistema se lleven a cabo mediante el procedimiento de adjudicación a tipo múltiple (a partir de la operación que se liquidará el 25 de marzo de 1999).

18 de marzo de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que, para las operaciones principales de financiación que han de liquidarse los días 24 y 31 de marzo y el 7 de abril de 1999, serán aplicables las mismas condiciones de las operaciones previas liquidadas anteriormente durante el año, es decir, serán subastas a tipo fijo realizadas a un tipo de interés del 3%. Además, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito sigue siendo el 4,5% y el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantiene en el 2%.

8 de abril de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales hasta el 2,5%, comenzando con la operación cuya liquidación tendrá lugar el 14 de abril de 1999. Además, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en un punto porcentual, hasta el 3,5%, y el tipo de interés de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 1,5%, ambos con efectos a partir del 9 de abril de 1999.

22 de abril de 1999

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 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente. Además el Consejo de Gobierno anuncia que en las operaciones de financiación a más largo plazo que se liquidarán durante los seis meses siguientes, la intención es continuar adjudicando un importe de 15 mm de euros por operación.

6 de mayo de 1999

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 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

20 de mayo de 1999

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 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente. El Consejo de Gobierno también decide cambiar el plazo de las operaciones de financiación a más largo plazo que se liquidarán el 30 de septiembre de 1999. La fecha de amortización de esta operación se adelantará del 30 de diciembre de 1999 al 23 del mismo mes. En consecuencia, la operación de financiación a más largo plazo, que debía anunciarse el 27 de diciembre y cuya adjudicación y liquidación estaban previstas para el 30 de diciembre, se anunciará el 21 de diciembre, se adjudicará el 22 de diciembre y se liquidará el 23 de diciembre. El objeto de este cambio en la programación de las operaciones es facilitar los procedimientos operativos de los participantes en los mercados financieros al final del año.

2 de junio, 17 de junio, 1 de julio, 15 de julio, 29 de julio, 26 de agosto, 9 de septiembre de 1999

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 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

23 de septiembre de 1999

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 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

El BCE publica el calendario indicativo de las subastas del Eurosistema en el año 2000. Se anuncia también que durante la primera semana del año 2000 no se iniciará ninguna operación principal de financiación ni tampoco vencerá ninguna operación de esa naturaleza. Para ello, el vencimiento de la operación principal de financiación del 21 de diciembre de 1999 será prolongado, excepcionalmente, a tres semanas. Para evitar que el 12 de enero del año 2000 venzan dos operaciones principales de financiación, el vencimiento de la operación correspondiente al 30 de diciembre de 1999 se prolongará también a tres semanas. Estas medidas se adoptan con el fin de reducir al mínimo cualquier problema que pudiera presentarse a las entidades de contrapartida y al mercado financiero, como consecuencia de la ejecución y la liquidación de una operación de gran envergadura inmediatamente después de cruzar el umbral del nuevo siglo.

7 de octubre de 1999

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 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

21 de octubre de 1999

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 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

Decide igualmente que, para las operaciones de financiación a largo plazo que habrán de liquidarse el 28 de octubre, el 25 de noviembre y el 23 de diciembre, se prevé adjudicar 25 mm de euros por operación, una cifra que es más alta que la de 15 mm de euros adjudicada en todas las anteriores operaciones de financiación a largo plazo realizadas en 1999. Esta decisión tiene en cuenta la intención del BCE de contribuir a facilitar la transición al año 2000.

4 de noviembre de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 0,5 puntos porcentuales hasta el 3%, con efectos a partir de la operación que habrá de liquidarse el 10 de noviembre. Además, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, ambos con efectos a partir del 5 de noviembre de 1999.

18 de noviembre de 1999

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 permanecerán sin variación en el 3%, el 4% y el 2%, respectivamente.

2 de diciembre de 1999

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, permanecerán sin variación en el 3%, el 4% y el 2%, respectivamente.

El Consejo de Gobierno decide, asimismo, confirmar el valor de referencia del crecimiento monetario, es decir, la tasa de crecimiento interanual del 4,5% para el agregado monetario amplio M3. Esta decisión se toma sobre la base de que los componentes que subyacen a la obtención del valor de referencia, a saber, la definición de estabilidad de precios del Eurosistema (un incremento anual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%), la estimación sobre la tendencia de crecimiento del PIB real (entre el 2% y el 2,5% anual), y el de la tendencia descendente de la velocidad circulación de M3 (del 0,5% al 1% anual) han permanecido, básicamente, sin variación. El Consejo de Gobierno continuará evaluando la evolución monetaria en relación con el valor de referencia, sobre la base de la media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual. Además, el Consejo de Gobierno decide también revisar regularmente el valor de referencia con periodicidad anual. La próxima revisión tendrá lugar en diciembre del año 2000.

En lo que se refiere al sistema de reservas mínimas del Eurosistema, el Consejo de Gobierno, previa revisión de los datos estadísticos más recientes de que se dispone, decide incrementar del 10% al 30% la deducción estandarizada de la base de reservas aplicable a los valores de renta fija emitidos con vencimiento hasta dos años y a los instrumentos del mercado monetario. Esta decisión tendrá vigencia a partir de la determinación de las reservas mínimas exigibles durante el período de mantenimiento que se inicia el 24 de enero del año 2000.

15 de diciembre de 1999

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.

4 de enero de 2000

El BCE anuncia que el 5 de enero de 2000 el Eurosistema llevará a cabo una operación de ajuste de drenaje de liquidez con fecha de

liquidación el mismo día. El objeto de esta medida es restaurar unas condiciones normales de liquidez en el mercado monetario después de que tuviera 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, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, 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.

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.

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.

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», second edition, 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.

Folletos informativos

«TARGET», julio 1998.

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

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

