



BANCO CENTRAL EUROPEO

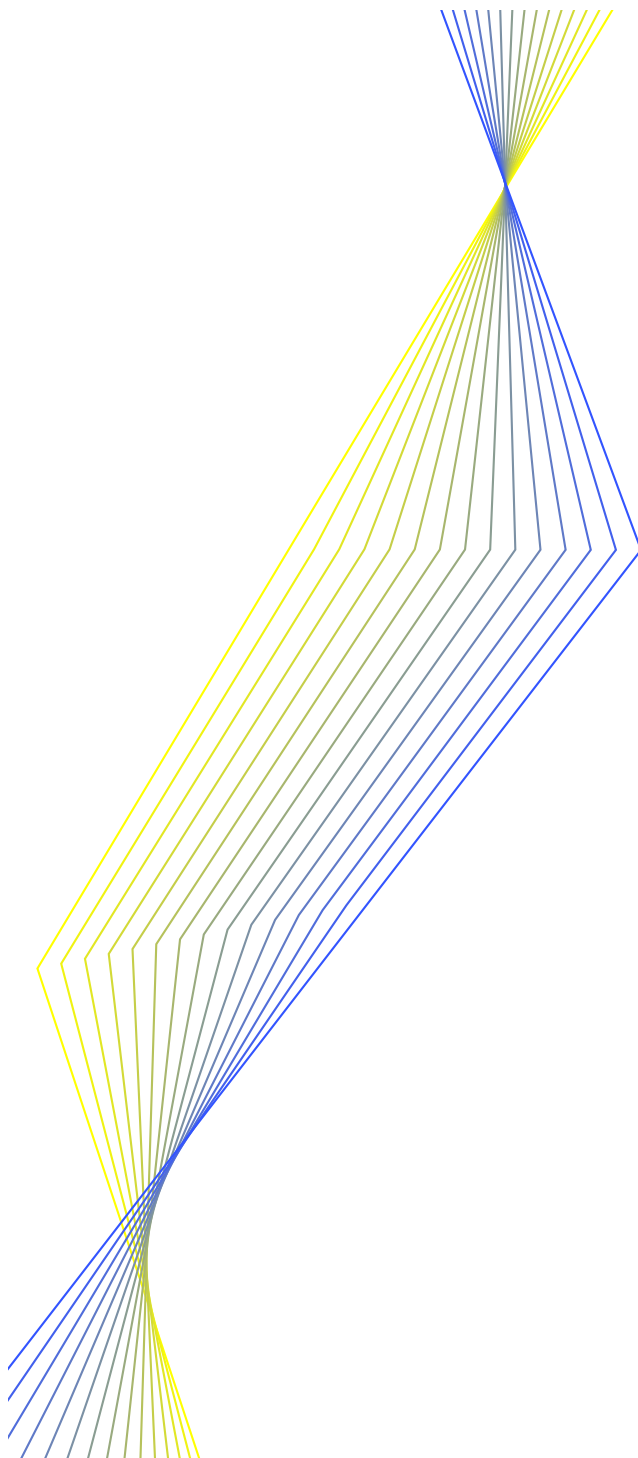
ECB EZB EKT BCE EKP

B O L E T Í N  
M E N S U A L

Noviembre 1999



**BANCO CENTRAL EUROPEO**



**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

**Noviembre 1999**

*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, 1999**

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

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

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

*La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 3 de noviembre de 1999.*

# Índice

|                                                                                                                    |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Editorial                                                                                                          | 5   |
| Evolución económica de la zona del euro                                                                            | 9   |
| Evolución monetaria y financiera                                                                                   | 9   |
| Evolución de los precios                                                                                           | 22  |
| Producto, demanda y mercado de trabajo                                                                             | 24  |
| Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos                                                          | 30  |
| Políticas orientadas a la estabilidad y evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en los años noventa | 35  |
| El sistema TARGET y los pagos en euros                                                                             | 47  |
| Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo                                                                   | 59  |
| Estadísticas de la zona del euro                                                                                   | I*  |
| Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema                                                        | 53* |
| Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)                                                           | 57* |

## 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 de 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 su reunión de 4 de noviembre de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar en 50 puntos básicos cada uno de los tres tipos de interés principales del BCE. El tipo aplicable a las operaciones principales de financiación del Euro-sistema, que continuarán realizándose mediante subastas a un tipo de interés fijo, se incrementó hasta el 3%, a partir de la operación que se liquidaría el 10 de noviembre de 1999. El tipo de interés correspondiente a la facilidad marginal de crédito se elevó al 4% y el correspondiente a la facilidad de depósito, al 2%, con efecto, en ambos casos, a partir del 5 de noviembre de 1999. Se espera que estas decisiones contrarresten la tendencia al alza de los riesgos para la estabilidad de precios, observada desde el inicio del verano, y contribuyan, por tanto, a mantener un crecimiento no inflacionista a medio plazo.

Las deliberaciones del Consejo de Gobierno se basaron en un detenido análisis de la situación económica y de las perspectivas existentes en la zona del euro, que englobó tanto al primer pilar en que se asienta la estrategia de política monetaria del Eurosistema, consistente en la asignación de un papel destacado al dinero, como al segundo pilar, basado en una valoración de las perspectivas sobre la evolución de los precios a partir de un conjunto amplio de indicadores. Ambos pilares coincidían en indicar que han aumentado gradualmente los riesgos alcistas para la futura estabilidad de precios y que han desaparecido los riesgos a la baja que existían en el momento en que el BCE redujo los tipos de interés en el mes de abril. La creciente desviación al alza registrada por el agregado monetario amplio respecto de su valor de referencia durante los últimos meses indica la existencia de una liquidez abundante en la zona del euro, que se confirma por el análisis global del comportamiento de los agregados monetarios. Al mismo tiempo, el clima económico continúa, en general, mejorando. A corto plazo, se espera un aumento de las tasas de inflación debido, principalmente, a la repercusión en los precios de consumo del incremento experimentado por los precios del petróleo durante el presente año. Los últimos datos disponibles sobre los precios industriales confirman esta hipótesis. Teniendo en cuenta estas circunstancias, resulta importante evitar que la situación de amplia liquidez existente pu-

diera traducirse a medio plazo en presiones al alza sobre los precios. La subida de los tipos de interés que se ha decidido ahora debería servir para impedir una intensificación de la presión alcista sobre los precios, así como para mantener las expectativas de inflación claramente por debajo del 2%.

La decisión sobre los tipos de interés ha sido adoptada, en consecuencia, con una perspectiva de anticipación. El Consejo de Gobierno basó su decisión de elevar los tipos de interés en el convencimiento de que ayudará a mantener un crecimiento no inflacionista a medio plazo. De hecho, la oportuna subida de los tipos de interés evitará que, posteriormente, se plantee la necesidad de adoptar medidas más severas.

Cabe deducir de lo expuesto que, al haber variado sustancialmente la situación, ya no se justificaba el nivel de los tipos de interés que el BCE había venido aplicando desde que, en abril de 1999, tuvo lugar la reducción preventiva en 50 puntos básicos del tipo principal de financiación. La subida de los tipos de interés en 50 puntos básicos debería despejar cualquier tipo de incertidumbre en torno a la futura orientación de la política monetaria. De hecho, se espera que una medida de esta naturaleza sirva para limitar la aparición en los mercados financieros de posibles primas de riesgo derivadas de la incertidumbre, y contribuya también a contener un posible aumento de la volatilidad de los mercados monetarios hacia el final del año.

Un análisis más detallado de la información que influyó en la decisión del Consejo de Gobierno muestra que los indicadores monetarios hasta septiembre de 1999 refuerzan la percepción de que la tasa de crecimiento de M3 ha experimentado una continua tendencia al alza. La media de tres meses de las tasas de crecimiento de M3 correspondientes al período comprendido entre julio y septiembre de 1999 aumentó hasta el 5,9%, lo que supone casi 1,5 puntos porcentuales por encima del valor de referencia del 4,5%. Esta desviación, que ha de vigilarse e interpretarse con cautela, ha aumentado de forma sostenida a lo largo de 1999. Hay que destacar, particularmente, el elevado crecimiento de los componentes más líquidos de M3, lo que sugiere

que la existencia de unos tipos de interés muy bajos favoreció el fuerte crecimiento de los agregados monetarios. En septiembre de 1999, continuó la rápida expansión del crédito concedido al sector privado, a una tasa de crecimiento superior al 10%. La demanda de crédito fue muy intensa durante los tres primeros trimestres de 1999, impulsada, fundamentalmente, por el reducido nivel de los tipos de interés de los préstamos bancarios y por la recuperación económica en curso. En conjunto, la creciente y sostenida desviación del crecimiento de M3 respecto a su valor de referencia implicaba la existencia de una situación muy holgada de liquidez en la zona del euro, que puede producir riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo.

La evolución de los mercados financieros de la zona del euro durante los últimos meses refleja las expectativas de un mayor crecimiento económico, que se han traducido en un incremento de los rendimientos de los bonos a largo plazo y en la correspondiente acentuación de la pendiente de la curva de rendimientos que se viene observando en los últimos meses. En este sentido, la decisión adoptada el 4 de noviembre debe contribuir a consolidar las expectativas existentes en los mercados financieros de que se está produciendo una recuperación sostenida sin presiones inflacionistas.

Los datos de que se dispone sobre la actividad económica siguen respaldando la opinión de que las perspectivas económicas para la zona del euro han seguido mejorando durante los últimos meses, a lo que han contribuido las previsiones sobre el entorno económico exterior. Las señales de recuperación en varios países asiáticos son ahora más claras, y también han mejorado las perspectivas de crecimiento de la producción en el Reino Unido. Además, las últimas cifras publicadas sobre Estados Unidos apuntan a que continúa el sólido crecimiento de la producción sin tensiones inflacionistas significativas.

Por lo que se refiere a la zona del euro, los últimos datos proporcionados por Eurostat confirman que el crecimiento del PIB real aumentó durante el segundo trimestre de 1999, mientras que las cifras correspondientes a la producción industrial indican que la actividad económica con-

tinuó recuperándose durante el tercer trimestre del año. Los resultados de diversas encuestas disponibles señalan que en un futuro próximo cabe esperar un mayor vigor del ritmo de actividad económica. En este contexto, caracterizado por la publicación de datos económicos alentadores tanto en lo referente a la zona del euro como a sus principales socios comerciales, el tipo de cambio del euro se mostró relativamente volátil durante el mes de octubre y principios de noviembre.

La tasa interanual de variación de los precios de consumo, medida por el IAPC (Índice Armonizado de Precios de Consumo), no experimentó cambios en septiembre de 1999, permaneciendo en el 1,2%. El aumento de los precios de la energía prosiguió en dicho mes, pero se vio compensado por la menor tasa de incremento interanual de los precios de los servicios y de los productos industriales no energéticos. En consecuencia, la tasa interanual de variación del IAPC, excluidos la energía y los alimentos estacionales, descendió hasta situarse en un 0,7%, frente al 0,9% registrado en agosto. La liberalización de los mercados y el aumento de la competencia han ejercido un efecto moderador sobre los precios de consumo durante los últimos meses, si bien se mantienen las expectativas de que, a corto plazo, se registre un cierto movimiento general al alza en la tasa del IAPC, relacionado, principalmente, con la evolución de los precios de la energía.

En resumen, han desaparecido los riesgos a la baja para la estabilidad de precios que motivaron la reducción de los tipos de interés del BCE en abril de 1999. Además, la tendencia al alza del crecimiento de M3 por encima del valor de referencia, junto con la evaluación global de las perspectivas sobre la evolución económica de la zona del euro, confirmó la impresión de que los riesgos para la futura estabilidad de precios se han desplazado gradualmente al alza. Por ello, se ha considerado necesario ajustar la orientación de la política monetaria con el fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

En uno de los artículos que aparecen en la presente edición del *Boletín mensual del BCE*, se analiza la evolución de los tipos de interés reales

a largo plazo en la década de los noventa. Dicho artículo muestra que, debido al éxito de las políticas orientadas hacia la estabilidad de precios en los últimos años, los países que integran la zona del euro disfrutaban en la actualidad de una posición más ventajosa para lograr un crecimiento económico prolongado que la que tenían al inicio de la década, antes de comenzar la última

fase del proceso de convergencia para participar en la Unión Monetaria.

La presente edición del *Boletín mensual del BCE* incluye, asimismo, dos artículos, titulados «El sistema TARGET y los pagos en euros» e «Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo».



# Evolución económica de la zona del euro

## I Evolución monetaria y financiera

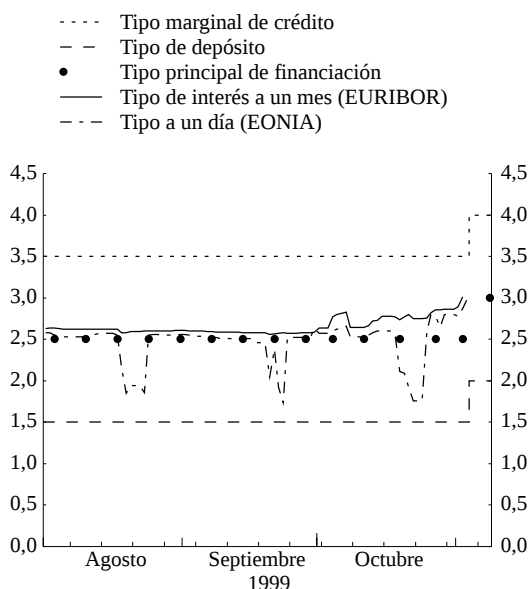
### Decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE

En la reunión celebrada el día 4 de noviembre de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar en 50 puntos básicos los tres tipos de interés principales del BCE. A partir de la operación que habrá de liquidarse el 10 de noviembre, las operaciones principales de financiación del Euro-sistema se llevarán a cabo mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Además, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se elevó del 3,5% al 4% y el de la facilidad de depósito, del 1,5% al 2%, siendo ambos efectivos a partir del 5 de noviembre (véase gráfico 1). Estas decisiones se adoptaron teniendo en cuenta el hecho de que los riesgos para la estabilidad precios en la zona del euro habían aumentado gradualmente desde el comienzo del verano.

#### Gráfico 1

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

(en porcentaje; datos diarios)

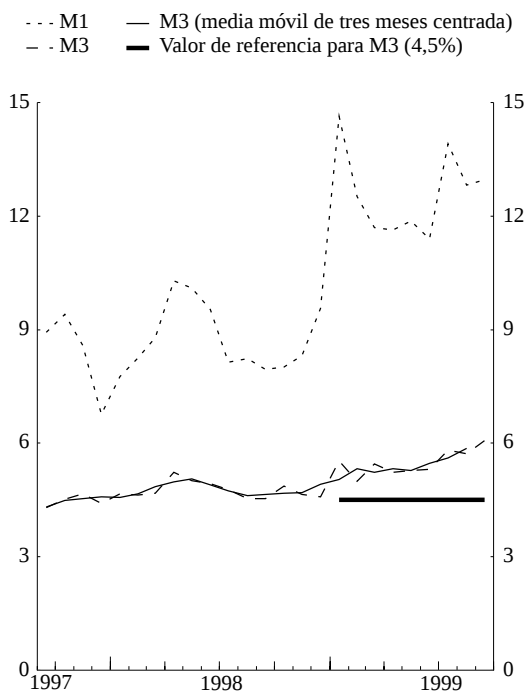


Fuente: BCE.

#### Gráfico 2

### Agregados monetarios en la zona del euro

(tasas interanuales de variación)



Fuente: BCE.

### El crecimiento de M3 fue más rápido en septiembre

En septiembre de 1999, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 pasó del 5,7%, registrado en agosto, al 6,1%. La media trimestral de las tasas de crecimiento interanual de M3, que abarca el período comprendido entre julio y septiembre de 1999, aumentó hasta el 5,9%, frente al 5,6% correspondiente al período que finalizó en agosto, lo que supone casi 1,5 puntos porcentuales por encima del valor de referencia del 4,5%. El crecimiento de M3 continuó, así, su tendencia al alza, apartándose aún más de dicho valor de referencia (véase gráfico 2).

Si se consideran los datos mensuales no desestacionalizados, M3 aumentó en 15 mm de euros en septiembre de 1999, aunque si se tienen en cuenta los factores estacionales, la expansión de M3 casi se duplicó, esto es, fue de 28 mm de euros (alrededor del 0,6%), con respecto a agos-

to de 1999 (véase cuadro I). Este significativo incremento se debió a un aumento relativamente elevado (12 mm de euros) de los componentes de M1 (el efectivo en circulación y los depósitos a la vista) y a la fuerte expansión de los instrumentos negociables incluidos en M3 (12 mm de euros), mientras que el crecimiento de los otros depósitos a corto plazo fue bastante moderado (4 mm de euros).

Continuando la gradual trayectoria alcista observada desde comienzos de año, la tasa de variación interanual del efectivo en circulación se situó en el 5,2% en septiembre de 1999, frente al 3,9% registrado en agosto. La ininterrumpida recuperación experimentada por la demanda de efectivo en circulación durante los últimos meses puede atribuirse a los bajos costes de oportunidad de tener efectivo y a la mejora de la situación económica en la zona del euro. Al mismo tiempo, puede que refleje también una normalización después de un período de crecimiento muy bajo. La tasa de variación interanual de los depósitos a la vista continuó siendo elevada, aunque descendió ligeramente desde el 15%, registrado en agosto, al 14,8% de septiembre. El rápido y sostenido crecimiento de los depósitos a la vista es consecuencia de la fuerte preferencia por la liquidez existente en la zona del euro en estos momentos y de los bajos costes de oportunidad de tener activos líquidos en un contexto en el que la situación económica está mejorando. La tasa de crecimiento interanual del agrega-

do monetario M1 (que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista) pasó del 12,8% en agosto al 13% en septiembre de 1999.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo que no son depósitos a la vista disminuyó hasta el 2,2%, desde el 2,4% observado en el mes anterior. Esto se debió a la desaceleración de la tasa de crecimiento de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses (6,1%, frente al 6,4% de agosto) y a la más pronunciada tasa de descenso interanual de los depósitos a plazo de hasta dos años (3,2%, en comparación con el 2,9% del mes anterior). La caída registrada por estos depósitos en los últimos meses se ha producido en un contexto en el que el tipo de interés de las operaciones bancarias pasivas ha permanecido en un nivel históricamente bajo. En septiembre de 1999, la tasa de crecimiento de M2 (que incluye el efectivo en circulación y todos los depósitos a corto plazo) se mantuvo constante en el 7%.

Como se ha mencionado anteriormente, la tasa intermensual de los instrumentos negociables incluidos en M3 experimentó un crecimiento relativamente fuerte en septiembre de 1999. Como resultado, la tasa de variación interanual de dichos instrumentos financieros se tornó positiva, pasando del -2%, registrado en agosto, al 0,5%. Esto obedeció a las participaciones en fondos del mercado monetario y a los instrumentos del mercado monetario (cuya tasa de crecimiento

## Cuadro I

### M3: Principales componentes

(saldos a fin de mes desestacionalizados y variaciones intermensuales)

|                                                       | Sep. 1999<br>saldos | Julio 1999<br>variaciones |      | Agosto 1999<br>variaciones |      | Septiembre 1999<br>variaciones |     | Jul.-Sep. 1999<br>variación media |     |
|-------------------------------------------------------|---------------------|---------------------------|------|----------------------------|------|--------------------------------|-----|-----------------------------------|-----|
|                                                       | mm de<br>euros      | mm de<br>euros            | %    | mm de<br>euros             | %    | mm de<br>euros                 | %   | mm de<br>euros                    | %   |
| <b>M3</b>                                             | 4.639,9             | 35,2                      | 0,8  | 0,7                        | 0,0  | 27,9                           | 0,6 | 21,3                              | 0,5 |
| Efectivo en circulación y depósitos a la vista (= M1) | 1.880,5             | 24,1                      | 1,3  | -0,4                       | 0,0  | 11,5                           | 0,6 | 11,8                              | 0,6 |
| Otros depósitos a corto plazo (= M2 - M1)             | 2.133,6             | 13,6                      | 0,6  | -3,7                       | -0,2 | 3,9                            | 0,2 | 4,6                               | 0,2 |
| Instrumentos negociables (= M3 - M2)                  | 625,8               | -2,5                      | -0,4 | 4,8                        | 0,8  | 12,5                           | 2,0 | 4,9                               | 0,8 |

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.

interanual alcanzó el 14,9%, frente al 11,7% observado en agosto) y a los valores distintos de acciones a menos de dos años (cuya tasa de variación interanual se hizo positiva, aumentando desde el -10,8%, observado en agosto, al 6% en septiembre). Por el contrario, la tasa de descenso de las cesiones temporales durante el mes de septiembre se hizo más pronunciada (23,1% en tasa interanual, en comparación con el 19,8% del mes de agosto de 1999).

### **El crecimiento del crédito continuó siendo elevado**

En cuanto a las contrapartidas de M3, el crédito total otorgado por las IFM a los residentes en la zona del euro continuó creciendo a un fuerte ritmo en septiembre de 1999, manteniéndose la tasa de crecimiento interanual en el 7,9%, similar a la del mes de agosto. Esta estabilidad en el crecimiento del crédito total obedeció a una evolución algo divergente del crédito en los distintos sectores. A diferencia de lo ocurrido en los meses anteriores, la tasa de crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas aumentó hasta el 1,3%, frente al 0,2% de agosto. Esta recuperación refleja, sobre todo, un mayor crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas en el activo de las IFM, mientras que la tasa de variación interanual de los préstamos de las IFM a las Administraciones Públicas permaneció casi constante (y ligeramente negativa). Por el contrario, la elevada tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado descendió ligeramente, desde el 10,8%, observado en agosto, al 10,5% registrado en septiembre, lo que es atribuible a un crecimiento más moderado de todos sus componentes. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado cayó en 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 9,7% en el mes de septiembre. La tasa de variación interanual de las tenencias de los valores distintos de acciones emitidos por el sector privado en el activo de las IFM descendió hasta el 4,4% en septiembre, desde el 7% registrado en agosto, mientras que la de las acciones y participaciones pasó del 29,2%, observado en agosto, al 27,4% en el mes de septiembre. (Hay que señalar que las tasas de variación de las tenen-

cias de valores de las IFM no se corrigen por las modificaciones experimentadas en el precio de mercado de los valores y, por lo tanto, pueden reflejar tanto las transacciones reales como los efectos de valoración).

Estos datos sugieren que el crecimiento del crédito al sector privado, aunque algo más moderado en septiembre, ha mantenido un fuerte ritmo. La fortaleza continuada de la demanda de crédito por parte del sector privado parece estar relacionada, fundamentalmente, con el bajo nivel que han alcanzado los tipos de interés de las operaciones activas (véase más adelante). Además, puede que se hayan anticipado algunas operaciones de crédito, en concreto, las que tienen un vencimiento a más largo plazo, dadas las expectativas de los prestatarios de que se produzcan subidas adicionales en los tipos de interés de las operaciones bancarias activas. La mejora continuada de la actividad económica y el gran número de fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en 1999 en la zona del euro, junto con el aumento ininterrumpido de los precios inmobiliarios en algunos países de la zona, representan factores adicionales que han contribuido a fortalecer el crecimiento de los préstamos.

La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo del sector de IFM permaneció casi estable en septiembre, situándose en el 5,6%. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo superior a dos años fue del 3%, similar a la mostrada el mes anterior. Los valores distintos de acciones a más de dos años continuaron creciendo en el mes de septiembre a un fuerte ritmo, cercano al 7,5%, mientras que el saldo vivo de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses siguió disminuyendo, aunque a un ritmo algo menor (7,6% en septiembre, frente al 8% de agosto). Estos depósitos han mantenido últimamente una trayectoria descendente, que refleja su escasa remuneración. Por último, la tasa de crecimiento del capital y las reservas pasó al 7,9% en septiembre, desde el 8,6% registrado en agosto.

En septiembre, la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior registró un aumento

## Cuadro 2

### M3 y sus principales contrapartidas

(flujos interanuales; mm de euros)

|                                                     | 1999<br>Mar  | 1999<br>Abr  | 1999<br>May  | 1999<br>Jun  | 1999<br>Jul  | 1999<br>Ago  | 1999<br>Sep  |
|-----------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Crédito al sector privado                           | 523,7        | 523,6        | 549,3        | 579,6        | 568,5        | 577,8        | 564,9        |
| Crédito a las AAPP                                  | 38,4         | 16,4         | 33,3         | 0,6          | 3,9          | 4,1          | 26,3         |
| Activos exteriores netos                            | -133,9       | -159,8       | -213,9       | -232,1       | -208,8       | -246,6       | -239,2       |
| Pasivos financieros a más largo plazo <sup>1)</sup> | -155,3       | -185,1       | -179,2       | -183,6       | -189,7       | -187,1       | -185,2       |
| Otras contrapartidas                                | -40,5        | 29,7         | 38,8         | 66,1         | 78,6         | 99,0         | 95,9         |
| <b>M3</b>                                           | <b>232,4</b> | <b>224,8</b> | <b>228,4</b> | <b>230,6</b> | <b>252,4</b> | <b>247,2</b> | <b>262,7</b> |

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.

1) Un signo negativo indica un aumento de los pasivos de las IFM.

intermensual, en términos absolutos y sin desestacionalizar, de 16 mm de euros (tras disminuir 33 mm de euros en agosto de 1999). Esto se debió a un incremento de 10 mm de euros en los activos exteriores y a un descenso de 6 mm de euros en los pasivos exteriores.

El aumento de 263 mm de euros experimentado por M3 en los 12 meses anteriores a septiembre de 1999 se vio acompañado por los siguientes flujos en las contrapartidas del balance consolidado del sector de IFM (véase cuadro 2). La tasa de variación interanual del crédito otorgado al sector privado alcanzó los 565 mm de euros, mientras que el crédito concedido a las Administraciones Públicas se elevó en 26 mm de euros. La significativa diferencia entre los flujos anuales del crédito y del agregado monetario amplio tuvo como consecuencia la reducción de los activos exteriores netos (239 mm de euros) y el crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo (185 mm de euros). En el mes de septiembre, las otras contrapartidas (activos netos) registraron un incremento interanual de 96 mm de euros.

#### Los tipos de interés de las operaciones bancarias a corto plazo se mantuvieron estables, mientras que los de las operaciones a largo plazo aumentaron durante el verano

Como se mencionó anteriormente, la evolución reciente de los agregados monetarios y crediticios debe contemplarse a la luz de la evolución de los

tipos de interés que las entidades de crédito aplican en las operaciones bancarias a su clientela. Estos tipos de interés se publican regularmente en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín mensual del BCE*. También pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Tras los descensos más o menos continuos de los tipos de interés de las operaciones bancarias a todos los plazos observados desde 1995, los niveles de los tipos de interés a corto plazo mostraron una tendencia a estabilizarse durante los meses de verano de 1999, reflejando, aproximadamente, la evolución de los tipos de interés del mercado monetario (véase gráfico 3). Al mismo tiempo, los tipos de interés de las operaciones bancarias a largo plazo comenzaron a aumentar a partir de mayo de 1999, como consecuencia de los incrementos registrados en los tipos de interés a largo plazo de los mercados de capitales durante el mismo período (véase gráfico 4).

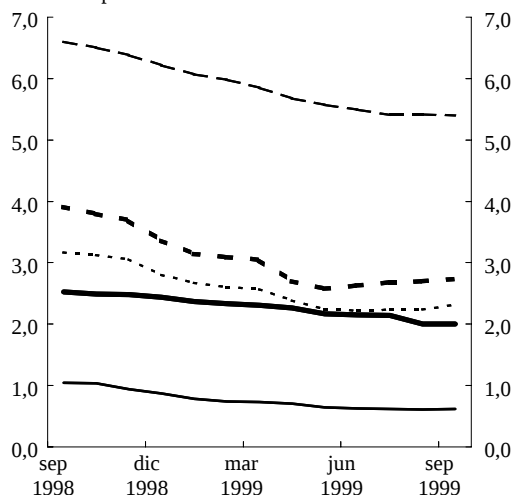
Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo en la zona del euro no registraron, por lo general, cambios en los meses anteriores a septiembre de 1999. El tipo de interés medio de los depósitos a la vista ha permanecido casi constante entre junio y septiembre. Del mismo modo, el tipo medio de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses se ha mantenido relativamente estable en este período, a excepción de una caída observada en agosto, que se debió a una disminución de los tipos de interés regulados de Francia. Los tipos medios de los de-

### Gráfico 3

#### Tipos de interés de las operaciones bancarias a corto plazo

(en porcentaje; medias mensuales)

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



Fuente: BCE, datos agregados de los distintos países.

pósitos a corto plazo con vencimiento inferior o igual a un año o a dos años se mantuvieron, en ambos casos, en torno al 2,3% en el mes de septiembre. Además, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo a empresas permanecieron, en general, estables alrededor del verano, situándose en el 5,4% en septiembre. El tipo de interés medio de los créditos al consumo se ha situado en el 9,3% en septiembre.

En contraposición con los tipos de interés a corto plazo, los tipos de interés de los depósitos y de los préstamos a largo plazo aumentaron durante los meses de verano. El tipo de interés medio de los depósitos a plazo superior a dos años alcanzó el 3,8% en septiembre (frente al 3,3% de mayo). Los tipos de interés medios de los préstamos a hogares destinados a la compra de vivienda pasaron del 4,8% en mayo al 5,5% en septiembre, mientras que los tipos de interés de los préstamos a largo plazo a empresas se situaron, en promedio, en el 5,2% en el mes de septiembre (en comparación con el 4,7% de mayo).

### Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en octubre

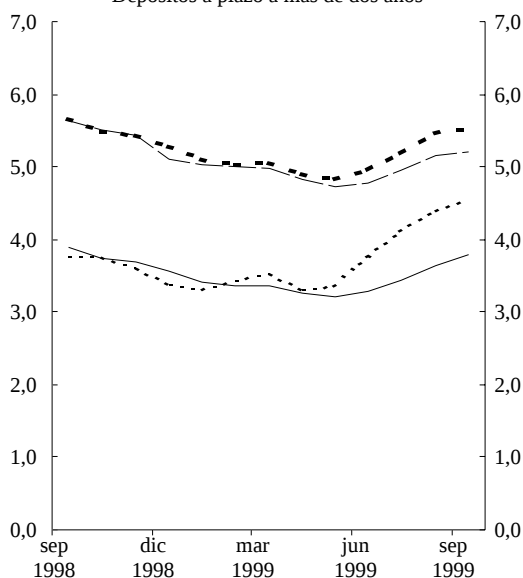
Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron durante el mes de octubre. El tipo de interés a un día, medido por el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día), mostró una cierta volatilidad, reflejando, principalmente, la incertidumbre del mercado respecto de la evolución de los tipos de interés a corto plazo. Durante la mayor parte del mes de octubre y a principios de noviembre, el EONIA fluctuó entre el 2,5% y el 3% (véase gráfico 1). Únicamente en los últimos días del período de mantenimiento de reservas que concluyó el 23 de octubre de 1999, el EONIA descendió por debajo del 2%, ya que los participantes en el mercado esperaban que la liquidez disponible fuera superior al volumen necesario para cumplir las exigencias de reservas, lo que llevó a un recurso neto a la facilidad de depósito para el sistema bancario en su conjunto (véase recuadro 1).

### Gráfico 4

#### Tipos de interés de operaciones bancarias a largo plazo

(en porcentaje; medias mensuales)

- Rendimiento de la deuda pública a cinco años
- Préstamos a hogares para compra de vivienda
- Préstamos a empresas a más de un año
- Depósitos a plazo a más de dos años



Fuente: BCE, datos agregados de los distintos países.

## Recuadro I

### Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el noveno período de mantenimiento

#### Adjudicaciones de las operaciones de política monetaria

Durante el noveno período de mantenimiento de reservas, que abarcaba del 24 de septiembre al 23 de octubre de 1999, el Eurosistema llevó a cabo cuatro operaciones principales de financiación y una de financiación a más largo plazo. Todas las operaciones principales de financiación se realizaron a un tipo fijo del 2,5%. El volumen adjudicado fluctuó entre 50,1 y 90,1 mm de euros. La cuantía media de solicitudes presentadas a las operaciones principales de financiación aumentó hasta 1.244,9 mm de euros, desde los 1.193,7 mm correspondientes al período de mantenimiento anterior.

El porcentaje de adjudicaciones de las operaciones principales de financiación fluctuó entre 3,9% y 6,8%, en comparación con el intervalo de entre el 4,3% y el 13,9% correspondiente al octavo período de mantenimiento. El aumento de las solicitudes y la correspondiente disminución del porcentaje de adjudicación se debieron, en parte, al alto nivel alcanzado por el tipo de interés EONIA durante la mayor parte del período de mantenimiento. Sin embargo, el tipo EONIA disminuyó considerablemente hacia finales del período, a causa de la abundancia de liquidez disponible en el mercado.

El 29 de septiembre el Eurosistema llevó a cabo una operación de financiación a más largo plazo mediante una subasta a tipo variable en la que el volumen de liquidez a adjudicar anunciado con antelación ascendió, como en ocasiones anteriores, a 15 mm de euros. El número total de entidades de contrapartida que participaron en esta operación fue de 198 y el volumen total de solicitudes fue de 41,4 mm de euros. El tipo marginal fue del 2,66%.

#### Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de septiembre y el 23 de octubre de 1999

|                                                                                               | Inyección de<br>liquidez | Drenaje de<br>liquidez | Contribuciones<br>netas |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|------------------------|-------------------------|
| <b>(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema</b>                                  | <b>188,3</b>             | <b>0,6</b>             | <b>+ 187,7</b>          |
| Operaciones principales de financiación                                                       | 143,0                    | -                      | + 143,0                 |
| Operaciones de financiación a más largo plazo                                                 | 45,0                     | -                      | + 45,0                  |
| Facilidades permanentes                                                                       | 0,3                      | 0,6                    | - 0,3                   |
| Otras operaciones                                                                             | 0,0                      | 0,0                    | 0,0                     |
| <b>(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario</b>                      | <b>349,6</b>             | <b>433,8</b>           | <b>- 84,2</b>           |
| Billetes en circulación                                                                       | -                        | 342,5                  | - 342,5                 |
| Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema                                  | -                        | 45,4                   | -45,4                   |
| Activos exteriores netos (incluido el oro)                                                    | 349,6                    | -                      | + 349,6                 |
| Otros factores (netos)                                                                        | -                        | 45,9                   | - 45,9                  |
| <b>(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)</b> |                          |                        | <b>103,5</b>            |
| <b>(d) Reservas mínimas exigidas</b>                                                          |                          |                        | <b>102,8</b>            |

Fuente: BCE.

Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

#### Utilización de las facilidades permanentes

Si se compara con el período de mantenimiento de reservas anterior, la utilización media de la facilidad marginal de crédito aumentó desde 0,2 mm hasta 0,3 mm de euros, mientras que la utilización media de la facilidad de depósito disminuyó desde 0,7 mm hasta 0,6 mm de euros. Alrededor de dos tercios de la utilización de la facilidad de depósito se explica por el recurso a la misma durante los dos últimos días del período de mantenimiento de reservas, que ascendió a un total de 11,3 mm de euros.

### Factores de liquidez que no están relacionados con la política monetaria

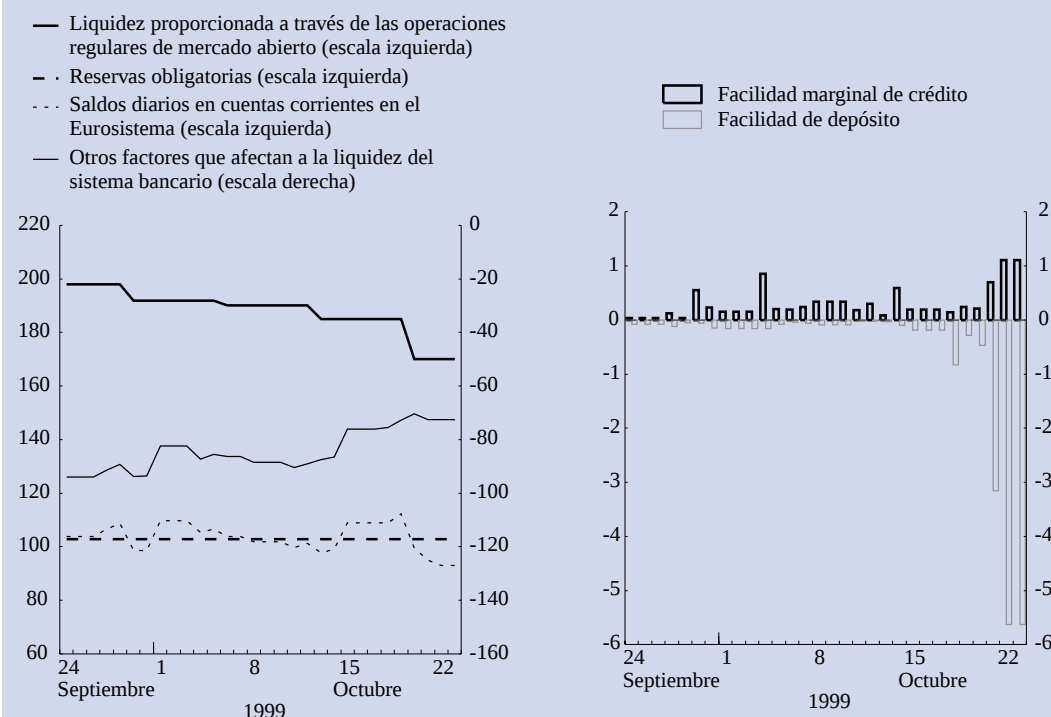
El efecto neto de drenaje de liquidez de los factores autónomos (es decir, de los que no están relacionados con la política monetaria) sobre la liquidez del sistema bancario (rúbrica (b) del cuadro anterior) fue, en promedio, de 84,2 mm de euros, es decir, 7,4 mm de euros menos que durante el anterior período de mantenimiento. Esto se debió, principalmente, a la disminución de los depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema, que fueron 6 mm de euros menores que en el anterior período de mantenimiento de reservas. La suma de los factores autónomos fluctuó entre 70,4 y 94 mm de euros, lo que supone una volatilidad mayor que la del período anterior.

### Saldos de las entidades de contrapartida en cuentas corrientes

En el noveno período de mantenimiento de reservas, el saldo medio de las cuentas corrientes fue de 103,5 mm de euros y las reservas mínimas obligatorias ascendieron a 102,8 mm de euros. La diferencia entre el saldo medio de las cuentas corrientes y las reservas mínimas obligatorias se mantuvo al mismo nivel que en el anterior período de mantenimiento de reservas (es decir, en 0,7 mm de euros). De esta cantidad, aproximadamente 0,2 mm de euros correspondieron a saldos en cuenta corriente que no contribuyen al cumplimiento de las reservas mínimas, y 0,5 mm de euros reflejaron el exceso de reservas existente. También estas cifras fueron similares a las registradas en el período de mantenimiento anterior.

### Factores determinantes de la liquidez del sistema bancario durante el noveno período de mantenimiento

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

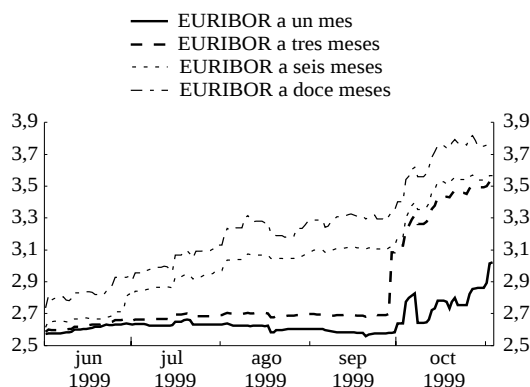
El tipo de interés EURIBOR a tres meses experimentó también un notable incremento, de unos 45 puntos básicos, en octubre y a principios de noviembre, a medida que se fortalecían las ex-

pectativas del mercado sobre un aumento de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro (véase gráfico 5). El 3 de noviembre, el EURIBOR a tres meses se situó en el 3,53%, unos 85 puntos básicos por encima del nivel

## Gráfico 5

### Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

registrado a mediados de septiembre. Tal como se señalaba en el *Boletín mensual del BCE* de octubre de 1999, el nivel del tipo de interés a tres meses está distorsionado por el hecho de que los participantes en el mercado exigen el pago de una prima por la disponibilidad de fondos en el cambio de milenio. Esta prima afecta, en medida variable, a todos los tipos de interés de los contratos que abarcan el final de este año. A este respecto, la prima es mucho más elevada para los contratos sin garantía que para los préstamos con garantía. El tipo EURIBOR a un mes, que no se ha visto afectado (todavía) por la transición al nuevo milenio, registró también un fuerte aumento, de unos 45 puntos básicos, en octubre, alcanzando el 3,02% el 3 de noviembre.

Los tipos de interés de la operación regular de financiación a más largo plazo del Eurosistema, que se liquidó el 28 de octubre de 1999 (realizada, como es habitual, mediante el procedimiento de subasta a tipo variable y con vencimiento a tres meses), fueron más dispersos que en el pasado, reflejando el hecho de que los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario con vencimientos similares se han ampliado también en el período previo al cambio de milenio. El tipo marginal y el tipo medio ponderado de adjudicación fueron del 3,19% y del 3,42%, respectivamente. El tipo de interés ponderado se situó casi 10 puntos básicos por debajo

del EURIBOR a tres meses registrado en el día de la liquidación y alrededor de 40 puntos básicos por encima del tipo a tres meses de operaciones dobles prevaleciente en el mercado monetario. La cantidad total adjudicada aumentó de 15 mm de euros (que fue el volumen adjudicado en todas las operaciones anteriores realizadas en 1999) a 25 mm de euros. El Eurosistema había anunciado esta decisión el 21 de octubre como medio para contribuir a facilitar la transición al año 2000.

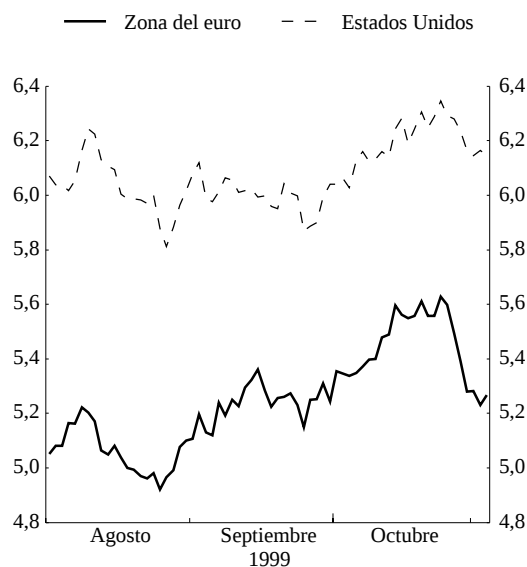
Los tipos EURIBOR a tres meses implícitos en los contratos de futuros con vencimiento a finales de este año y en el año 2000 se incrementaron considerablemente en octubre. El 3 de noviembre, los tipos de interés implícitos en los contratos con entrega en diciembre de 1999 y en marzo y junio del 2000 se situaron en el 3,56%, el 3,61% y el 3,88%, respectivamente. Comparado con finales de septiembre, el aumento de estos tipos de futuros fue del orden de 20-30 puntos básicos. Reflejando esta evolución, los tipos EURIBOR a seis meses y a doce meses registraron un incremento de alrededor de 40 puntos básicos desde finales de septiembre, hasta situarse en el 3,57% y el 3,77%, respectivamente, el 3 de noviembre.

### El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mostró volátil en octubre

Los tipos de interés a largo plazo mostraron una elevada volatilidad en octubre. La tendencia al alza del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro, que se venía observando desde principios de mayo de 1999, se mantuvo durante las primeras semanas de octubre, pero se invirtió a finales del mes, tras la publicación de los datos de crecimiento monetario en el área. Respecto a finales de septiembre, el nivel medio del rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro apenas registró cambios, para situarse alrededor del 5,3% el 3 de noviembre (véase gráfico 6). Además de la influencia de los movimientos en el rendimiento de los mercados de deuda internacionales, parece que, al igual que en

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

(en porcentaje; 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.*

los meses anteriores, los cambios en las expectativas respecto a la evolución económica de la zona del euro desempeñaron un papel importante a la hora de explicar la evolución del rendimiento de la deuda pública de dicha zona durante la mayor parte del mes de octubre.

Por lo que se refiere a las implicaciones de la evolución de los mercados de deuda pública internacionales para los mercados de deuda pública de la zona del euro, el rendimiento de los bonos a largo plazo estadounidenses volvió a experimentar presiones alcistas durante las primeras semanas de octubre, antes de descender nuevamente a finales del mes. Varios factores parecen haber contribuido a esta evolución. Entre los que ejercieron presiones alcistas sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo de Estados Unidos en la primera parte del mes, cabe apuntar los indicios de persistente fortaleza de la economía, combinados con señales de crecientes presiones inflacionistas, así como la decisión adoptada el 5 de octubre por el Comité de Operaciones

de Mercado Abierto de la Reserva Federal de considerar la posibilidad de un endurecimiento de la política monetaria en el futuro. Sin embargo, a finales de octubre, la publicación de datos que mostraban aumentos de los costes laborales y del deflactor del PIB en el tercer trimestre de 1999 inferiores a los previstos provocó un descenso del rendimiento de los bonos estadounidenses. Por otro lado, la publicación de nuevos datos indicando que el crecimiento económico en los años noventa había sido revisado al alza, mientras que el deflactor de los precios lo había sido a la baja, contribuyó a la caída del rendimiento de la deuda pública. En conjunto, entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años registró un aumento de aproximadamente 10 puntos básicos, hasta situarse ligeramente por encima del 6,1%.

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó escasos cambios respecto a finales de septiembre, situándose en torno al 1,75% el 3 de noviembre. La nueva información respaldaba las expectativas de una recuperación gradual de la economía japonesa. Además, parece haberse producido una inversión de las importantes entradas de capital en Japón observadas en septiembre, que parece haber puesto fin a las presiones bajistas sobre el rendimiento de los bonos japoneses registradas en ese mes.

Esta evolución del rendimiento de la deuda pública internacional puede haber influido en los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro en octubre. Sin embargo, tal como se indicaba anteriormente, los factores internos parecen haber desempeñado también un papel importante a la hora de explicar la evolución del rendimiento de la deuda pública de dicha zona. Las nuevas revisiones al alza de las expectativas de los participantes en los mercados financieros respecto al crecimiento de la actividad económica en la zona del euro, sustentadas por la publicación de datos favorables, parecen haber contribuido a generar presiones alcistas sobre el rendimiento de la deuda pública, en particular durante la primera parte de octubre. No obstante, hacia fina-

les de ese mes, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó un descenso relativamente acusado, ya que la incertidumbre de los mercados respecto de la evolución de los tipos de interés en el corto plazo disminuyó a raíz de la publicación de los datos de septiembre que mostraban un crecimiento de M3 en la zona del euro más elevado de lo previsto. Por otro lado, el contagio del mercado de bonos estadounidenses puede haber contribuido a ejercer presiones bajas sobre el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro a finales del mes. En conjunto, las influencias opuestas de los factores mencionados anteriormente no produjeron más que una pequeña variación del rendimiento medio de la deuda pública a diez años de la zona del euro entre finales de septiembre y el 3 de noviembre.

El diferencial entre el rendimiento de los bonos a diez años estadounidenses y los rendimientos de activos similares de la zona del euro mostró una cierta volatilidad en octubre. Respecto a finales de septiembre y hasta la publicación de los datos de crecimiento de M3 en la zona del euro, ese diferencial se estrechó en aproximadamente 10 puntos básicos. El 3 de noviembre el diferencial se había ampliado de nuevo alrededor de 20 puntos básicos, situándose en torno a los 90 puntos básicos, es decir, unos 70 puntos básicos por debajo del máximo alcanzado a mediados de junio de 1999.

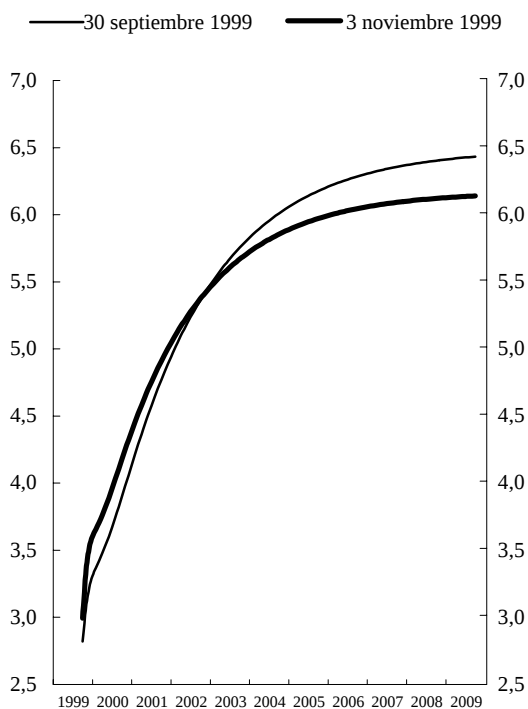
La curva de tipos *forward* a un día implícitos en la zona del euro registró un aumento de los tipos *forward* en el medio y largo plazo entre finales de septiembre y el 3 de noviembre (véase gráfico 7). Mientras que la evolución de la curva de tipos *forward* en el muy corto plazo se vio principalmente afectada por factores asociados con el cambio de milenio, el incremento de los tipos *forward* a medio plazo reflejó, en parte, las expectativas del mercado acerca de un aumento de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro. Por el contrario, los tipos *forward* implícitos para plazos más largos descendieron respecto a los registrados a finales de septiembre.

En el mercado francés de bonos indicados con la inflación, el rendimiento real a diez años de estos bonos aumentó unos 5 puntos básicos entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, situándose en torno al 3,5%. En contraste con

## Gráfico 7

### 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.

este incremento y pese a mostrar, en ocasiones, cierta volatilidad, la tasa de inflación «equivalente», derivada de la diferencia entre el rendimiento nominal y el rendimiento real de los bonos, se mantuvo, en general, estable durante los últimos meses. La tasa equivalente puede considerarse un indicio del promedio de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado a lo largo de la vida de los mencionados bonos. Sin embargo, tal como se señalaba en ediciones anteriores del *Boletín mensual del BCE*, por diversas razones la evolución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación debe interpretarse con cautela.

En el presente *Boletín mensual*, el BCE publica, por primera vez, datos estadísticos relativos a la emisión de valores de renta fija en la zona del euro. El recuadro 2 realiza una presentación de esta información.

## Las cotizaciones bursátiles volvieron a aumentar en octubre

En un entorno relativamente volátil, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro aumentaron en octubre. Entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio registró un incremento próximo al 6% (véase gráfico 8). Con ello, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se situaron cerca del 13% por encima del nivel de finales de 1998 y un 52% por encima del mínimo observado en octubre de 1998. Esta evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro reflejó tanto la influencia de la volatilidad de los mercados internacionales de renta variable como la de factores específicos de la zona.

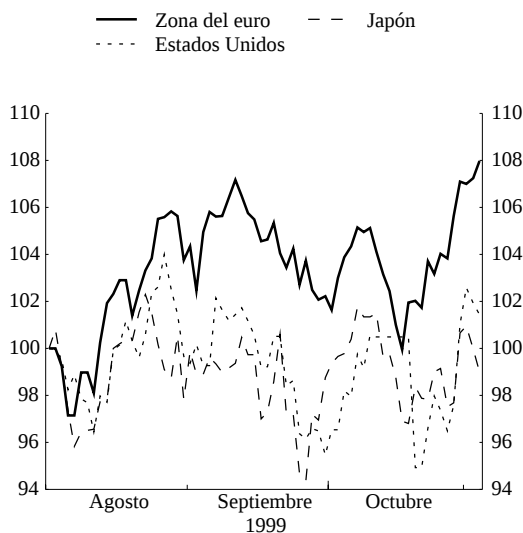
Por lo que se refiere al contexto general de los mercados de renta variable, en octubre las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos mostraron una considerable volatilidad, que parece haber estado asociada con las incertidumbres del mercado acerca de las perspectivas de crecimiento de los beneficios empresariales y de la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos. En conjunto, el índice Standard and Poor's 500 registró un aumento cercano al 6% entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, situando la tasa de crecimiento acumulado de las cotizaciones bursátiles estadounidenses desde finales de 1998 ligeramente por encima del 9%. Hacia finales de octubre, en particular tras la publicación de los datos relativos a los costes laborales y al PIB para el tercer trimestre de 1999, que siguieron indicando que la economía estadounidense está creciendo a un ritmo relativamente intenso, con unas presiones inflacionistas limitadas, las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos experimentaron un fuerte aumento.

En Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, crecieron más del 25% en el período transcurrido entre finales de 1998 y finales de septiembre de 1999, en el contexto de unas expectativas más optimistas respecto a la actividad económica futura. Entre finales de septiembre y el 3 de noviembre de 1999, las cotizaciones bursátiles japonesas aumentaron cerca del 4%, siendo estos incrementos inferiores a los registrados en

## Gráfico 8

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

(1 agosto 1999=100; datos diarios)



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

Estados Unidos y en la zona del euro, pese a la publicación de datos que respaldaban las perspectivas de una recuperación gradual en Japón. Uno de los factores que parecen explicar la relativa atonía de las cotizaciones bursátiles japonesas en octubre podría ser la mencionada inversión de las entradas de capital en Japón observadas en septiembre.

Además del contagio de la volatilidad de las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos, un importante factor a la hora de explicar la evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro en octubre parece haber sido el persistente optimismo de los participantes en el mercado de dicha zona acerca de las perspectivas de la futura actividad económica, a lo que iba unido el crecimiento de los beneficios empresariales en el área. A este respecto, una característica sobresaliente de la evolución sectorial de los mercados de renta variable en el mes de octubre fue la volatilidad relativamente limitada registrada en el sector de bienes cíclicos, que pareció reflejar la confianza del mercado en una recuperación cíclica de la economía de la zona del euro.

## Recuadro 2

### Nuevas estadísticas sobre emisiones de valores

En el presente *Boletín*, el BCE publica por primera vez estadísticas de emisión de valores (véase el cuadro 3.5 de la sección Estadísticas de la zona del euro de este *Boletín*). La información sobre las emisiones de valores es un elemento importante del análisis monetario y financiero. Para los prestatarios, la emisión de valores es una alternativa a la financiación bancaria. Los tenedores de activos financieros pueden considerar los depósitos bancarios, los instrumentos negociables emitidos por los bancos (incluidos en M3 si su vencimiento es de dos años o menos), así como otros valores, como parcialmente sustitutivos. Por consiguiente, las estadísticas de emisión de valores son un complemento de las estadísticas monetarias. Cualquier cambio entre la financiación directa (a través de los mercados de valores) y la financiación indirecta (a través del sistema bancario) puede afectar al mecanismo de transmisión de la política monetaria, ya que dichos cambios modificarán la estructura financiera de la zona del euro. Los datos sobre el saldo vivo de valores son indicativos de la profundidad de los mercados de capitales. Además, la información acerca de emisiones de valores en euros puede utilizarse para analizar el papel del euro en los mercados financieros internacionales.

Los principales agregados que contiene el cuadro 5.3 de la sección de «Estadísticas de la zona del euro» del presente *Boletín* son: (i) valores emitidos por residentes en la zona del euro en cualquier moneda, y (ii) valores emitidos en euros y en las denominaciones nacionales de los Estados miembros que participan en la zona del euro, sea quien sea el emisor (tanto residentes como no residentes). Las definiciones básicas utilizadas en el ámbito de las estadísticas de emisión de valores del BCE se ajustan, en todo lo posible, a los criterios europeos establecidos por el Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95). El Eurosistema y el Banco de Pagos Internacionales (BPI) recopilan los datos de acuerdo con esos criterios, basándose, en gran parte, en fuentes ya existentes. El Eurosistema proporciona con periodicidad mensual los datos de las emisiones de residentes en la zona del euro; por el momento, el BPI proporciona con periodicidad trimestral las estadísticas de los no residentes. En este terreno, el concepto de residencia se interpreta como referente a la localización de la entidad emisora de los valores. Las emisiones realizadas por entidades que son propiedad de extranjeros domiciliadas en la zona del euro se clasifican como emisiones realizadas por residentes en la zona del euro. Las emisiones realizadas por entidades domiciliadas fuera de la zona del euro, pero que son propiedad de residentes en la zona del euro, se consideran emisiones de no residentes en la zona del euro.

Las series comienzan con los saldos existentes a finales de diciembre de 1998 y cubren los valores distintos de acciones y participaciones (valores de renta fija). La emisión se registra cuando el emisor recibe el pago. Los datos se refieren, por tanto, a emisiones realizadas y no a emisiones anunciadas. Además, la moneda de emisión se refiere a la moneda en que se denominan los valores. Antes de enero de 1999, las emisiones en euros se refieren a partidas expresadas en las monedas nacionales de los once Estados miembros participantes en la Unión Monetaria o en ECU, y a partir de esa fecha, al euro y a cualesquiera otras emisiones expresadas en las denominaciones nacionales del euro. Los instrumentos que se consideran son normalmente negociables en los mercados secundarios, y no confieren al tenedor derecho de propiedad alguno sobre la entidad emisora. Se incluyen también los instrumentos del mercado monetario y las colocaciones privadas, aunque estas son con frecuencia de difícil detección. No están considerados los derivados financieros, participaciones en fondos de inversión, acciones no cotizadas y otros valores.

Son aplicables las siguientes definiciones. Primero, los valores a corto plazo tienen generalmente un plazo de un año o menos, aun cuando se emitan bajo facilidades de más largo plazo. Todas las demás emisiones, incluyendo las que incorporan opciones o fechas no definidas de vencimiento, se clasifican como de largo plazo. Además, las emisiones (brutas) cubren todas las emisiones colocadas, las amortizaciones comprenden todas las recompras del emisor, tanto al vencimiento como las realizadas anticipadamente y las emisiones netas son emisiones menos amortizaciones durante el período. Además, el saldo vivo indica el volumen existente de valores al final del período. Por último, la valoración de los títulos considerados se hace, en principio, a valores nominales. En la práctica, existen ciertas diferencias nacionales, especialmente en cuanto a la valoración de los bonos emitidos a descuento con interés explícito (*deep-discounted securities*); no obstante, su efecto sobre los agregados de la zona del euro es limitado.

En cuanto a los datos efectivos, en julio de 1999 el saldo vivo de valores de renta fija emitidos por los residentes en la zona del euro en diversas monedas era de 5.602,2 mm de euros, de los cuales 545,8 mm (alrededor del 10% del total) eran valores a corto plazo y 5.056,4 mm (alrededor del 90% del total) eran valores a largo plazo. El porcentaje de valores de renta fija emitidos en euros respecto del total de valores de renta fija emitidos por los residentes en la zona del euro era, en julio, del 97%. El volumen total neto de valores de renta fija emitidos por los residentes en la zona del euro de enero a julio de 1999, en euros y otras monedas, ascendió a 423,2 mm de euros (véase el cuadro siguiente), de los cuales el 94% eran valores a largo plazo y el 97% estaban denominados en euros. Estos datos indican que durante los primeros siete meses de 1999, la tendencia general entre los residentes en la zona del euro parece haber sido realizar, en términos netos, una proporción de emisiones en forma de valores a largo plazo mayor que antes de 1999, mientras que la proporción de valores emitidos en euros permanecía aproximadamente estable.

El volumen total existente de valores de renta fija denominados en euros emitidos en todo el mundo era de 5.901,1 mm de euros a finales de junio de 1999, el 91% del cual correspondía a emisiones de residentes en la zona del euro y el 9% a emisiones de no residentes. Una gran parte (el 90%) de este volumen existente de valores de renta fija tenía un vencimiento de más de un año. La emisión total de valores denominados en euros durante los primeros seis meses de 1999 fue de 436,2 mm de euros, de los que el 94% eran valores con vencimiento a más de un año, y también el 94% eran emisiones realizadas por residentes en la zona del euro. Estos datos indican que, a mediados de 1999, la participación de los residentes en la zona del euro en la emisión total de valores de renta fija denominados en euros era ligeramente mayor que antes de 1999.

### Valores emitidos por residentes en la zona del euro

(mm de euros)

|                                                 | Emisiones netas en 1999 |       |       |                    | Saldo vivo a fin de julio de 1999 |
|-------------------------------------------------|-------------------------|-------|-------|--------------------|-----------------------------------|
|                                                 | I                       | II    | julio | ene-jul            |                                   |
| Total                                           | 211,0                   | 151,1 | 61,1  | 423,2              | 5.602,2                           |
| - de los cuales, denominados en euros           | 204,5                   | 145,0 | 60,7  | 410,2              | 5.410,2                           |
| A largo plazo                                   | 188,3                   | 149,3 | 59,0  | 396,6              | 5.056,4                           |
| - de los cuales, denominados en euros           | 185,9                   | 146,5 | 58,9  | 391,3              | 4.881,9                           |
| A corto plazo                                   | 22,7                    | 1,9   | 2,2   | 26,8               | 545,8                             |
| - de los cuales, denominados en euros           | 18,5                    | -1,6  | 1,9   | 18,8               | 528,3                             |
| Pro-memoria:                                    |                         |       |       |                    |                                   |
| Emisiones de no residentes denominadas en euros | 47,1                    | 39,7  | .     | 86,8 <sup>1)</sup> | 528,0 <sup>2)</sup>               |

Fuente: BCE.

1) Enero a junio de 1999.

2) Finales de junio de 1999.

## 2 Evolución de los precios

**La tasa de variación del IAPC se mantiene sin cambios a pesar de los nuevos aumentos de los precios de la energía**

En septiembre de 1999, la tasa de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se mantuvo sin cambios en un 1,2% con respecto al nivel registrado en agosto (véanse cuadro 3 y gráfico 9). Al igual que en meses anteriores, la evolución del IAPC en septiembre reflejó la continua presión alcista resultante del aumento de los precios de la energía. No obstante, esta presión se vio contrarrestada por una desaceleración de la tasa de variación de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos.

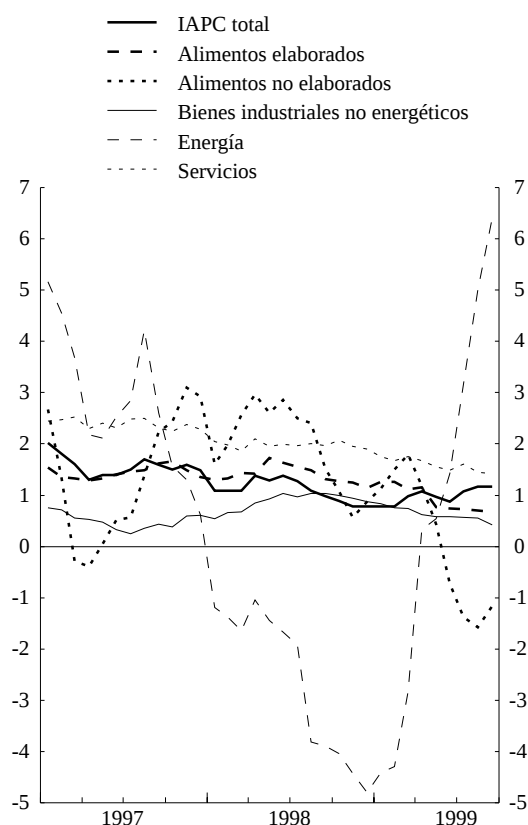
Los datos más recientes indican que se mantiene la presión alcista sobre el IAPC general de los precios energéticos, cuya tasa interanual de variación se ha situado en el 6,4% (frente a los aumentos de 5% y 3,2% registrados en agosto y julio, respectivamente). La evolución de los precios energéticos sigue reflejando la subida del precio del petróleo en los mercados mundiales hasta septiembre de 1999. Sin embargo, como consecuencia de una moderada apreciación del euro frente al dólar estadounidense y de una cierta tendencia a la baja del precio en dólares, los precios del petróleo bajaron en promedio a 20,8 euros por barril en octubre, en comparación con los 21,8 euros por barril alcanzados en septiembre. No obstante, se espera que los precios de la energía continúen teniendo un efecto alcista sobre el IAPC en los próximos meses.

En los últimos meses, la evolución de los precios de los alimentos no elaborados ha contrarrestado, en parte, la subida de los precios energéticos antes mencionada. No obstante, este efecto fue algo menos pronunciado en septiembre, ya que el descenso interanual de los precios de los alimentos no elaborados fue de 1,2%, frente a la caída del 1,6% registrada en agosto, de lo que se deduce que algunos de los efectos estacionales y otros efectos transitorios que han venido presio-

**Gráfico 9**

**IAPC en la zona del euro: desagregación por componentes**

(tasas interanuales de variación; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

nando a la baja sobre este componente pueden haber comenzado a remitir. A diferencia del comportamiento relativamente variable de los precios de los alimentos no elaborados, los precios de los alimentos elaborados se han mantenido más estables, registrando en septiembre una tasa interanual de variación del 0,7%, es decir, la misma tasa observada en los tres meses anteriores.

En el caso del IAPC, excluidos los alimentos estacionales y la energía, la tasa interanual de variación se redujo del 0,9% en agosto al 0,7% en septiembre. Este descenso tuvo básicamente su origen en la desaceleración de la tasa de variación de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos. En el caso de estos últimos, dicha tasa

### Cuadro 3

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

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

|                                                                         | 1996 | 1997 | 1998  | 1998  | 1999  | 1999 | 1999 | 1999 | 1999 | 1999 | 1999 | 1999 | 1999 |
|-------------------------------------------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                                                         |      |      |       | IV    | I     | II   | III  | May  | Jun  | Jul  | Ago  | Sep  | Oct  |
| <b>Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes</b> |      |      |       |       |       |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Índice general                                                          | 2,2  | 1,6  | 1,1   | 0,8   | 0,8   | 1,0  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 1,1  | 1,2  | 1,2  | .    |
| Del cual:                                                               |      |      |       |       |       |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Bienes                                                                  | 1,8  | 1,1  | 0,6   | 0,2   | 0,3   | 0,6  | 0,9  | 0,6  | 0,5  | 0,7  | 0,9  | 1,1  | .    |
| Alimentos                                                               | 1,9  | 1,4  | 1,6   | 1,1   | 1,3   | 0,6  | -0,1 | 0,6  | 0,1  | -0,1 | -0,2 | -0,1 | .    |
| Alimentos elaborados                                                    | 2,0  | 1,4  | 1,4   | 1,2   | 1,2   | 0,9  | 0,7  | 0,8  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | .    |
| Alimentos no elaborados                                                 | 1,7  | 1,4  | 2,0   | 0,8   | 1,5   | 0,3  | -1,4 | 0,4  | -0,7 | -1,4 | -1,6 | -1,2 | .    |
| Bienes industriales                                                     | 1,8  | 1,0  | 0,1   | -0,2  | -0,2  | 0,6  | 1,5  | 0,6  | 0,8  | 1,1  | 1,5  | 1,7  | .    |
| Bienes indust. no energéticos                                           | 1,5  | 0,5  | 0,9   | 0,9   | 0,8   | 0,6  | 0,5  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 0,4  | .    |
| Energía                                                                 | 3,0  | 2,8  | -2,6  | -4,4  | -3,8  | 0,8  | 4,9  | 0,5  | 1,4  | 3,2  | 5,0  | 6,4  | .    |
| Servicios                                                               | 2,9  | 2,4  | 2,0   | 2,0   | 1,7   | 1,6  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 1,6  | 1,5  | 1,4  | .    |
| <b>Otros indicadores de precios y costes</b>                            |      |      |       |       |       |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Precios industriales <sup>1)</sup>                                      | 0,4  | 1,1  | -0,8  | -2,3  | -2,6  | -1,3 | .    | -1,4 | -1,0 | -0,1 | 0,6  | .    | .    |
| Costes laborales industriales <sup>2)</sup>                             | 2,0  | 0,7  | .     | .     | .     | .    | .    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| Productividad del trabajo <sup>2)</sup>                                 | 1,1  | 1,7  | .     | .     | .     | .    | .    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| Remuneración por asalariado <sup>2)</sup>                               | 3,3  | 2,5  | .     | .     | .     | .    | .    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| Costes laborales por hora <sup>3)</sup>                                 | 2,8  | 2,6  | 1,7   | 1,8   | 2,3   | 2,2  | .    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| Precios del petróleo (EUR/barril) <sup>4)</sup>                         | 15,9 | 17,1 | 12,0  | 10,1  | 10,3  | 15,0 | 19,7 | 14,9 | 15,6 | 18,1 | 19,2 | 21,8 | 20,8 |
| Precios materias primas <sup>5)</sup>                                   | -6,9 | 12,9 | -12,5 | -20,5 | -16,0 | -8,2 | 1,1  | -7,8 | -4,2 | -2,3 | -0,5 | 6,6  | 10,7 |

Fuentes: Eurostat, datos nacionales, 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.

disminuyó al 0,4%, frente al 0,6% registrado en los cinco meses anteriores. No parece que haya habido una repercusión significativa de los incrementos observados recientemente en los precios industriales, que aumentaron en agosto, en términos interanuales, el 0,6%, el primer incremento interanual desde abril de 1998. No obstante, el descenso registrado en septiembre tuvo su origen en una amplia gama de categorías de productos y no es imputable a un factor en concreto. Por lo que respecta a los precios de los servicios, la tasa interanual de variación también disminuyó en septiembre, hasta el 1,4%, mientras que en agosto era un 1,5%. La desaceleración de la inflación de los precios de los servicios parece indicar que la liberalización de los mercados y el aumento de la competencia siguen frenando la tasa de variación de los precios en algunos sectores (como el de telecomunicaciones y, más recientemente, el sector eléctrico).

#### El crecimiento de los salarios se mantuvo alrededor del 2%

Eurostat ha publicado recientemente nuevos datos sobre los costes laborales en la zona del euro, según los cuales, la tasa interanual de variación de los costes laborales totales por hora fue del 2,2% en el segundo trimestre de 1999, lo que representa un descenso de 0,1 puntos porcentuales con respecto al incremento registrado en el primer trimestre (véase el cuadro 3). En comparación con un incremento medio de solo un 1,7% en 1998, la evolución observada en los dos primeros trimestres de 1999 representa un aumento de la tasa de crecimiento de los salarios, si bien todo ello responde a un factor de orden técnico (una reforma tributaria en Italia) que afectó a la tasa de variación en 1998. En general, y si se excluye este efecto especial, el crecimiento subyacente de los salarios en la zona del euro se mantuvo, en general, sin cambios en torno al 2% durante el primer semestre de 1999.

### 3 Producto, demanda y mercado de trabajo

Los datos de la contabilidad nacional para el conjunto de la zona del euro comprenden hasta el segundo trimestre de 1999. Previamente a la fecha de cierre de este *Boletín*, Eurostat elaboró otra estimación para el crecimiento real del PIB en el segundo trimestre de 1999, que, en comparación con la estimación inicial, suponía una revisión al alza de 0,2 puntos porcentuales. En términos de la tasa intertrimestral, el crecimiento del PIB fue del 0,5% en el segundo trimestre de 1999, tras un aumento del 0,4% en el primer trimestre, reflejando, por lo tanto, con mayor claridad una mejora durante la primera mitad del año (véase cuadro 4). Por su parte, la tasa de crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre de 1999 fue del 1,6%, la misma que la registrada en el trimestre anterior.

La tasa ligeramente más alta de crecimiento intertrimestral del PIB real durante el segundo trimestre de 1999 refleja un aumento de la contribución de las exportaciones netas de 0,1 puntos porcentuales, tras una aportación de -0,2 puntos porcentuales registrada en el primer trimestre. La mejora de las exportaciones netas desde el último trimestre de

1998 puede atribuirse, en gran parte, a un entorno exterior más favorable. El crecimiento de las exportaciones e importaciones totales (incluyendo el comercio dentro de la zona del euro) aumentó en el segundo trimestre de 1999 un 1,5% y un 1,3%, respectivamente, respecto del trimestre anterior. Concretamente, el crecimiento de las exportaciones se ha acelerado intensamente desde finales del pasado año, en línea con el fortalecimiento del crecimiento de la demanda exterior y con el mayor ritmo de expansión de la actividad dentro de la zona del euro. La demanda interna creció, en el segundo trimestre del año, 0,4% en tasa intertrimestral, lo que supone un ritmo ligeramente menor que en el primer trimestre, en el que creció un 0,6%. Esta ralentización fue evidente en el consumo privado y en el consumo público y, especialmente intensa, en la formación bruta de capital fijo. No obstante, la mayor contribución al crecimiento de la variación de las existencias en el segundo trimestre del año, que pasó de tener una aportación de -0,4 puntos porcentuales en el primer trimestre hasta 0,1 puntos porcentuales en el segundo, compensó parcialmente el menor

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

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

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

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

3) Aportación al 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.

dinamismo del resto de componentes de la demanda nacional.

La información que se desprende de una serie de indicadores relativos al tercer trimestre sugiere que la ralentización del crecimiento de la demanda interna ha sido solo transitoria, pues señala un nuevo repunte del crecimiento del PIB real en dicho trimestre. Para el conjunto del año, se espera que el crecimiento del PIB se aproxime a un 2%. Existen varios factores que deben tenerse en cuenta a la hora de valorar la evolución del crecimiento del PIB en los próximos trimestres. Además del paso al Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95), que puede generar incertidumbres adicionales en cuanto a las tasas de crecimiento efectivas, podrían producirse también ciertos efectos transitorios como consecuencia de la transición al año 2000 (sobre las existencias, por ejemplo), aunque no se espera que este último efecto tenga un impacto significativo sobre la actividad global.

### Continúa la mejora de la actividad y la confianza industriales

Los datos que proporciona Eurostat sobre la producción industrial del conjunto de la zona del euro están disponibles hasta agosto de 1999, e incorporan una clara revisión al alza en las tasas de crecimiento de los últimos meses. Medida sobre la base de medias móviles de tres meses, como muestra el cuadro 5, la producción indus-

trial, excluida la construcción, aumentó en el período que abarca de junio a agosto de 1999 un 0,9%, con respecto del trimestre precedente (es decir, de marzo a mayo de 1999). Esta imagen de mejoría de la actividad industrial se refleja claramente en la evolución del sector manufacturero, cuya producción aumentó, en términos de media móvil de tres meses, un 1,2% en agosto, en comparación con el 1% registrado en el período mayo-julio, y con el 0,4% correspondiente al segundo trimestre. Desde el mínimo experimentado por la actividad manufacturera en el último trimestre de 1998, el aumento acumulativo de la producción se ha acercado al 2%, y el nivel de la producción está superando ya el nivel máximo anterior alcanzado a mediados de 1998 (lo que muestra, también, la naturaleza superficial de la desaceleración, en comparación con otros períodos de debilidad de la actividad durante los años noventa). El ritmo de la recuperación parece ser similar al observado en otras fases de recuperación.

El análisis de la producción manufacturera según el destino económico de los bienes muestra que la recuperación de la actividad industrial se debe, en su mayor parte, a la evolución de las industrias productoras de bienes intermedios y bienes de consumo, que registraron un nuevo repunte en su crecimiento. Al mismo tiempo, existen diferencias significativas entre las tasas de crecimiento de estos sectores. Mientras que las tasas de crecimiento de tres meses de la

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

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.

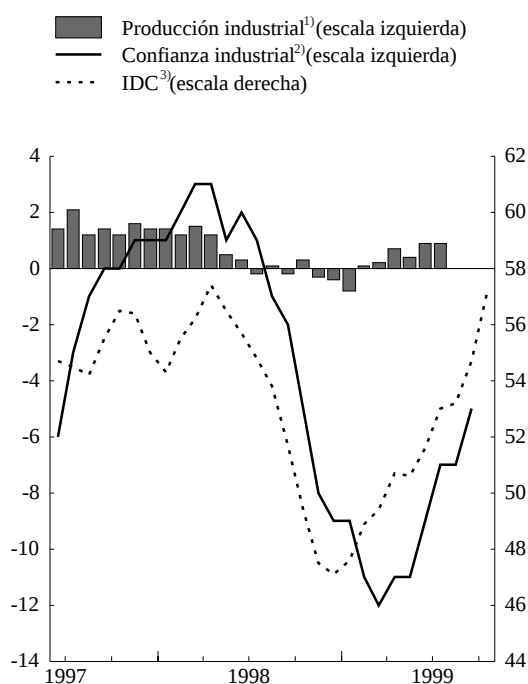
producción de bienes intermedios y de bienes de consumo no duradero se encuentran todavía por debajo del 1%, la tasa de variación de la producción de bienes de consumo duradero ha sido considerablemente mayor, acercándose al 3,5% en el último período de tres meses, respecto a la de los tres meses anteriores. El alto crecimiento de la producción de los bienes de consumo duradero puede estar relacionado con una variedad de factores, como son la mejoría de las perspectivas de la situación económica y las favorables condiciones crediticias, a los que, en algunos países, se une un auge en el mercado de la vivienda. La evolución de la industria de bienes de capital ha sido más moderada que la del resto de industrias y no ha mostrado todavía evidencia de recuperación. En el último período de tres meses, el crecimiento de esta industria siguió siendo ligeramente negativo. La comparación de la evolución de esta industria con la del conjunto de la industria manufacturera indicaría que no es inusual que la producción de bienes de capital presente retardos respecto de la evolución de la producción manufacturera total.

Los resultados de las Encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea muestran una recuperación adicional de la confianza industrial, que apunta a una mejora continuada de la situación económica del sector industrial desde principios de año (véase gráfico 10). La confianza industrial ha venido creciendo por encima de su

## Gráfico 10

### 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.

## 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  | Abr  | May  | Jun  | Jul  | Ago  | Sep  |
| Índice de clima económico <sup>1)</sup>              | -2,7 | 2,4  | 3,1  | -0,7 | 0,5  | -0,4 | 0,1  | 0,0  | -0,3 | 0,0  | 0,5  | -0,5 | 0,2  |
| Indicador confianza del consumidor <sup>2)</sup>     | -9   | -4   | 6    | 9    | 11   | 7    | 7    | 8    | 7    | 6    | 8    | 7    | 7    |
| Indicador confianza industrial <sup>2)</sup>         | -8   | 4    | 7    | 1    | -3   | -2   | 2    | -3   | -3   | -1   | 1    | 1    | 3    |
| Indicador confianza de la construcción <sup>2)</sup> | -14  | -11  | 4    | 7    | 13   | 15   | 15   | 15   | 14   | 16   | 17   | 13   | 14   |
| Indicador confianza comercio minorista <sup>2)</sup> | -5   | -3   | 3    | 3    | 3    | 2    | -1   | 5    | 3    | -3   | 0    | -1   | -1   |
| Utiliz. de la capacidad productiva (%) <sup>3)</sup> | 80,3 | 81,6 | 83,1 | 82,4 | 81,9 | 81,8 | -    | 81,9 | -    | -    | 81,7 | -    | -    |

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.

### Cuadro 7

#### Desglose de la confianza industrial en la zona del euro

(porcentajes netos; desestacionalizados)

|                                                   | Variación | 1999 | 1999 |
|---------------------------------------------------|-----------|------|------|
|                                                   | Mar - Sep | Mar  | Sep  |
|                                                   | 1999      |      |      |
| Confianza industrial total                        | 7         | -4   | 3    |
| por componentes:                                  |           |      |      |
| Expectativas de producción                        | 10        | -5   | 5    |
| Existencias de productos terminados <sup>1)</sup> | 4         | -3   | 1    |
| Total cartera de pedidos                          | 8         | -6   | 2    |
| por principales tipos de industria:               |           |      |      |
| Bienes intermedios                                | 11        | -9   | 2    |
| Bienes de inversión                               | 6         | -2   | 4    |
| Bienes de consumo                                 | 4         | -4   | 0    |

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

Nota: Los datos se calculan como desviaciones con respecto a la media en el período transcurrido desde enero de 1985.

1) Cambiado de signo.

nivel medio de largo plazo, y en septiembre volvió al nivel anteriormente alcanzado en octubre de 1998. La Comisión Europea publicará las cifras de octubre de 1999 justo después del cierre del presente número del *Boletín mensual del BCE*, pero los datos nacionales disponibles hasta el momento indican un aumento adicional de la confianza industrial para la zona del euro en dicho mes.

Aunque se ha producido una cierta mejora en todos los componentes del indicador de confianza industrial de la zona del euro, el mayor aumento registrado desde marzo de 1999, momento en que la confianza industrial alcanzó su nivel más bajo, ha sido el experimentado en el componente de expectativas de producción (véase cuadro 7). También se ha registrado una mejora sustancial en las carteras de pedidos totales en estos seis meses y las existencias de productos terminados han caído ligeramente, lo que sugiere también la existencia de un repunte de la demanda. Los tres componentes se sitúan ahora por encima de sus medias de largo plazo. El desglose de la confianza para el conjunto de la industria según el destino económico de los bienes industriales muestra que el mayor aumento de la confianza se ha producido en el sector de bienes intermedios.

Esta mejora del clima empresarial en el sector manufacturero viene corroborada también por los resultados más recientes del Índice de Directores

de Compras (*Purchasing Managers' Index*). Este índice compuesto, que se basa en los resultados de una encuesta mensual que combina preguntas sobre la evolución efectiva de pedidos nuevos, producción, empleo, fechas de entrega del proveedor (con signo contrario) y volumen de artículos adquiridos, muestra una continua mejoría en los últimos meses, y un mayor aumento en octubre (véase gráfico 10). Así pues, todos los indicadores de la actividad industrial coinciden en señalar hacia un nuevo repunte del crecimiento en la segunda mitad de 1999.

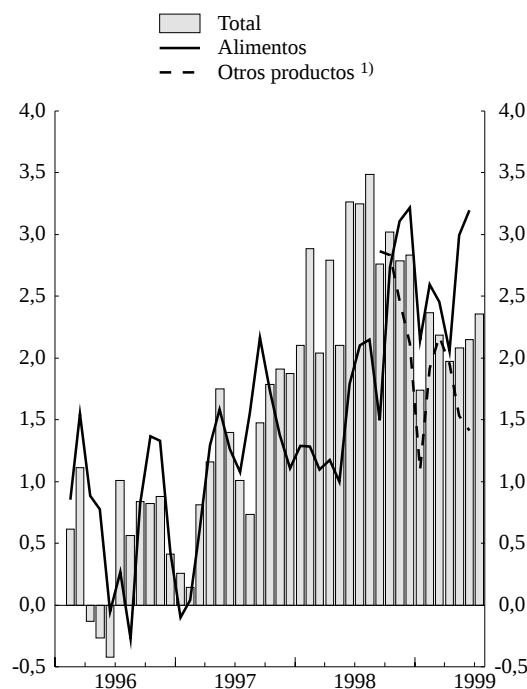
#### La confianza de los consumidores permaneció sin variaciones importantes, a un nivel alto

Los resultados de la Encuesta del Consumidor de la Comisión Europea han permanecido, en general, sin variaciones desde la primavera, con el indicador general de confianza del consumi-

### Gráfico 11

#### Ventas del comercio al por menor en la zona del euro

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



Fuente: Eurostat.

Nota: Volumen total de comercio al por menor a precios constantes, excluidos vehículos de motor, motocicletas y reparaciones de artículos personales y del hogar.

Las tasas interanuales de variación se calculan a partir de datos ajustados por la variación del número de días laborables.

1) Debido a la falta de algunos componentes nacionales, la serie no empieza hasta enero de 1997.

dor situado a un nivel ligeramente inferior al máximo alcanzado en los primeros meses del presente año. Esta evolución ha podido observarse también en los distintos componentes del indicador. La confianza del consumidor puede haberse visto afectada por un crecimiento más lento del empleo y es coherente con la ralentización observada en la evolución del consumo privado en la primera mitad del año.

Los datos para el conjunto de la zona del euro sobre volumen de ventas al por menor y sobre matriculación de automóviles proporcionan alguna evidencia sobre la evolución reciente de la demanda de consumo. Eurostat proporciona datos de ventas al por menor para el conjunto de la zona del euro hasta agosto de 1999 (véase el cuadro 5.2 en la sección de «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín mensual del BCE*). Con objeto de tener en cuenta la volatilidad de estas series, el gráfico 11 presenta las medias móviles de las tasas interanuales de crecimiento. Como puede verse, los datos señalan una moderada desaceleración del crecimiento de las ventas al por menor, desde una tasa de alrededor del 3% en la segunda mitad de 1998, hasta una tasa ligeramente superior al 2%, en la primera mitad de 1999. Como era de esperar, la desaceleración fue menos pronunciada en las ventas de alimentos, bebidas y tabaco, que son generalmente menos sensibles a los movimientos cíclicos. La evolución de los últimos datos disponibles puede interpretarse como un giro hacia tasas de crecimiento del indicador de ventas al por menor más elevadas. La confianza del sector minorista, según las encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea, ha caído también ligera-

mente a lo largo del pasado año, pero parece haberse estabilizado en el período más reciente. La matriculación de automóviles se situaba en el tercer trimestre de 1999 en una tasa de crecimiento algo superior a un 6%, por encima del porcentaje correspondiente al mismo período del año anterior, lo que contrasta con el 8,3% alcanzado del segundo trimestre y el 7,1% del primer trimestre de 1999.

### Ligera desaceleración del crecimiento del empleo en el primer semestre de 1999.

Las estimaciones de la evolución del empleo en el conjunto de la zona del euro durante el primer semestre de este año se han elaborado a partir de las cifras nacionales disponibles, que ahora incluyen estimaciones preliminares para Alemania. Las cifras publicadas recientemente son bastante congruentes con la ligera reducción prevista del crecimiento del empleo en la primera mitad de 1999, como consecuencia de los efectos retardados de la desaceleración de la actividad económica a finales de 1998. El crecimiento intertrimestral del empleo en la zona del euro, que se situaba en un 0,4% en el cuarto trimestre de 1998, registró un ligero retroceso en el primer trimestre de 1999, situándose en un 0,3%, y se mantuvo en este nivel durante el segundo trimestre.

La composición sectorial del crecimiento del empleo indica que la ligera desaceleración que se produjo durante el primer semestre del año se debió, sobre todo, a la evolución del sector industrial. Concretamente, en el sector manufacturero, el empleo ha

## Cuadro 8 Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

|                                           | 1997 | 1998 | 1998                                  | 1998 | 1999 | 1999 | 1998 | 1998 | 1999 | 1999 | 1999 | 1999 | 1999 |
|-------------------------------------------|------|------|---------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                           |      |      | III                                   | IV   | I    | II   | III  | IV   | I    | II   | Abr  | May  | Jun  |
|                                           |      |      | Tasas intertrimestrales <sup>1)</sup> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Total de la economía <sup>2)</sup>        | 0,6  | 1,4  | 1,5                                   | 1,6  | 1,6  | 1,5  | 0,5  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | -    | -    | -    |
| Total de la industria                     | -1,4 | 0,2  | 0,3                                   | 0,4  | 0,1  | -0,1 | 0,0  | 0,1  | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | 0,0  |
| Construcción                              | -0,4 | 0,1  | -0,3                                  | 2,1  | 2,6  | 2,7  | 0,5  | 1,9  | 0,5  | -0,2 | 2,5  | 2,8  | 2,7  |
| Total industria, excluida la construcción | -1,4 | 0,4  | 0,7                                   | 0,2  | -0,2 | -0,8 | 0,0  | -0,2 | -0,2 | -0,3 | -0,7 | -0,9 | -0,8 |
| Manufacturas                              | -1,0 | 0,8  | 1,0                                   | 0,5  | 0,1  | -0,6 | 0,1  | -0,2 | -0,1 | -0,3 | -0,5 | -0,7 | -0,6 |

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.

seguido una tendencia decreciente desde el cuarto trimestre de 1998, registrando una tasa de -0,3% en el segundo trimestre de 1999 (véase el cuadro 8). Sin embargo, las expectativas de empleo indican un aumento en los últimos meses del año. Cabe suponer que la creación de empleo en el sector de servicios se mantuvo en el primer semestre de 1999, aunque a tasas ligeramente más bajas que las observadas a finales de 1998.

### La tasa de desempleo no registró cambios en agosto

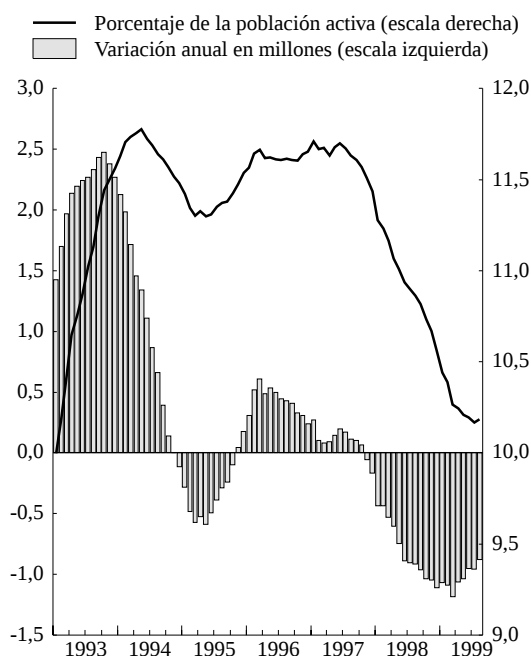
La tasa de desempleo normalizada de la zona del euro era del 10,2% en agosto de 1999. Dado que las cifras del conjunto de la zona, correspondientes a los meses de abril, mayo y junio de 1999 se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales, se estima que la tasa de desempleo se ha mantenido constante desde el mes de abril (véase el cuadro 9).

Respecto a la composición por edades, la tasa de desempleo de los menores de 25 años aumentó ligeramente en agosto (19,7%) en comparación con el mes de julio. Este incremento del desempleo juvenil, tras casi un año de continuo descenso, puede tener, en parte, su origen en una menor participación en los planes de fomento del empleo en algunos países. Estos

## Gráfico 12

### Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; series desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

planes, que se pusieron en marcha o se potenciaron el año pasado, estaban dirigidos específicamente a los jóvenes. La tasa de desempleo de los menores de 25 años se mantuvo sin cambios en agosto, en un nivel del 8,8%, en comparación con el mes anterior.

## Cuadro 9

### Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

|                                  | 1996 | 1997 | 1998 | 1998<br>III | 1998<br>IV | 1999<br>I | 1999<br>II | 1999<br>Mar | 1999<br>Abr | 1999<br>May | 1999<br>Jun | 1999<br>Jul | 1999<br>Ago |
|----------------------------------|------|------|------|-------------|------------|-----------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total                            | 11,6 | 11,6 | 10,9 | 10,9        | 10,7       | 10,4      | 10,2       | 10,3        | 10,2        | 10,2        | 10,2        | 10,2        | 10,2        |
| Menores de 25 años <sup>1)</sup> | 23,9 | 23,3 | 21,4 | 21,3        | 20,9       | 20,2      | 19,6       | 19,9        | 19,7        | 19,6        | 19,6        | 19,6        | 19,7        |
| De 25 o más años <sup>2)</sup>   | 9,8  | 10,0 | 9,4  | 9,4         | 9,2        | 9,0       | 8,9        | 8,9         | 8,9         | 8,9         | 8,9         | 8,8         | 8,8         |

Fuente: Eurostat.

Nota: De acuerdo con las recomendaciones de la OIT.

1) En 1998 esta categoría representaba un 24,5% del desempleo total.

2) En 1998 esta categoría representaba un 75,5% del desempleo total.

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

### El tipo de cambio efectivo nominal del euro se depreció en un contexto de variaciones significativas en los principales tipos de cambio

Durante el mes de octubre y los primeros días de noviembre, en los mercados de divisas se produjeron fluctuaciones inusualmente grandes de los tipos de cambio de las principales monedas, aunque no todos estos movimientos se consolidaron. En los mercados emergentes, dichas fluctuaciones fueron, en su mayoría, limitadas, en sintonía con la recuperación generalizada que se observa en casi todas estas economías.

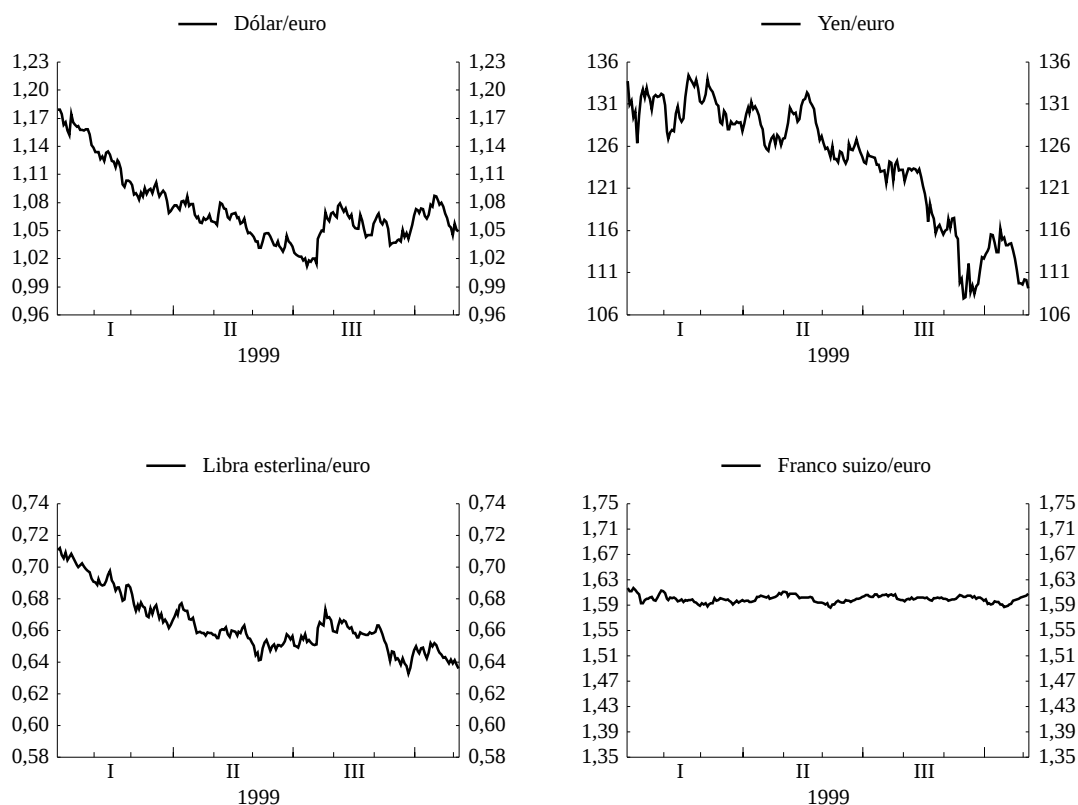
El dólar estadounidense mostró una volatilidad relativamente alta, fortaleciéndose frente al euro en la segunda mitad de octubre y en los primeros días de noviembre. Este comportamiento se debió sobre todo al nerviosismo del mercado bursátil de Estados Unidos y, posteriormente, a

la publicación de nuevos datos económicos. Tras una referencia a la prudencia, por parte del Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, con respecto a las valoraciones actuales de los mercados bursátiles, el euro marcó un máximo de 1,09 dólares por euro el 15 de octubre pasado, el nivel más alto registrado desde finales de marzo. Días más tarde, el dólar se recuperó tras un repunte de los precios de las acciones en Estados Unidos y la publicación de los datos sobre la economía estadounidense, que fueron generalmente interpretados como una confirmación del vigor de su crecimiento en un contexto de presiones inflacionistas moderadas. Aparentemente, estos factores influyeron en mayor medida sobre los mercados de divisas en octubre que los nuevos datos sobre la recuperación económica en la zona del euro. El 3 de noviembre el euro cotizaba a 1,05 dólares, es decir, en torno a un 2,2% menos que a primeros de octubre.

#### Gráfico I 3

#### Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

El yen japonés reforzó el vigor de que ya había dado muestras en los meses anteriores, incluido septiembre, frente a las principales monedas. La apreciación previa tuvo su origen, básicamente, en una mejora de las perspectivas de la economía japonesa que, de confirmarse las expectativas, registrará tasas positivas de crecimiento real en 1999. Los datos publicados en octubre corroboran, en general, este panorama. La mejora de las perspectivas y el anuncio de un nuevo paquete de medidas de estímulo fiscal —que contribuyó a un aumento de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en octubre— pueden también haber reforzado, en cierta medida, al yen. El 3 de noviembre, el euro cotizaba a 109 yenes, un 3,5% menos que a principios de octubre.

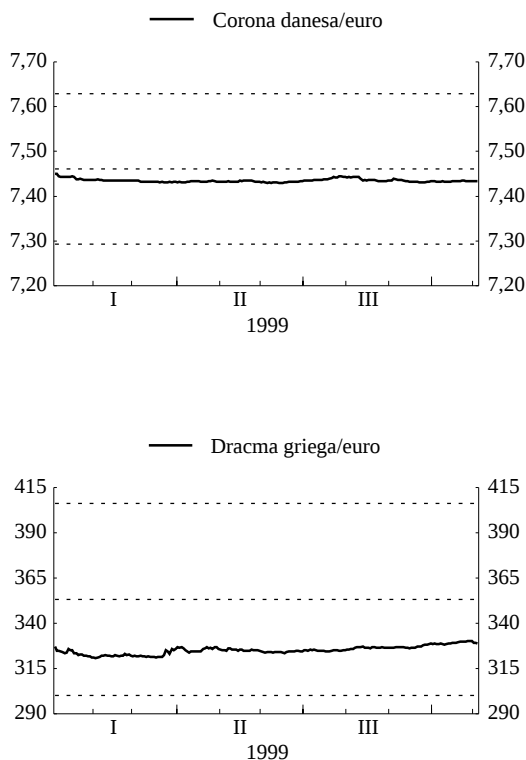
La libra esterlina se apreció ligeramente por encima del 2% frente al euro entre comienzos de octubre y primeros de noviembre. El 7 de octubre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió no modificar el tipo de interés básico, en un contexto económico que presentaba señales desiguales, aunque en conjunto ampliamente favorable, de crecimiento económico. Concretamente, las cifras preliminares sobre el crecimiento del PIB del Reino Unido en el tercer trimestre de 1999 indican que la economía podría haber estado creciendo por encima de su tasa tendencial por primera vez en dos años, en sintonía con una mejora mayor de la prevista de los indicadores de producción y demanda, y con un descenso del desempleo. El 3 de noviembre, el euro cotizaba a 0,636 libras esterlinas. El franco suizo se mantuvo, en general, estable frente al euro durante el período en cuestión; en promedio, en dicho período, la cotización fue de 1,60 francos suizos por euro.

En cuanto a las monedas que integran el MTC II, la corona danesa se mantuvo muy estable, mientras que la dracma griega se depreció ligeramente. Esta última cotizó, en promedio, en torno a 329 dracmas por euro durante el mes de octubre, es decir, alrededor de un 0,7% menos que en septiembre, pero, aun así, siguió situándose casi un 6,8% por encima de la paridad central. El debilitamiento observado en octubre se debió, sobre todo, al nerviosismo de los mercados financieros —en particular de la bolsa de

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

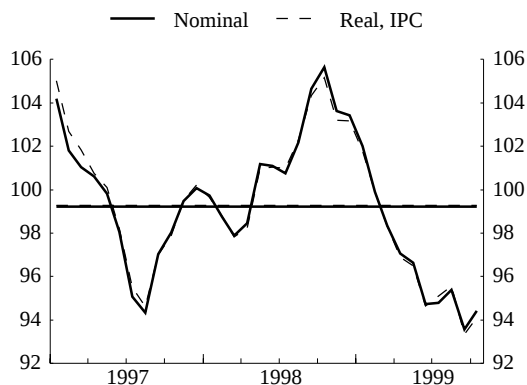
valores de Atenas, que, a 3 de noviembre, se encontraba un 90% por encima de su nivel a comienzos de año—, así como a la reducción de los tipos de intervención anunciada por el Banco de Grecia el 20 de octubre. La corona sueca primero se depreció ligeramente frente al euro hasta mediados de octubre, pero después se apreció alrededor de un 1,3%. No obstante, este cambio de tendencia reflejó, sobre todo, la volatilidad del tipo de cambio del euro frente al dólar y parece guardar una relación menos estrecha con el fortalecimiento de la economía sueca.

Los mercados de divisas permanecieron estables en la mayoría de las economías emergentes, en un contexto de mejora de las perspectivas de recuperación económica y de una contención general más clara de la inestabilidad financiera, con la notable excepción de Brasil, en

### Gráfico 15

#### Tipos de cambio efectivos nominales y reales<sup>1)</sup>

(medias mensuales; índice I 1999=100)



Fuente: BCE.

Nota: Con la introducción de la nueva fuente, el periodo base del índice cambió de 1990=100 a I 1999=100 (véase recuadro 5 en la página 31 de la edición de octubre del Boletín mensual).

1) Los datos los calcula el BCE. Un aumento del índice supone una apreciación del euro. Las líneas horizontales representan medias del periodo en cuestión.

donde el tipo de cambio volvió a sufrir nuevas presiones debido a problemas en la puesta en práctica de las reformas estructurales.

En términos efectivos nominales, es decir, ponderado por el comercio exterior frente a las monedas de los trece socios comerciales más importantes de la zona del euro, el euro se depreció en torno al 2% entre el 1 de octubre y el 3 de noviembre. El nivel promedio que alcanzó el índice en octubre fue de 94,4, es decir, casi sin cambios en comparación con el nivel medio de septiembre y un 5,6% menos que en el primer trimestre siguiente a la introducción del euro. Como se señaló en la edición de octubre del *Boletín Mensual del BCE*, dicho índice lo calcula ahora el BCE.

#### Aumento de las exportaciones en los últimos meses

El superávit por cuenta corriente de la zona del euro se redujo a 1,5 mm de euros en agosto de 1999 en comparación con los 4,3 mm de ECU registrados en el mismo mes del año anterior.

Al igual que en meses anteriores, este descenso se debió, sobre todo, a que la balanza de bienes registró un menor superávit y al cambio de signo de la balanza de servicios, que se tornó deficitaria. En cambio, los saldos de las rentas de inversiones y transferencias corrientes registraron una ligera mejoría en comparación con el mes de agosto de 1998.

Tras la contracción que experimentaron durante la mayor parte del año, las exportaciones de bienes aumentaron un 2,9% en agosto en comparación con el mismo mes del año anterior. Los datos revisados indican ahora que las exportaciones aumentaron también en junio, de lo que se desprende que podrían estar respondiendo ya al aumento de la demanda exterior y a recientes mejoras en materia de competitividad de precios. A pesar del comportamiento más favorable de las exportaciones, la balanza de bienes siguió deteriorándose en agosto, al aumentar el valor de las importaciones un 7,7% en comparación con el mismo mes del año anterior, siguiendo una tendencia iniciada en mayo. Esta tendencia refleja, en parte, la acusada subida de los precios de las importaciones, como consecuencia del alza del precio del petróleo y de la depreciación del euro. Además, como también incorpora un fuerte crecimiento de las importaciones de maquinaria y vehículos, tanto en volumen como en valor, parece que dicha tendencia es congruente con la reciente recuperación de la actividad en la zona del euro.

Durante los ocho primeros meses de 1999, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro se redujo aproximadamente un 20% en comparación con el mismo período del año anterior. La principal fuerza impulsora de este descenso fue una caída de las exportaciones de bienes por valor de 13,6 mm de euros (alrededor del 2,7%), mientras que las importaciones de bienes se mantuvieron casi sin variación. Aunque la balanza de servicios también sufrió un deterioro durante este período, la disminución de los déficit de transferencias corrientes y de rentas en los meses transcurridos hasta el final de agosto contribuyó a limitar el descenso del superávit por cuenta corriente.

## Continúan en agosto las entradas netas de inversión de cartera y las salidas inversión directa

Al igual que en julio, las salidas netas de inversión directa y de cartera (4,1 mm de euros) fueron notablemente menores que el promedio registrado durante el primer semestre de 1999 (21,6 mm de euros). Sin embargo, las cifras acumuladas de los ocho primeros meses de 1999 indican que las salidas netas de inversión directa y de cartera seguían siendo casi un 90% más altas que en el mismo período del año anterior.

En agosto, las salidas netas de inversión directa ascendieron a 5,9 mm de euros, cifra muy próxima al nivel de julio (5,7 mm), pero mucho menor que los 19 mm de euros registrados tanto en mayo como en junio. Esta desaceleración se debió, en gran medida, a una considerable reducción de las inversiones directas en el exte-

rior de los residentes en la zona del euro en comparación con los meses anteriores (véase el cuadro 8.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). No obstante, en los ocho primeros meses de 1999, las salidas netas de inversión directa se duplicaron con respecto al mismo período de 1998. Estos resultados son atribuibles tanto a un incremento de la inversión directa en el exterior de los residentes en la zona del euro como a un descenso de la inversión extranjera en esta zona.

Por tercer mes consecutivo, la inversión de cartera registró en agosto una entrada neta (1,8 mm de euros), tras acumular, en los cinco primeros meses del año, salidas netas por un total 69,6 mm de euros. Este cambio de sentido de los flujos de cartera puede guardar relación con la apreciación del euro, sobre todo, frente al dólar estadounidense, entre finales de junio y finales de agosto. Más concretamente, las entradas netas registra-

### Cuadro 10

#### Balanza de pagos en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

|                             | 1998<br>Ene - Ago | 1998<br>Ago | 1999<br>Ene - Ago | 1999<br>Jun | 1999<br>Jul | 1999<br>Ago |
|-----------------------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Cuenta corriente</b>     | 45,5              | 4,3         | 36,4              | 7,4         | 8,2         | 1,5         |
| Ingresos                    | 843,8             | 93,8        | 831,5             | 116,4       | 111,9       | 96,0        |
| Pagos                       | 798,3             | 89,4        | 795,1             | 109,0       | 103,7       | 94,5        |
| Bienes                      | 79,8              | 9,0         | 66,7              | 11,0        | 13,3        | 7,0         |
| Exportaciones               | 513,0             | 55,7        | 499,4             | 69,1        | 69,4        | 57,3        |
| Importaciones               | 433,2             | 46,7        | 432,7             | 58,1        | 56,0        | 50,3        |
| Servicios                   | 1,1               | 0,1         | -3,4              | -0,1        | 0,8         | -1,1        |
| Exportaciones               | 154,2             | 20,3        | 152,5             | 21,6        | 22,7        | 19,9        |
| Importaciones               | 153,1             | 20,2        | 155,9             | 21,7        | 21,9        | 21,0        |
| Rentas                      | -8,0              | 0,2         | -2,9              | -0,2        | -1,5        | 0,4         |
| Transferencias corrientes   | -27,4             | -4,9        | -24,1             | -3,2        | -4,4        | -4,8        |
| <b>Cuenta de capital</b>    | 8,5               | 1,5         | 7,5               | 1,4         | 0,7         | 0,6         |
| <b>Cuenta financiera</b>    | 4,3               | 4,3         | -32,0             | -12,2       | -3,4        | 32,9        |
| Inversiones directas        | -39,6             | -7,6        | -79,7             | -18,9       | -5,7        | -5,9        |
| En el extranjero            | -93,8             | -4,1        | -122,5            | -25,3       | 0,1         | -9,4        |
| En la zona del euro         | 54,2              | -3,5        | 42,8              | 6,4         | -5,8        | 3,5         |
| Inversiones de cartera      | -32,9             | 8,0         | -56,9             | 7,9         | 3,0         | 1,8         |
| Activos                     | -221,2            | -16,4       | -190,7            | -25,5       | -19,0       | -20,7       |
| Pasivos                     | 188,2             | 24,4        | 133,8             | 33,4        | 22,1        | 22,5        |
| Derivados financieros       | -3,2              | 2,2         | 1,3               | -0,1        | 1,8         | 1,5         |
| Otras inversiones           | 82,7              | 3,7         | 91,5              | -2,3        | -1,8        | 34,9        |
| Activos de reserva          | -2,7              | -2,0        | 11,9              | 1,3         | -0,7        | 0,5         |
| <b>Errorres y omisiones</b> | -58,2             | -10,1       | -11,9             | 3,3         | -5,5        | -35,0       |

Fuente: BCE.

Nota: En la cuenta financiera, un signo positivo indica un flujo de entrada; un signo negativo, un flujo de salida. 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.

das en agosto tuvieron su origen principalmente en las cuantiosas compras netas de valores de renta fija de la zona del euro —bonos, obligaciones e instrumentos del mercado monetario—, al tiempo que se produjeron salidas netas de valo-

res de renta variable. En cifras acumuladas, en los ocho primeros meses del año, las salidas netas de inversión de cartera fueron, aproximadamente, un 70% mayores que en el mismo período de 1998.

# Políticas orientadas a la estabilidad y evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en los años noventa

*La tendencia decreciente que han seguido los tipos de interés reales desde mediados de la década de los noventa parece obedecer, en gran medida, a la adopción, en toda la zona del euro, de políticas monetarias y fiscales encaminadas a lograr la estabilidad de precios en el contexto del proceso de convergencia hacia la Unión Monetaria. Si bien hay que admitir que estas tendencias pueden explicarse en función de muchos factores, la instauración creíble de la estabilidad de precios en toda la zona del euro ha ayudado a reducir la incertidumbre con respecto a la futura evolución de los precios y, por ende, la magnitud de las primas de riesgo en los tipos de interés reales a largo plazo. Además, el saneamiento presupuestario ha ejercido una presión a la baja sobre los tipos de interés reales al reducir la demanda de capital por parte del sector público.*

*De cara al futuro, la aplicación de una política monetaria coherente con la estrategia del Eurosistema en esta materia es crucial para mantener de forma duradera la estabilidad de precios en la zona del euro y, por ende, preservar un entorno propicio para que las primas de riesgo incorporadas en los tipos de interés reales a largo plazo sean bajas. Al reducir dichas primas, la política monetaria contribuirá a aumentar la eficiencia del mercado de capitales con respecto a la asignación de los recursos. Este es solo uno de los muchos cauces a través de los cuales una política monetaria que mantenga de forma creíble la estabilidad de precios puede coadyuvar a un aumento del bienestar económico general y a una mejora de las perspectivas de crecimiento y de empleo. Este proceso se complementará y cimentará con la aplicación de políticas fiscales encaminadas al logro de la estabilidad, que sean compatibles con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.*

## I Introducción: El tipo de interés real

El nivel de los tipos de interés reales viene determinado por la interacción de muchos factores macroeconómicos, en particular, los niveles agregados de ahorro e inversión. A este respecto, las decisiones del sector privado en materia de ahorro e inversión dependen, por una parte, de las preferencias de los hogares con respecto al consumo en diferentes períodos y, por otro lado, de la tecnología y las oportunidades productivas disponibles para las empresas. Además, el ahorro neto del sector público afecta a la determinación del tipo de interés real. Todos estos factores pueden variar con el tiempo y son interdependientes. Habida cuenta de estas complejidades, no se pueden valorar las perspectivas de crecimiento real de la economía observando exclusivamente el nivel de los tipos de interés reales, sino que es necesario analizar los factores que influyen en dicho nivel a fin de evaluar sus repercusiones en el crecimiento económico.

Si bien al explicar e interpretar la evolución de los tipos de interés reales y sus repercusiones sobre el comportamiento global de la economía se deben tener en cuenta muchos factores que, con frecuencia, son muy complicados, el pre-

sente artículo se centra en uno muy concreto: el impacto del diseño de las políticas monetaria y fiscal sobre los tipos de interés reales a largo plazo.

Las políticas monetarias que no se centran en el mantenimiento de la estabilidad de precios introducen un grado significativo de incertidumbre en la economía, que viene asociada normalmente con la incorporación de primas de riesgo más altas a los tipos reales, en la medida en que los inversores exigen una compensación por asumir el riesgo. Por este motivo, un aumento de la incertidumbre con respecto a la evolución futura de los precios, como consecuencia de la aplicación de una política monetaria mal diseñada, podría dar lugar, *ceteris paribus*, a una asignación menos eficiente de los recursos y, por tanto, a un deterioro del bienestar económico general.

La falta de disciplina fiscal, además de generar incertidumbre con respecto a la evolución de los tipos de interés reales en el futuro, influyendo de esta manera sobre la magnitud de las primas de riesgo incorporadas en dichos tipos, puede afectar también a los tipos de interés

reales a través de otras vías. Los abultados déficits públicos y los altos niveles de endeudamiento fuerzan al alza el tipo de interés real en la medida en que el sector público demanda una mayor proporción de los fondos disponibles para sufragar sus gastos. Asimismo, la falta de disciplina fiscal podría poner en entredicho la viabilidad de las finanzas públicas, generar temores de una suspensión de pagos por parte del sector público y, por consiguiente, dar lugar a que los inversores exigieran una prima por riesgo de incumplimiento para hacer frente a esta eventualidad. A su vez, la mayor carga implícita por concepto de intereses sobre la deuda pública podría obligar a los gobiernos a elevar los impuestos, lo que se traduciría de nuevo en una ineficiente asignación de recursos, como consecuencia de las distorsiones introducidas por el aumento de los impuestos.

A diferencia de los escenarios analizados anteriormente, unas políticas monetaria y fiscal bien diseñadas permiten que el mercado de capitales asigne los recursos de forma más eficiente a lo largo del tiempo. A su vez, esto debería elevar el potencial de producción de la economía y mejorar las perspectivas de crecimiento y empleo a medio plazo.

En la década de los noventa, y sobre todo en los años inmediatamente anteriores a la introducción del euro en 1999, se avanzó considerablemente en la adopción y la puesta en práctica de políticas monetarias y fiscales orientadas a fomentar la estabilidad de los precios en toda la zona del euro. En los once países que actualmente forman dicha zona, el proceso de convergencia impulsado por los criterios monetarios y fiscales exigidos para participar en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) coadyuvó notablemente a la disciplina en materia de política monetaria y fiscal durante este período.

En lo que resta del presente artículo, se describe la evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en la zona del euro en los diez últimos años de convergencia y se analizan las relaciones entre el descenso tendencial de los tipos reales y la mejora del entorno de la política monetaria y fiscal en los años noventa. Si bien la adopción y la puesta en práctica de políticas orientadas a fomentar la estabilidad es tan solo uno de los factores que explican la evolución de los tipos de interés reales durante los últimos diez años, este episodio es un buen ejemplo de las ventajas que conlleva la adopción de políticas encaminadas a mantener la estabilidad de los precios y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

## 2 Evolución reciente de los tipos de interés reales a largo plazo

Al iniciarse la década de los años noventa, en un período de crecimiento económico relativamente sólido, la media de los tipos de interés reales a largo plazo de los países que integran actualmente la zona del euro, medido por el rendi-

miento nominal de la deuda del Estado a diez años ajustado por la tasa anual de inflación de los precios de consumo registrada (véase un análisis de los problemas de medición en el recuadro 1) se situó en un nivel del 5%-6%. Si bien

### Recuadro 1

#### Medición del tipo de interés real

Normalmente, el tipo de interés real se mide corrigiendo el tipo de interés nominal de las variaciones previstas del nivel de precios. Sin embargo, como no es posible observar directamente las expectativas de inflación, la medición del tipo de interés real plantea ciertos problemas. Además, las medidas obtenidas pueden variar en función del plazo de vencimiento del tipo de interés que se elija.

Dado que tanto las necesidades de financiación de las empresas como las inversiones suelen tener un horizonte de más largo plazo, el tipo de interés real más relevante para las empresas, a efectos de sus decisiones de inversión, es un tipo a largo plazo. Igualmente, el grueso del ahorro de los hogares (por ejemplo, lo que dedican

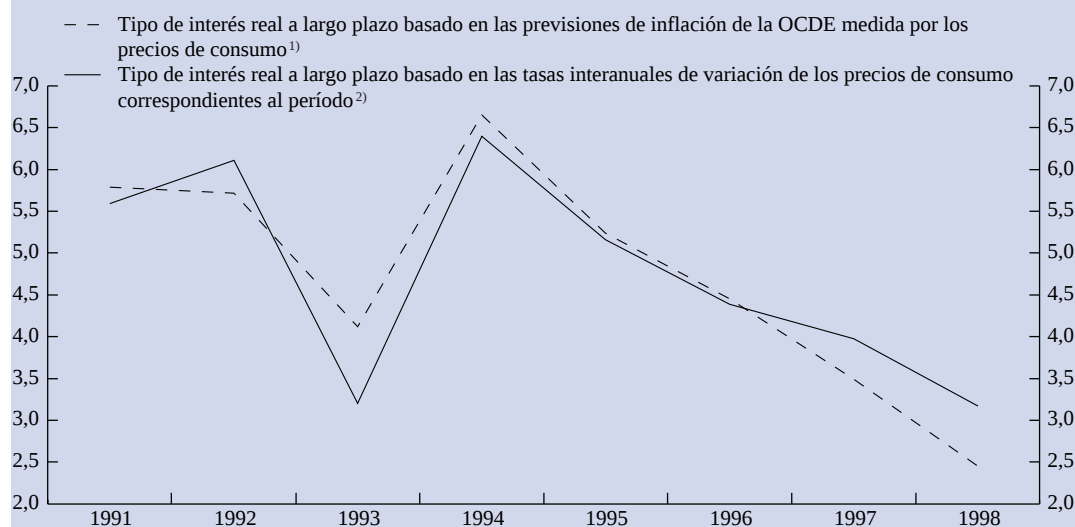
a la jubilación) también se concentra en el largo plazo y cabría esperar, por lo tanto, que un tipo de interés a largo plazo fuese también más relevante para las decisiones de ahorro de los hogares que un tipo de corto plazo. Aunque existen algunas diferencias entre los países de la zona del euro en los vencimientos más relevantes para las decisiones de ahorro e inversión, parece ser que, sobre todo en los países con un largo historial de mantenimiento de la estabilidad de precios, los tipos de interés reales a largo plazo son, de hecho, los más relevantes a efectos de dichas decisiones. Por consiguiente, en el resto del presente artículo se centra la atención en los tipos de interés reales a largo plazo.

Como las expectativas de inflación no se pueden medir directamente, es necesario elegir un método para calcularlas. Cuando se analiza la evolución histórica de los tipos de interés reales durante un período prolongado, se puede adoptar a menudo un enfoque *ex post*. Por lo tanto, se construye una medida de dichas expectativas utilizando la inflación observada durante el período en cuestión. Este enfoque solo permite obtener una medida correcta del tipo de interés real si la inflación efectivamente registrada se acerca a las expectativas anteriores. Dado que en períodos muy largos los errores de medición suelen compensarse unos con otros, los tipos de interés reales a largo plazo *ex post* pueden ofrecer una medida razonable.

No es posible adoptar un enfoque de estas características cuando se analizan los tipos de interés reales actuales. Por ejemplo, en el gráfico que aparece en este recuadro, para calcular los tipos de interés reales *ex post* de los diez años más recientes sería necesario conocer las tasas de inflación con diez años de anticipación, lo que es imposible ahora. En estas circunstancias, se impone adoptar un enfoque *ex ante*, en el que se estiman las expectativas de inflación, que pueden calcularse utilizando diversos métodos. Por ejemplo, un enfoque explícitamente prospectivo podría basarse en modelos estadísticos simples que extrapolan las series de inflación hacia el futuro, o modelos econométricos de gran escala que incorporan información relativa al conjunto de la economía para realizar las proyecciones de inflación. Otra posibilidad sería tratar de medir directamente las expectativas de inflación utilizando datos de encuestas. Sin embargo, estas, en su mayoría, solo ofrecen respuestas cualitativas, que han de convertirse en datos cuantitativos. También hay que reconocer que el horizonte que recogen la mayoría de las previsiones y las encuestas con respecto a las expectativas inflacionistas es demasiado corto para poder construir tipos de interés reales a largo plazo y que, para algunos fines, la frecuencia con la que se elaboran las previsiones y encuestas es demasiado baja. En el gráfico que se presenta a continuación, se ha

### Tipos de interés reales a largo plazo en la zona del euro

(puntos porcentuales; datos anuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: El tipo de interés real a largo plazo de la zona del euro se calcula como media ponderada de los tipos de interés reales nacionales a largo plazo con ponderaciones fijas del PIB a los tipos de cambio de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de 1995.

1) Calculado por diferencia entre el rendimiento nominal, al final del año, de los bonos del Estado a diez años y la inflación media prevista en ese momento para los dos años siguientes.

2) Calculado por diferencia entre el rendimiento nominal, al final del año, de los bonos del Estado a diez años y las tasas interanuales de variación de los precios de consumo correspondientes al período.

adoptado un enfoque basado en las previsiones utilizando proyecciones de inflación elaboradas por la OCDE, que abarcan un período anticipado de dos años.

Una alternativa sería considerar la tasa de inflación corriente como medida de las expectativas de inflación. Como se observa en el gráfico, para los años noventa, esta medida simple se ajusta, a grandes rasgos, a la trayectoria más compleja del tipo de interés real a largo plazo estimada sobre la base de las previsiones de inflación del modelo macroeconómico de la OCDE. Para simplificar, el resto del presente artículo se centra en esta medida del tipo de interés real a largo plazo, es decir, el rendimiento nominal de la deuda del Estado a diez años, ajustado con la tasa de inflación corriente medida por los precios de consumo.

los tipos de interés reales bajaron significativamente durante la recesión económica de 1993, repuntaron con vigor en 1994, tras una acusada revisión al alza de las expectativas de crecimiento económico a escala mundial. A partir de entonces, durante el proceso de convergencia de las economías de la zona del euro en el período inmediatamente anterior al inicio de la Unión Monetaria —proceso que se aceleró a mediados y a finales de los años noventa— los tipos de interés reales de la zona del euro experimentaron una persistente caída para situarse en un nivel cercano al 3% en el momento de la adopción del euro en enero de 1999 (véase el gráfico 1). Más recientemente, en 1999, la

mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se ha traducido en un cierto aumento de los tipos de interés reales.

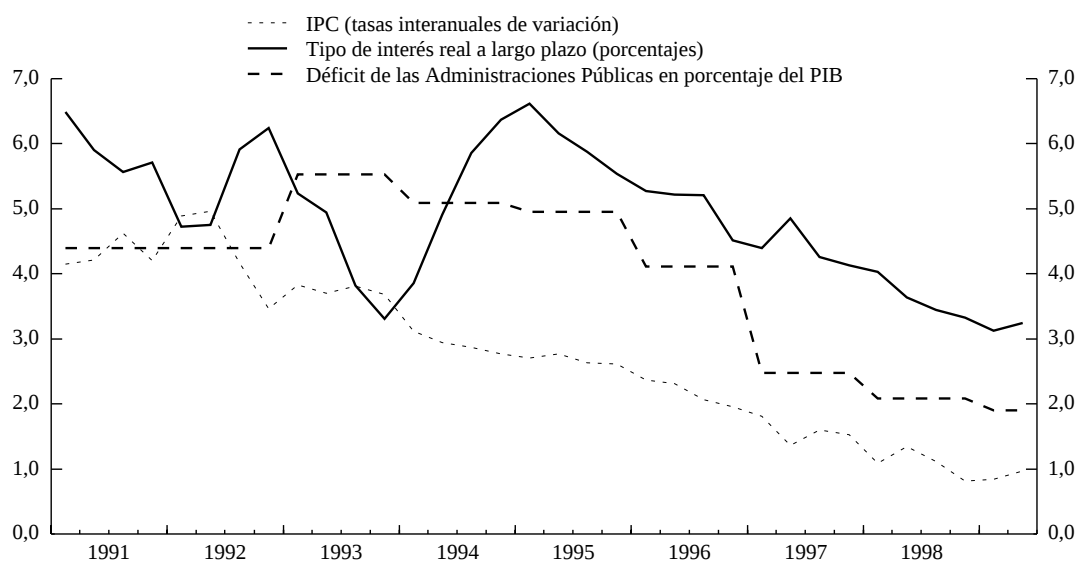
En el gráfico 1 se observa que la caída de los tipos de interés reales desde mediados de los años noventa ha venido acompañada de una reducción paralela de los déficit fiscales en la zona del euro, así como de un continuo descenso de las tasas de inflación.

La magnitud del descenso de los tipos de interés reales a largo plazo ha variado entre los distintos países que integran actualmente la zona del euro. En el gráfico 2 se observa la evolución del

## Gráfico 1

### Tipos de interés reales a largo plazo, IPC y déficit de las Administraciones Públicas

(datos trimestrales)



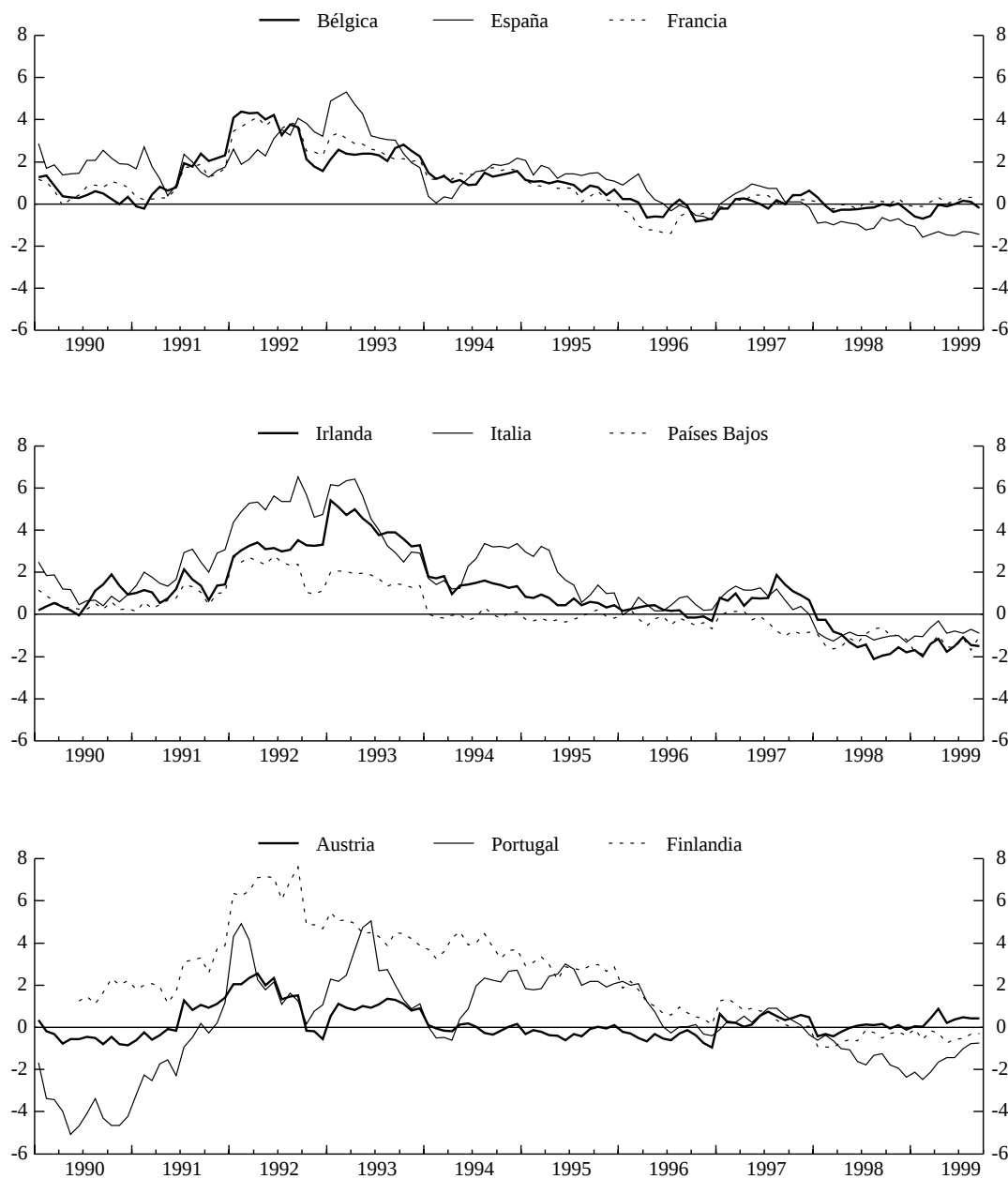
Fuentes: Eurostat, Reuters y cálculos del BCE.

Nota: El tipo de interés real a largo plazo de la zona del euro se calcula como media ponderada de los tipos de interés reales nacionales a largo plazo con ponderaciones fijas del PIB a los tipos de cambio de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de 1995; los tipos de interés reales nacionales a largo plazo se calculan restando a los rendimientos nominales de la deuda del Estado (bonos a diez años o vencimiento más próximo disponible) las tasas interanuales de variación de los precios de consumo nacionales correspondientes al mismo período.

## Gráfico 2

### Diferenciales de los tipos de interés reales a largo plazo con Alemania

(puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y BPI.

Nota: Los tipos de interés reales nacionales a largo plazo se calculan restando a los rendimientos nominales de la deuda del Estado (bonos a diez años o vencimiento más próximo disponible) las tasas interanuales de variación de los precios de consumo nacionales correspondientes al mismo periodo.

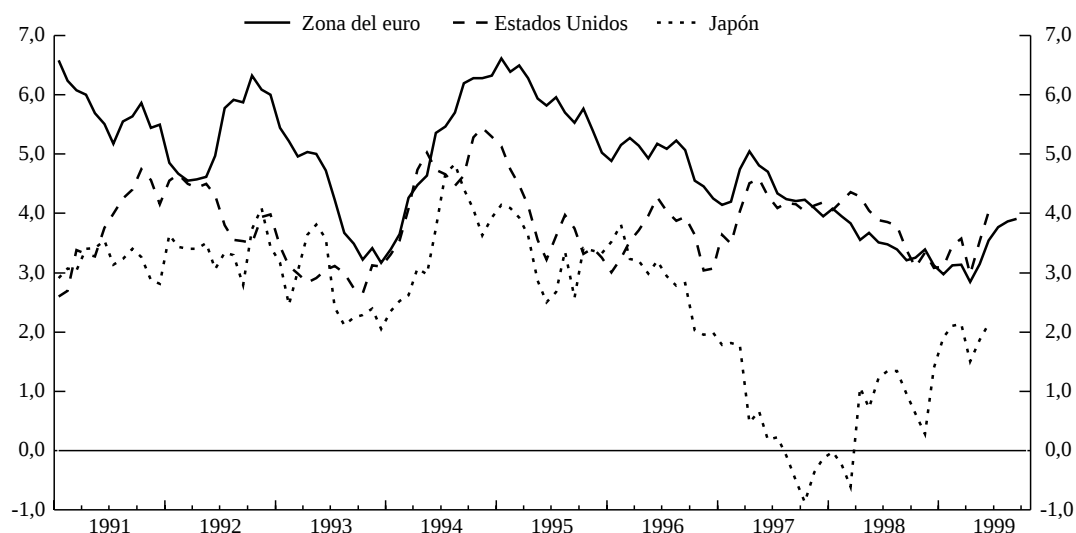
diferencial entre el tipo de interés real de cada uno de estos países y el de Alemania, que es el país que registró el menor descenso entre la primera mitad de los años noventa y el final de 1998 (véase cuadro I). El gráfico muestra que el descenso del valor promedio del tipo de interés

real de la zona del euro estaba relacionado con una convergencia de los tipos reales hacia el nivel vigente en Alemania, país miembro de la zona que registró las tasas medias de inflación más bajas en los treinta años anteriores a la década de los noventa.

### Gráfico 3

#### Evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(en porcentaje)



Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: El tipo de interés real a largo plazo de la zona del euro se calcula como media ponderada de los tipos de interés reales nacionales a largo plazo con ponderaciones fijas del PIB a los tipos de cambio de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de 1995; los tipos de interés reales nacionales a largo plazo se calculan restando a los rendimientos nominales de la deuda del Estado (bonos a diez años o vencimiento más próximo disponible) las tasas interanuales de variación de los precios de consumo nacionales correspondientes al mismo período.

También es interesante analizar el comportamiento del tipo de interés real de la zona del euro en un contexto mundial. Como se observa en el gráfico 3, en los años noventa, los rendimientos reales a largo plazo han sido mucho más estables en Estados Unidos que en la zona del euro, con fluctuaciones entre el 3% y el 4% anual. El hecho de que en Estados Unidos los rendimientos reales a largo plazo se hayan mantenido relativamente constantes en la presente década puede reflejar un equilibrio entre las presiones a la baja resultantes de los considerables avances logrados en materia de saneamiento de las finanzas públicas en la segunda mitad de la década y las presiones alcistas derivadas del sólido crecimiento y de las favorables perspectivas de la economía estadounidense. Al mismo tiempo, en Japón se produjo una acusada caída de los tipos de interés reales a largo plazo entre 1995 y 1997, tras la erosión de la situación económica, si bien han vuelto a su-

bir —aunque solo sea ligeramente— desde 1997, debido, sobre todo, al notable deterioro de la situación fiscal que se ha producido en los últimos años.

En el gráfico 3 se observa también que, incluso en un entorno mundial integrado, puede haber diferencias en los tipos de interés reales a largo plazo entre los principales países. Dichas diferencias son, en la mayoría de los casos, resultado de expectativas cambiarias, de diferencias en las tendencias de los precios previstas a más largo plazo y de las primas de riesgo cambiario. A este respecto, las distintas políticas monetarias y fiscales aplicadas en los últimos años han influido con frecuencia en la amplitud de la desviación entre los tipos de interés reales de la zona del euro y del resto del mundo, en la medida en que han afectado a la magnitud de las depreciaciones previstas de los tipos de cambio (reales) y de las primas de riesgo cambiario.

### 3 Contribución de las políticas orientadas a fomentar la estabilidad

Hay muchas razones para suponer que, en los últimos años, la aplicación de políticas monetarias y fiscales encaminadas a fomentar la estabilidad ha influido notablemente en la evolución del tipo de interés real en los países que integran lo que hoy es la zona del euro. Como se señaló anteriormente, la orientación más estricta de la política monetaria al objetivo de la estabilidad de precios ha dado lugar a un continuo descenso de los niveles de inflación en dicha zona durante los años noventa. Las tasas de inflación cada vez más bajas registradas en la zona han contribuido significativamente a reducir la variabilidad de la inflación. Esto, a su vez, debe haber reducido, en gran medida, la incertidumbre respecto a la evolución futura de los precios y las consiguientes primas de riesgo asociadas a la inflación en los tipos de interés reales a largo plazo.

Este argumento se apoya en la experiencia individual de los países que integran hoy la zona del euro. Los tipos de interés reales a largo plazo se

han reducido, sobre todo, en los países que cruzaron el umbral de los años noventa con tasas de inflación relativamente altas (véase el cuadro I). Con la reducción sostenida de la inflación en el período anterior al inicio de la tercera fase de la UEM en enero de 1999, fueron precisamente esos países los que más se beneficiaron del paso a un entorno de estabilidad de precios y, por lo tanto, en los que la reducción de las primas de riesgo asociadas a la inflación fue también mayor. De esta forma, esos países han reducido el coste efectivo de la inversión, lo que a plazo medio debería mejorar las perspectivas de crecimiento y empleo.

En el cuadro I se observa también que, a principios de los años noventa, la volatilidad de los tipos de cambio efectivos era muy distinta en los países que hoy integran la zona del euro. Hay motivos para suponer que, en muchos de estos países, los tipos de interés reales llevaban incorporados elevadas primas de riesgo cambiario en

#### Cuadro I

##### Algunos indicadores macroeconómicos de los países de la zona del euro

|               | Deuda bruta de las Administraciones Públicas (porcentaje del PIB) |       | Saldo fiscal de las Administraciones Públicas (porcentaje del PIB) |      | Inflación medida por los precios de consumo (tasa interanual de variación) |      | Variabilidad del tipo de cambio efectivo nominal |      | Tipo de interés real a largo plazo (en porcentaje) |      |
|---------------|-------------------------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------------------------|------|----------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------------------------------|------|----------------------------------------------------|------|
|               | 1991-1995                                                         | 1998  | 1991-1995                                                          | 1998 | 1991-1995                                                                  | 1998 | 1991-1995                                        | 1998 | 1991-1995                                          | 1998 |
| Zona del euro | 66,7                                                              | 73,4  | -4,9                                                               | -2,1 | 3,6                                                                        | 1,3  | .                                                | .    | 5,4                                                | 3,4  |
| Bélgica       | 132,6                                                             | 117,3 | -5,9                                                               | -1,3 | 2,4                                                                        | 1,0  | 0,6                                              | 0,3  | 5,6                                                | 3,8  |
| Alemania      | 48,4                                                              | 61,1  | -2,9                                                               | -2,0 | 3,5                                                                        | 0,9  | 0,8                                              | 0,5  | 3,8                                                | 3,6  |
| España        | 55,2                                                              | 65,6  | -5,7                                                               | -1,8 | 5,2                                                                        | 1,8  | 1,0                                              | 0,4  | 5,9                                                | 3,0  |
| Francia       | 44,5                                                              | 58,5  | -4,4                                                               | -2,9 | 2,2                                                                        | 0,8  | 0,7                                              | 0,4  | 5,6                                                | 3,9  |
| Irlanda       | 89,0                                                              | 52,1  | -2,1                                                               | 2,3  | 2,5                                                                        | 2,4  | 0,8                                              | 1,1  | 5,9                                                | 2,4  |
| Italia        | 115,9                                                             | 118,7 | -9,2                                                               | -2,7 | 5,1                                                                        | 2,0  | 1,4                                              | 0,4  | 7,0                                                | 2,9  |
| Luxemburgo    | 5,2                                                               | 6,7   | 1,8                                                                | 2,1  | 2,8                                                                        | 1,0  | .                                                | .    | 4,7                                                | 3,8  |
| Países Bajos  | 79,5                                                              | 67,7  | -3,6                                                               | -0,9 | 2,7                                                                        | 2,0  | 0,6                                              | 0,4  | 4,7                                                | 2,6  |
| Austria       | 62,6                                                              | 63,3  | -3,9                                                               | -2,1 | 3,2                                                                        | 0,9  | 0,5                                              | 0,3  | 4,3                                                | 3,8  |
| Portugal      | 61,9                                                              | 57,0  | -5,4                                                               | -2,3 | 7,1                                                                        | 2,8  | 0,7                                              | 0,2  | 5,2                                                | 2,1  |
| Finlandia     | 47,1                                                              | 49,1  | -5,0                                                               | 1,0  | 2,3                                                                        | 1,4  | 1,3                                              | 0,5  | 7,8                                                | 3,4  |

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

Nota: La inflación medida por los precios de consumo es la variación porcentual interanual del IPC nacional; para la zona del euro es una media ponderada de la inflación medida por el IPC en cada uno de los países miembros y se pondera a los tipos de cambio de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de 1995. Los tipos de cambio efectivos nominales nacionales se basan en el comercio de mercancías de 25 países en 1990. La variabilidad se mide como promedio de las variaciones porcentuales intermensuales de los tipos de cambio efectivos nominales. Los tipos de interés reales a largo plazo se calculan restando a los rendimientos nominales de la deuda del Estado (bonos a diez años o vencimiento más próximo disponible) las tasas interanuales de variación de los precios de consumo nacionales correspondientes al mismo período. El tipo de interés real a largo plazo de la zona del euro se calcula como media ponderada de los tipos de interés reales nacionales a largo plazo con ponderaciones fijas del PIB a los tipos de cambio de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de 1995.

los primeros años de la década. Dichas primas compensaban a los tenedores de activos por la incertidumbre que introducían las fluctuaciones de los tipos de cambio en el rendimiento real de sus inversiones. La estabilidad de los tipos de cambio dentro de la zona del euro en el período inmediatamente anterior al inicio de la tercera fase de la UEM, que se apoyó tanto en políticas más encaminadas al logro de la estabilidad como en la convergencia de las tasas de inflación, podría haber reducido esas primas de riesgo. Una vez más, este argumento se puede corroborar con la evidencia proporcionada por la comparación de la experiencia de cada uno de los países que hoy integran la zona del euro. Los tipos de interés a largo plazo han disminuido considerablemente en los países que, en la primera mitad de los años noventa, registraban la mayor variabilidad de los tipos de cambio efectivos nominales (véase el cuadro 1).

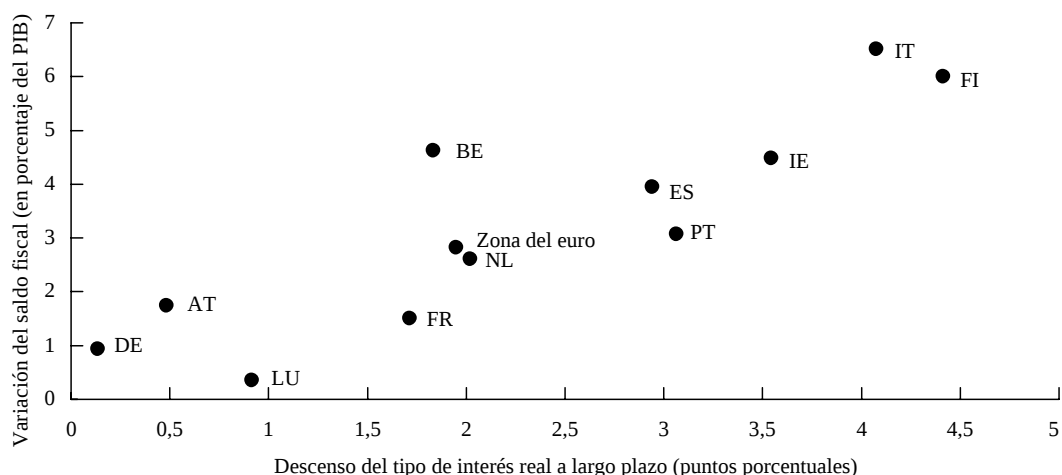
Los avances en materia de saneamiento de las finanzas públicas también han contribuido a la reducción de los rendimientos reales de la deuda del Estado en los años noventa (véase el recuadro 2). Como se desprende del cuadro 1, a principios de la década se observa una clara correlación entre la falta de disciplina fiscal

—que se manifiesta, en parte, en los elevados porcentajes de déficit presupuestario y deuda pública con respecto al PIB— y los niveles sumamente altos que alcanzaron los tipos de interés reales en los países que integran actualmente la zona del euro. Los criterios fiscales para el período de transición a la UEM, establecidos en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, resultaron de gran ayuda en ese momento para imponer una mayor disciplina en materia de política fiscal en la zona del euro.

Como puede observarse en el cuadro 1, los países que registraban abultados déficits fiscales a principios de los años noventa y avanzaron más en su reducción antes de la introducción del euro al inicio de 1999, fueron normalmente los que registraron los descensos más pronunciados de los tipos de interés reales a largo plazo (véase también el gráfico 4). Este efecto es más evidente en países como Italia y Finlandia, en los que, a lo largo de los años noventa, se observaron las variaciones más pronunciadas del saldo presupuestario. Irlanda constituye, asimismo, un ejemplo notable de éxito en el saneamiento de las finanzas públicas. De hecho, como se observa en el cuadro 1, es evidente que en

#### Gráfico 4

Diferencias, entre la media de 1991-1995 y el valor correspondiente a 1998, del tipo de interés real a largo plazo y el saldo fiscal



Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los tipos de interés reales a largo plazo se calculan restando a los rendimientos nominales de la deuda del Estado (bonos a diez años o vencimiento más próximo disponible) las tasas interanuales de variación de los precios de consumo nacionales correspondientes al mismo período. El tipo de interés real a largo plazo de la zona del euro se calcula como media ponderada de los tipos de interés reales nacionales a largo plazo con ponderaciones fijas del PIB a los tipos de cambio de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de 1995.

Irlanda se ha producido un descenso espectacular de los tipos de interés reales a largo plazo, debido fundamentalmente a los notables avances realizados en materia de ajuste fiscal.

Aunque en algunos países todavía es necesario seguir avanzando para alcanzar el objetivo de situar el presupuesto de las AAPP en un nivel próximo al equilibrio o con superávit a plazo medio, el proceso de convergencia ha puesto en marcha medidas importantes de ajuste fiscal. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento —si se aplica como es debido— ayudará a mantener este proceso (como se analiza en el artículo titulado «La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de mayo de 1999).

Como ha quedado de manifiesto en los párrafos anteriores, aun cuando se centre la atención en la relación que existe entre el diseño de las políticas monetaria y fiscal, y la evolución de los tipos de interés reales a largo plazo, existen muchos factores que actúan de forma interrelacionada. No es posible deslindar con precisión todos los cauces a través de los cuales se puede cambiar, aplicando políticas orientadas a fomentar la estabilidad, el tipo de interés real con respecto a los niveles que habría registrado en otras circunstancias, de no haberse adoptado esa clase de políticas. En realidad, a juzgar por los datos presentados anteriormente, cabe pensar que la importancia de los diversos factores puede haber variado de un país a otro dentro de la zona del euro. Sin embargo, tomados en con-

junto, estos datos corroboran la hipótesis de que con la aplicación de unas políticas monetaria y fiscal más estrictas —la primera, para mantener la estabilidad de precios y la segunda, para mejorar la sostenibilidad las finanzas públicas— se han reducido las distorsiones del tipo de interés real lo que ha permitido liberar recursos con destino a la inversión privada y un funcionamiento más eficiente del mercado de capitales.

Evidentemente, como la zona del euro está muy integrada en los mercados financieros internacionales, su tipo de interés real depende también de factores de carácter mundial, como las previsiones de crecimiento de la economía mundial, las perspectivas sobre la evolución de los precios mundiales y la orientación de la política fiscal a escala internacional. No obstante, dadas la magnitud y la importancia económica de la zona del euro para la economía mundial, las tendencias que se producen dentro de la propia zona influyen significativamente en las tendencias mundiales. En estas circunstancias, la evolución de los tipos de interés reales a largo plazo en la zona del euro no puede considerarse simplemente como una reacción pasiva frente a la evolución del entorno mundial: la relación de causalidad se produce en ambas direcciones. Desde esta perspectiva, la aplicación de políticas encaminadas a fomentar la estabilidad en la zona del euro durante la década de los noventa ha supuesto una importante contribución a la mejora de las perspectivas de crecimiento a escala mundial.

## Recuadro 2

### Saneamiento de las finanzas públicas y tipos de interés reales

Existen dos vías principales a través de las cuales la falta de disciplina fiscal tiene más probabilidades de elevar los tipos de interés reales.

En primer lugar, cuando se incurre en un déficit público, el gobierno desvía recursos en detrimento del sector privado. En la medida en que dichos recursos no se liberen a través de un descenso del consumo (si los hogares deciden ahorrar más a fin de prepararse para pagar en el futuro los impuestos más altos necesarios para financiar el servicio de la deuda pública que se está acumulando), el aumento del déficit fiscal se traducirá en un incremento del tipo de interés real y «desplazará» a la inversión privada.

En segundo lugar, la falta de disciplina fiscal introduce primas de riesgo específicas en los tipos de interés reales de la deuda del Estado. Dichas primas adoptan dos formas. Primera, una prima por concepto de riesgo

crediticio, o de incumplimiento, que se incorpora al rendimiento real de la deuda emitida por los respectivos gobiernos nacionales. A su vez, estas primas de riesgo pueden afectar a las que pagan los prestatarios privados del país en cuestión si los mercados consideran que el gobierno puede verse obligado, en última instancia, a elevar los impuestos para financiar su deuda. Las reformas fiscales que restablezcan y potencien la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas contribuirán a reducir dichas primas. En segundo lugar, al introducir una nueva fuente de incertidumbre con respecto a la trayectoria de los tipos de interés reales a lo largo del tiempo, la falta de disciplina fiscal puede asociarse a la aparición de primas de riesgo más elevadas.

Es muy probable que el proceso de saneamiento presupuestario explique, en gran medida, el descenso tendencial de los tipos de interés reales en la zona del euro durante la segunda mitad de los años noventa. Por consiguiente, la caída de los tipos de interés reales en los últimos años fue un síntoma de que se estaba produciendo un cambio económico beneficioso, es decir, que se estaba avanzando por una senda de mayor sostenibilidad de las finanzas públicas y que se estaban liberando recursos económicos que el sector privado podría dedicar a usos más productivos.

## 4 Conclusiones

La desinflación, la estabilidad del tipo de cambio nominal y, en particular, el saneamiento de las finanzas públicas asociado al proceso de convergencia que culminó en la tercera fase de la UEM han sido elementos muy valiosos para reducir las distorsiones del tipo de interés real a largo plazo y liberar recursos con destino a la inversión privada. El proceso de convergencia exigía a los países que integran la zona del euro la adopción y la aplicación de políticas monetarias y fiscales bien diseñadas. Como resultado de la aplicación de estas políticas orientadas a la estabilidad en los años noventa, en el ámbito de la zona del euro, los precios son hoy más estables y las finanzas públicas están más saneadas. Aunque es innegable que hace falta profundizar en el proceso de ajuste fiscal, el grado de convergencia alcanzado hasta la fecha ha permitido que las perspectivas de crecimiento económico real sostenible, de mejora del empleo y de estabilidad de los precios dentro de la zona sean favorables.

Corresponde al Eurosistema velar por que se mantenga la estabilidad de precios en la zona del euro en el futuro. La adopción de una política monetaria creíble, que fomente la estabilidad y se centre en el mantenimiento de la estabilidad de precios a plazo medio, reduce la incertidumbre sobre la evolución futura del nivel de precios y, por consiguiente, las primas de riesgo que pueden distorsionar los tipos de interés reales a largo plazo. Como esto permite un funcionamiento más eficiente del mercado de

capitales a la hora de asignar recursos a los usos más productivos, una política monetaria que mantenga la estabilidad de precios supone una contribución importante para mejorar las perspectivas de crecimiento y empleo a medio plazo. Este argumento, junto con las demás vías a través de las cuales la estabilidad de los precios redundará en un mayor bienestar económico, es el fundamento del diseño de la estrategia de política monetaria del Eurosistema y de su crucial interés en mantener la estabilidad de precios dentro de la zona del euro (véase el artículo titulado «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», publicado en la edición de enero de 1999 del *Boletín Mensual del BCE*).

Estos beneficios que trae consigo la estabilidad de precios podrían perderse si la política monetaria se desviara de su orientación hacia la estabilidad en el medio plazo y si, por ejemplo, se tratase de «ajustar» la evolución económica a corto plazo. Una política de esta naturaleza no haría sino aumentar los niveles de incertidumbre sobre la evolución futura de los precios y podría requerir variaciones mayores y más bruscas de los tipos de interés de lo que habría sido necesario de haberse aplicado una política orientada hacia la estabilidad. Como se desprende de la evidencia presentada en este artículo, una política monetaria de este tipo elevaría simplemente las primas de riesgo y, por tanto, empeoraría las perspectivas de crecien-

to económico. Por este motivo, una política monetaria que se desviara de la orientación hacia la estabilidad iría en detrimento de las perspectivas de crecimiento y empleo a más largo plazo.

Si bien las políticas orientadas a fomentar la estabilidad han contribuido a mejorar las variables fundamentales de la economía en la zona del euro en los últimos años, todavía queda mucho por hacer en otras esferas de la política económica para aumentar el potencial de creci-

miento de la economía de la zona y reducir las altas tasas de desempleo estructural. La clave para alcanzar niveles más altos de crecimiento sostenible no inflacionario y mejorar las perspectivas del empleo dentro de la zona del euro está en adoptar las reformas económicas estructurales apropiadas, a fin de aumentar la flexibilidad y la eficiencia de los mercados de trabajo y de bienes. Estas reformas permitirían corregir los problemas estructurales que constituyen uno de los temas más candentes a los que se enfrenta Europa en la presente coyuntura.



# El sistema TARGET y los pagos en euros

*Con la introducción del euro en los once países de la Unión Europea (UE), fue necesario diseñar nuevos sistemas de pagos para que los mercados financieros de la zona del euro en su conjunto pudieran funcionar de manera tan correcta y eficiente como en las áreas monetarias nacionales. La creación de TARGET, el sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) del euro, ha hecho posible liquidar pagos en dinero del banco central en el conjunto de la zona. Otros sistemas de liquidación ofrecen canales alternativos para procesar grandes pagos en euros.*

*La experiencia ha demostrado que la comunidad financiera aprecia las características de seguridad de TARGET, así como la flexibilidad que ofrece desde el punto de vista de la gestión de la liquidez. La gran diversidad de participantes en TARGET ha contribuido también a que este sistema haya llegado a ser el más utilizado, tanto en términos del número de pagos como del valor de las transacciones, para el procesamiento de grandes pagos en euros. TARGET se utiliza, sobre todo, en pagos interbancarios, mientras que la mayoría de los pagos comerciales se procesan a través de canales alternativos.*

*En el futuro, TARGET tendrá que hacer frente a diversos desafíos. A corto plazo, tendrá que reforzar su infraestructura con el fin de reducir el número de incidencias técnicas; a largo plazo, tendrá que reducir los costes y ampliar la gama de servicios que ofrece a sus usuarios. La futura integración de otros países europeos en la zona del euro también tendrá consecuencias para TARGET y, por ello, será necesario efectuar con antelación algunos preparativos.*

## I La evolución de los sistemas de pagos en la Unión Europea durante los años noventa

Los sistemas de pagos europeos han registrado cambios sustanciales en los últimos años debido, concretamente, a los preparativos para la introducción del euro el 1 de enero de 1999. El hecho de que tanto los bancos centrales como las instituciones privadas se hayan dado cuenta a tiempo de la necesidad de establecer nuevos mecanismos de pagos para el euro ha garantizado que estos se implantaran oportunamente y con éxito. Para los bancos centrales, la fuerza motriz del cambio ha sido, y sigue siendo, el deseo de mejorar la solvencia y la eficiencia de los sistemas de pagos y de garantizar que las operaciones de política monetaria se lleven a cabo sin problemas. En la comunidad bancaria y financiera europea, ha sido la integración de los mercados y la competencia creciente lo que ha provocado el cambio.

Las infraestructuras de pagos de los distintos países, actualmente integradas en un marco que abarca la zona del euro en su conjunto, tienen diferentes antecedentes históricos, institucionales, técnicos y legales, pues fueron creadas para servir a mercados financieros nacionales de distintos tamaños y niveles de complejidad en el contexto de las políticas monetarias nacionales.

Aunque los sistemas de pagos han mantenido las características nacionales, se han desarrollado de acuerdo con ciertos principios comúnmente acordados como resultado de la integración y cooperación europeas.

Antes de que se iniciaran los trabajos preparatorios para la Unión Económica y Monetaria (UEM), se publicaron dos informes que tuvieron un efecto importante en los sistemas de pagos de la Unión Europea (UE) y que favorecieron el desarrollo de una política de sistemas de pagos común. En primer lugar, como parte de las políticas de gestión de riesgos, los bancos centrales del G10 publicaron en 1990 un documento titulado «Informe sobre los sistemas de compensación interbancaria». Dicho documento, conocido generalmente como «Informe Lamfalussy», establece unos criterios mínimos con el objetivo de que los sistemas de compensación puedan completar la fase de liquidación, incluso en el caso de que se produzca un fallo por parte del participante con una posición deudora más alta. En segundo lugar, para limitar los riesgos sistémicos, evitar el arbitraje regulador y garantizar la igualdad de condiciones entre las entidades de crédito de la Comunidad, los bancos

centrales de la UE publicaron un informe titulado «Características mínimas comunes de los sistemas de pagos nacionales». Una de las principales recomendaciones del informe fue que deberían canalizarse a través de sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) el mayor número posible de grandes pagos. Esto constituyó un hito fundamental en el desarrollo de sistemas SLBTR para el procesamiento de pagos en la UE.

Los cambios más espectaculares ocurridos en los sistemas de pagos de la UE han estado relacionados con la introducción del euro. Tras la adopción del Tratado de la Unión Europea, los bancos centrales de la UE iniciaron los trabajos preparatorios para la Unión Económica y Monetaria (UEM) y, en concreto, para su tercera y última fase, en la que se adoptaría la moneda única. En ese momento, las relaciones de pagos

entre los países de la UE descansaban casi exclusivamente en los acuerdos de corresponsalia, mecanismo que no se consideraba adecuado para satisfacer las necesidades de la nueva área monetaria. Así pues, se llegó a la conclusión de que sería necesario un sistema de pagos unificado para la zona de la moneda única a fin de garantizar una instrumentación segura de la política monetaria única, un arbitraje eficiente en los mercados monetarios y, de manera más general, la liquidación segura y eficiente de los flujos de grandes pagos entre los países participantes. Teniendo como base los principios contenidos en el informe de 1993 relativo a los sistemas de pagos nacionales, el Consejo del Instituto Monetario Europeo (IME) decidió establecer un sistema automatizado transeuropeo para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET) que interconectara a los sistemas SLBTR nacionales.

## 2 TARGET, el sistema de pagos esencial para el euro

TARGET se estableció con el fin de conseguir dos objetivos fundamentales: en primer lugar, facilitar la integración del mercado monetario en euros para poder instrumentar sin problemas la política monetaria única y, en segundo lugar, mejorar la solvencia y la eficiencia de los pagos transfronterizos en la zona del euro. Para ello, TARGET ofrece la posibilidad de realizar transferencias transfronterizas sobre las cuentas de las entidades en el banco central de una manera tan fluida como si fueran transferencias nacionales. TARGET puede utilizarse para efectuar cualquier transferencia en euros entre países de la UE. Procesa tanto pagos interbancarios como pagos de clientes y no existe límite superior ni inferior en cuanto al valor de los pagos.

Se acordó desde el principio que TARGET sería un sistema descentralizado en el que las entidades de crédito mantendrían sus cuentas de liquidación en sus respectivos bancos centrales nacionales. Por lo tanto, los pagos nacionales de TARGET siguen procesándose en los sistemas SLBTR nacionales. Los pagos transfronterizos de TARGET se procesan a través de los sistemas SLBTR nacionales y se intercambian de forma bilateral y directa entre los bancos centrales nacionales (BCN). El hecho de que todas las entidades de

crédito que participan en los sistemas SLBTR nacionales tengan acceso, automáticamente, al servicio transfronterizo de TARGET garantiza una participación muy amplia en el sistema.

El sistema TARGET tuvo que ponerse en marcha en un período de tiempo que puede considerarse muy corto para un proyecto de tal escala. Con el fin de minimizar el tiempo y los costes en que incurrirían los bancos centrales y las entidades de crédito al establecer el sistema, se acordó armonizar los sistemas SLBTR nacionales únicamente en lo que fuera necesario para garantizar la uniformidad de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) y la igualdad de condiciones para las entidades de crédito. Las áreas que se armonizaron fueron el horario de funcionamiento, la estructura de las tarifas y la provisión de crédito intradía. Además, se definieron unas características de funcionamiento y unos dispositivos de seguridad mínimos y comunes para los sistemas SLBTR conectados con TARGET. Aunque siguen existiendo algunas diferencias técnicas y de organización entre los BCN, TARGET se ha diseñado de tal manera que los usos nacional y transfronterizo de este sistema sean muy similares para los participantes.

Únicamente se exige que se efectúen a través de TARGET los pagos relativos a operaciones de política monetaria del Eurosistema y la liquidación de otros sistemas de grandes pagos que operan en euros. Para los demás pagos, los participantes en el mercado pueden emplear otros sistemas de grandes pagos que operen en paralelo con TARGET o acuerdos de correspondencia. No obstante, para procurar la máxima seguridad en el procesamiento de grandes pagos, el Eurosistema comunicó claramente al mercado que esperaba que dichos pagos (concretamente, los procedentes del mercado monetario) se procesaran a través de TARGET.

En circunstancias normales, los pagos llegan a su destino pocos minutos después de haberse adeudado en la cuenta del participante presentador. Todos los pagos se tratan de la misma manera, independientemente de su valor. Los pagos se hacen irrevocables tan pronto como se adeudan en la cuenta que la entidad presentadora tiene en su BCN e inmediatamente adquieren firmeza cuando se abonan en la cuenta del banco central del participante receptor. Todos los participantes están identificados mediante Códigos de Identificación Bancaria (*Bank Identifier Codes*, BIC) y figuran en el Directorio de TARGET que se puede obtener en S.W.I.F.T.

Con el fin de satisfacer las necesidades del mercado financiero en general y de sus clientes en particular, los servicios SLBTR de TARGET están en funcionamiento muchas horas al día, pues abren a las 7.00 horas y cierran a las 18.00 horas, hora del BCE (hora central europea). Para que los participantes puedan gestionar mejor su liquidez al cierre de la sesión, los pagos de clientes están sujetos a una hora límite, establecida en las 17.00 horas. Además, TARGET no opera en determinados días festivos comunes a todos los países de la UE. En 1999, TARGET cerró el día de Año Nuevo y también lo hará el día de Navidad. Excepcionalmente, para facilitar la transición al nuevo siglo, el sistema permanecerá cerrado el 31 de diciembre de 1999. Como el número de pagos procesados los días que son festivos en la mayoría de los países de la zona del euro ha sido bastante bajo<sup>1</sup>, TARGET cerrará seis días en el año 2000 a petición del sector bancario europeo: el día de Año Nuevo, el Viernes Santo, el

Lunes de Pascua, el 1 de mayo (día del Trabajo), el día de Navidad y el 26 de diciembre. Las fechas en que TARGET no opera son, de hecho, días en que no se efectúan liquidaciones en el mercado monetario ni en los mercados financieros en euros, ni se realizan operaciones con divisas en las que intervenga el euro.

El uso de TARGET se basa en una estructura de tarifas transparente. La tarifa cobrada por los pagos transfronterizos depende del número de operaciones realizadas por los participantes en un único sistema SLBTR y está sujeta a una escala decreciente: 1,75 euros por cada una de las 100 primeras operaciones mensuales; 1 euro por cada una de las siguientes 900 operaciones mensuales y 0,80 euros por cada una de las transacciones siguientes. Por consiguiente, para los grandes bancos, la tarifa media por pago se sitúa en torno a los 0,85 euros. La tarifa por pagos transfronterizos no depende del destino ni del valor del pago. A los usuarios del servicio transfronterizo de TARGET no se les cobra ninguna otra cuota de admisión ni ninguna cuota periódica. Las tarifas para las operaciones nacionales, todavía fijadas por los BCN, son, normalmente, bajas.

Uno de los temas cruciales referentes al funcionamiento de los sistemas SLBTR está relacionado con la disponibilidad y el coste de la liquidez. En TARGET, la liquidez se puede gestionar de manera muy flexible y se puede disponer de ella a un coste bajo, dado que las reservas mínimas —que las entidades de crédito tienen que mantener en el banco central de su país— se pueden utilizar durante el día para efectuar la liquidación de operaciones. Además, los mecanismos de promediación que se aplican a las reservas mínimas permiten la flexibilidad en la gestión de la liquidez al final del día. Las facilidades de crédito y de depósito a un día también permiten reaccionar «en el último minuto» ante situaciones de liquidez inesperadas. Además, el Eurosistema concede, sin coste alguno, crédito intradía ilimitado. El crédito del banco central tiene que estar plenamente garantizado, aunque la gama de activos de garan-

<sup>1</sup> En 1999, el número de pagos procesados el Viernes Santo y el Lunes de Pascua a través de TARGET y de los principales sistemas de pagos que operan en euros fue inferior a la mitad de la media diaria.

tía admitidos es muy amplia. Los activos aceptados con fines de política monetaria también pueden emplearse para la obtención de crédito intradía.

Para facilitar el uso transfronterizo de los activos de garantía, el Eurosistema ha establecido el modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC), que permite a los participantes obtener crédito del banco central de su país utilizando activos de garantía mantenidos en otro banco central. Además, también se han aprobado un gran número de enlaces entre los sistemas de liquidación de valores para facilitar el uso transfronterizo de los activos de garantía. El saldo de dichos activos alcanza un valor de 5,5 billones de euros. A finales de septiembre de 1999, las garantías mantenidas en el Eurosistema estaban valoradas en 620 mm de euros, de los cuales 85 mm se mantenían de modo transfronterizo.

Una característica única de TARGET es que se puede disponer de sus servicios de pago en euros en toda la UE, es decir, en una zona más amplia que aquella en la que se ha adoptado la moneda única. La situación específica respecto a los cuatro países de la UE que aún no han adoptado el euro (Dinamarca, Grecia, Suecia y el Reino Unido) está relacionada con un problema histórico: debido a que era necesario que todos los países que adoptaran el euro participaran en TARGET y a que hubo poco tiempo para establecer el sistema, todos los BCN de la UE tuvie-

ron que invertir dinero en TARGET antes de saber si formarían parte de la zona del euro o no. Así, el Consejo del IME acordó en 1995 que todos los BCN de la UE se prepararan para conectarse con TARGET en 1999. Se señaló, sin embargo, que, para aquellos países que no adoptaran el euro desde el comienzo, la conexión estaría sujeta a las condiciones que decidiera el Consejo de Gobierno del BCE.

Estas condiciones fueron acordadas en julio de 1998 por el Consejo de Gobierno del BCE. La decisión fue la de permitir que los BCN que no pertenecieran a la zona del euro ofrecieran cuantías limitadas de liquidez intradía en euros a sus entidades de crédito sobre la base de un depósito en euros mantenido en el Eurosistema. Se han establecido garantías con el fin de que las entidades de crédito no residentes en la zona del euro puedan siempre devolver el crédito intradía a su debido tiempo, evitando, así, la necesidad de acudir al crédito a un día en euros del banco central. Este acuerdo es muy especial, pues es la primera vez que un banco central permite que bancos centrales que pertenecen a otras áreas monetarias proporcionen mecanismos de liquidación en su propia moneda. Una «declaración» efectuada por el BCE en noviembre de 1998 puso de manifiesto que la liquidez en euros solo puede ser proporcionada por los bancos centrales que pertenecen al Eurosistema, e indicó que la posibilidad ofrecida a los bancos centrales que no son de la zona era una excepción.

## Recuadro

### La adaptación de TARGET al año 2000

TARGET ha finalizado con éxito sus ciclos de pruebas, que se iniciaron con un examen de los componentes básicos y procedieron sistemáticamente a través de todos los niveles del sistema. Además de la cuestión de la transición de 1999 al año 2000, también se trató el problema de que el año 2000 es bisiesto. Se ha impuesto una moratoria en TARGET desde el 1 de octubre al 1 de marzo del 2000, período durante el cual no se efectuarán, en general, cambios en los sistemas.

El 25 de septiembre de 1999, TARGET demostró su adaptación al año 2000 al realizarse una prueba general de una sesión completa en un entorno simulado. Los sistemas abrieron con fecha 3 de enero del año 2000 y, sin que se detectara ningún problema relacionado con el año 2000, procesaron pagos transfronterizos de clientes e interbancarios presentados y recibidos por varios miles de entidades de crédito. Otros sistemas de pagos y de liquidación, que liquidan a través de TARGET, abrieron específicamente para esta demostración de TARGET y pudieron cerrar con éxito las operaciones del día.

### 3 La coexistencia de sistemas paralelos

La infraestructura de los sistemas de grandes pagos en la zona del euro se caracteriza por la coexistencia de varios de ellos. En 1998, el Euro-sistema realizó una evaluación de aquellos sistemas de pagos que, paralelamente con TARGET, procesarían grandes pagos en euros. Como resultado de ella, cinco sistemas se consideraron aceptables. Dos de ellos, los de Finlandia y España, son pequeños sistemas locales; los otros tres son Euro I, *Euro Access Frankfurt* (EAF) y el *Système Net Protégé* (SNP).

Estos sistemas tienen que liquidar en cuentas en el banco central a través de TARGET. A fin de que los participantes tengan el tiempo necesario para liquidar y, posteriormente, gestionar la liquidez, estos sistemas tienen que cerrar la sesión a las 16.00 horas. Aunque no es un requisito que sus participantes residan en la zona del euro, se les pide, sin embargo, que demuestren que tienen fácil acceso al dinero en euros del banco central, con el fin de facilitar la liquidación oportuna de sus posiciones al final del día.

El Euro I es una iniciativa en la que participan las entidades de crédito residentes en la UE y las sucursales localizadas en la zona del euro de bancos no residentes. El sistema está gestionado por la Sociedad de Compensación de la EBA, que fue creada por la Asociación Bancaria del Euro (*Euro Banking Association*, EBA), con el fin de dirigir y gestionar el citado sistema a partir del 1 de enero de 1999. Dicha Sociedad es la sucesora de la Cámara de Compensación y Liquidación del ECU. Aunque, desde un punto de vista operativo, el Euro I es un sistema de liquidación neta, jurídicamente se basa en la «estructura de obligación única», por la que cada participante tiene, en cada momento, una única obligación o derecho de pago con respecto al conjunto de los demás participantes. La obligación o el derecho único equivale al saldo neto de todos los pagos presentados o recibidos. Tan pronto como se procesa cada pago, se actualiza la obligación única de cada participante. Al cierre de la sesión, el Euro I liquida en euros contra una cuenta mantenida en el BCE. Los miembros del Euro I están sujetos al acuerdo de distribución de pérdidas y, para garantizar una liquidación oportuna

en el caso de que falle un participante, todos han de contribuir equitativamente a un fondo de liquidez mantenido por la EBA en el BCE. En el Euro I hay una fuerte participación internacional: en septiembre de 1999 había 72 bancos liquidadores de los Estados miembros de la UE y cinco de países que no pertenecen a la UE (Australia, Japón, Noruega, Suiza y Estados Unidos), todos ellos con su sede social o con sucursales en la UE.

El EAF (*Euro Access Frankfurt*) es un sistema de grandes pagos desarrollado y gestionado por el *Deutsche Bundesbank*. Como sistema «híbrido», combina elementos tanto de sistemas de liquidación bruta como neta. En el EAF, los pagos se sitúan en colas de espera y, a intervalos muy frecuentes, el sistema liquida los pagos que se encuentran cubiertos por nuevos fondos o por los saldos de las cuentas internas del EAF; los saldos de estas cuentas están en euros y no se permiten descubiertos. Para optimizar la cuantía de los fondos disponibles en el sistema, los participantes pueden mover la liquidez entre sus cuentas en el sistema SLBTR nacional y el EAF. No existe riesgo para los participantes receptores porque, dentro del sistema, no se concede crédito intradía implícito, como ocurre en el caso de los sistemas de liquidación netos. Por lo tanto, no se necesitan acuerdos de distribución de pérdidas. En septiembre de 1999, el EAF contaba con 68 participantes directos procedentes de 13 países.

En Francia, el sistema de liquidación neto *Système Net Protégé* (SNP), creado en febrero de 1997, fue sustituido el 19 de abril de 1999 por un sistema híbrido, el PNS (*Paris Net Settlement* o Sistema de liquidación de París). En gran medida, el PNS se basa en los mismos principios operativos que el EAF. Un puente de liquidez con el sistema SLBTR francés, el TBF, permite a los participantes gestionar centralizadamente sus posiciones en euros. En septiembre de 1999, 24 bancos liquidadores participaban en el PNS.

También existen dos sistemas locales más pequeños. El Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI), gestionado por la Cámara de Compensación de Madrid, fue establecido en octu-

bre de 1997. En septiembre de 1999, el SEPI contaba con 40 participantes directos. En el sistema POPS finlandés, que ha venido operando desde 1996, los pagos se ordenan en la moneda nacional, aunque la liquidación se lleva a cabo en euros. El POPS contaba con 9 participantes en septiembre de 1999.

Por último, los acuerdos de corresponsalía tradicionales continúan ofreciendo una alternativa a los sistemas de pagos organizados. Sin embargo, como consecuencia de la introducción del euro, los acuerdos de corresponsalía han experimentado un cambio sustancial. Se ha

puesto de manifiesto un fuerte proceso de consolidación —reduciéndose sensiblemente el número de relaciones de corresponsalía— y una tendencia hacia las fusiones entre algunas de las más importantes entidades de crédito europeas que actúan como proveedoras de servicios. Aunque puede que ya no sean necesarios los acuerdos de corresponsalía en la zona del euro, parece, sin embargo, que los bancos desean mantener, al menos hasta que finalice el período de transición en el año 2002, una o dos cuentas de corresponsalía en cada país de la zona para el procesamiento de pagos en moneda nacional.

#### 4 Experiencia obtenida en el procesamiento de pagos en euros<sup>2</sup>

Después del paso al euro el 1 de enero de 1999, fecha en la que todos los fondos mantenidos por las entidades de crédito en el Eurosistema fueron convertidos de las monedas nacionales al euro —utilizando tipos de cambio fijos e irrevocables—, el sistema TARGET inició sus operaciones con éxito el lunes 4 de enero de 1999, con unos 5.000 participantes de toda la UE.

En su primer día de existencia, TARGET procesó 156.000 pagos con un valor total de 1,8 billones de euros de los cuales unos 5.000 eran pagos transfronterizos con un valor total aproxi-

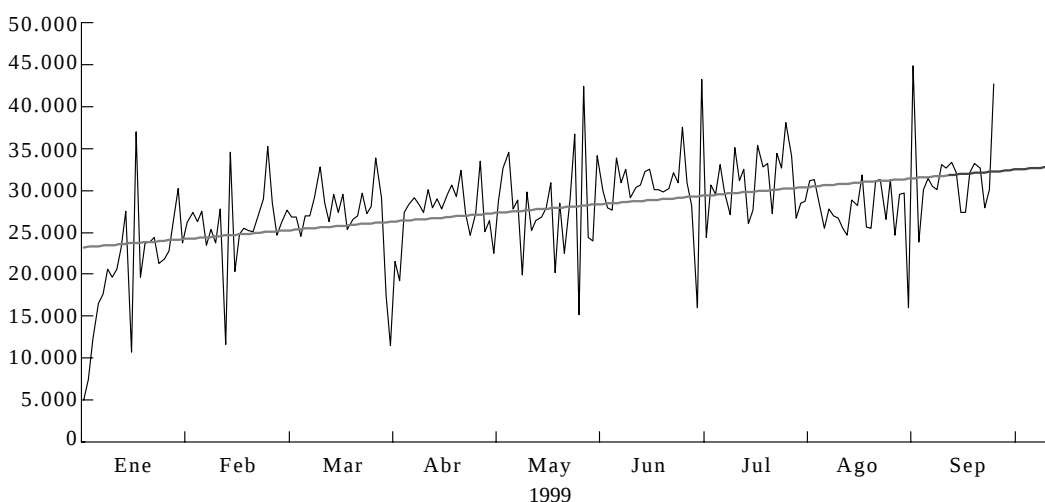
mado de unos 245 mm de euros. En general, se esperaba que el aumento de la actividad transfronteriza fuese gradual pero, de hecho, después de tan solo una semana de funcionamiento, el volumen de pagos transfronterizos procesado a través de TARGET aumentó rápidamente hasta un nivel de entre 20.000 a 30.000 transacciones diarias, que representaban un valor de entre 300 y 400 mm de euros. El número

<sup>2</sup> La dirección del BCE en Internet: <http://www.ecb.int> proporciona información adicional sobre TARGET, incluyendo estadísticas sobre los sistemas de pagos que operan en euros.

#### Gráfico I

#### Volumen de pagos transfronterizos procesados a través de TARGET

(datos diarios)



total de pagos procesados a través de TARGET, es decir, el conjunto de los pagos nacionales más los transfronterizos, se eleva a una media diaria de más de 163.000 (de los que 133.000 son nacionales), que representan un valor de unos 880 mm de euros (de los cuales, 530 mm de euros son nacionales)<sup>3</sup>.

La rápida reducción de los diferenciales de tipos de interés en el mercado a un día en enero de 1999 y la alta proporción de grandes pagos que han sido procesados a través de TARGET en tiempo real (véase cuadro I más adelante) muestran que el sistema ha cumplido claramente sus principales objetivos: facilitar la integración del mercado monetario en euros y mejorar la solvencia y eficiencia de los sistemas de pagos.

Los otros sistemas de grandes pagos en euros iniciaron también sus operaciones sin problemas y, tomados en conjunto, liquidaron pagos por una media diaria de unos 400 mm de euros.

A lo largo de 1999, el sistema Euro I se ha convertido en la alternativa a TARGET más utilizada, tanto en cuanto al volumen (71.600 pagos al día) como en cuanto al valor (casi 170 mm de euros). El sistema híbrido alemán EAF era anteriormente el sistema a través del cual se liquidaba la mayoría de las transacciones de divisas contra marcos alemanes. Con la introducción del euro perdió alrededor del 50% del negocio que canalizaba antes de la UEM. No obstante, sigue procesando unos 46.000 pagos diarios por un valor total de más de 140 mm de euros. El PNS francés ha mantenido una evolución estable, procesando 19.000 pagos al día, con un valor medio diario de unos 90 mm de euros. Las cifras del SEPI, con 3.900 pagos (y un valor de 3 mm de euros) y del POPS, con 3.300 pagos diarios (y un valor de 1 mm de euros), se sitúan muy por debajo de las correspondientes a los sistemas anteriormente mencionados.

<sup>3</sup> Cuando no se hace referencia al período, las cifras se refieren al tercer trimestre de 1999.

## Cuadro I

### Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos

[volumen medio diario (número de pagos) y valor de las operaciones (en mm de euros)]

|                                                             | 1999    |         |         |         |         |         |         |         |         |
|-------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                                                             | Ene     | Feb     | Mar     | Abr     | May     | Jun     | Jul     | Ago     | Sep     |
| <b>TARGET</b>                                               |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Todos los pagos de TARGET                                   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Volumen                                                     | 150.777 | 154.071 | 159.126 | 151.937 | 155.239 | 167.575 | 169.952 | 154.442 | 164.674 |
| Valor                                                       | 1.042   | 943     | 913     | 923     | 869     | 923     | 924     | 844     | 885     |
| Pagos transfronterizos de TARGET                            |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Volumen                                                     | 20.113  | 26.010  | 27.816  | 26.745  | 26.938  | 31.061  | 30.865  | 28.471  | 30.676  |
| Valor                                                       | 355     | 350     | 342     | 350     | 334     | 370     | 368     | 342     | 352     |
| Pagos nacionales de TARGET                                  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Volumen                                                     | 130.663 | 128.061 | 131.310 | 125.191 | 128.301 | 136.514 | 139.088 | 125.971 | 133.997 |
| Valor                                                       | 687     | 593     | 571     | 573     | 536     | 554     | 556     | 502     | 532     |
| <b>Otros sistemas</b>                                       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Euro 1 (EBA)</b>                                         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Volumen                                                     | 42.752  | 53.113  | 60.408  | 59.872  | 63.609  | 72.605  | 72.327  | 66.247  | 76.278  |
| Valor                                                       | 172     | 173     | 178     | 172     | 156     | 169     | 163     | 164     | 175     |
| <b>Euro Access Frankfurt (EAF)</b>                          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Volumen                                                     | 47.941  | 46.726  | 47.965  | 43.895  | 43.671  | 48.453  | 47.552  | 44.252  | 46.263  |
| Valor                                                       | 200     | 159     | 158     | 148     | 140     | 154     | 146     | 135     | 143     |
| <b>Paris Net Settlement (PNS)</b>                           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Volumen                                                     | 21.974  | 21.749  | 21.578  | 20.351  | 19.239  | 21.201  | 20.670  | 17.223  | 18.866  |
| Valor                                                       | 107     | 87      | 82      | 96      | 87      | 100     | 94      | 84      | 89      |
| <b>Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI)</b>      |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Volumen                                                     | 5.035   | 4.610   | 4.651   | 4.346   | 4.473   | 4.529   | 4.374   | 3.574   | 3.885   |
| Valor                                                       | 8       | 4       | 4       | 3       | 4       | 4       | 3       | 3       | 3       |
| <b>Pankkien väliset On-line Pikasiirrot ja Sekit (POPS)</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Volumen                                                     | 2.192   | 2.993   | 3.174   | 3.453   | 3.465   | 6.854   | 3.492   | 3.431   | 3.113   |
| Valor                                                       | 1       | 1       | 1       | 2       | 1       | 1       | 1       | 1       | 1       |

Debido a la coexistencia de distintas vías de pago, no fue posible evitar algunos problemas iniciales a principios de año. Aunque la comunidad bancaria elaboró en 1998 un conjunto de recomendaciones sobre las prácticas idóneas al respecto, los operadores de pagos y los gestores de liquidez se encontraron con el reto de hacer frente a incertidumbres en cuanto a la canalización de los pagos. Los pagos se recibían a través de canales inesperados y esto dificultó la gestión eficiente de la liquidez. Sin embargo, la Federación Bancaria Europea y otros organismos han elaborado un conjunto de directrices para ayudar a los bancos a gestionar su liquidez de forma más eficiente.

Por razones de gestión del riesgo, los sistemas de liquidación neta, tales como el Euro I, han de aplicar límites obligatorios a las posiciones deudoras netas que puedan surgir entre los participantes del sistema. Si las entradas y salidas no se compensan a lo largo del día, tales límites pueden restringir la capacidad de los participantes para intercambiar pagos. Con objeto de superar esta dificultad, los participantes en Euro I han hecho uso de «*swaps* intra-sistema». En un *swap* intra-sistema, por ejemplo, un participante en Euro I que tiene un exceso de fondos disponibles envía un pago a otro participante en Euro I que está experimentando una escasez de fondos; al mismo tiempo, este último envía un pago de la misma cuantía al primero, a través de TARGET. Como actualmente no existe mecanismo alguno que ligue las dos partes de la transacción *swap*, tales operaciones entrañan un cierto riesgo de crédito para las partes involucradas.

Tanto los datos estadísticos como la información obtenida de las distintas asociaciones bancarias de la UE, de los Grupos de Usuarios de TARGET y de los participantes individuales, indican que TARGET está reconocido como el canal estándar para grandes pagos transfronterizos en euros. El sistema se ha mostrado capaz de procesar un número significativo de grandes pagos en un corto pe-

ríodo de transmisión. Además, el crédito intradía totalmente garantizado ha demostrado ser mucho menos problemático de lo que muchos bancos esperaban antes del inicio de las operaciones de TARGET. La diferencia de precio entre TARGET y los sistemas alternativos no parece haber sido óbice para la extensa utilización de TARGET por parte de los bancos. Incluso los mayores bancos, que disponen de alternativas más baratas para procesar sus pagos, utilizan asiduamente TARGET para sus grandes pagos dado que TARGET ofrece ventajas en términos de gestión de la liquidez. Además, muchos bancos de tamaño mediano y pequeño, que carecen de acceso a otros sistemas, valoran favorablemente los precios de TARGET porque son más bajos que las comisiones de corresponsalía que, de otro modo, hubieran tenido que pagar.

No obstante, la naturaleza heterogénea de TARGET implica aún problemas tanto de eficiencia como de costes. Los problemas de eficiencia provienen del hecho de que cualquier sistema con un gran número de conexiones encontrará probablemente dificultades con mayor frecuencia de lo que ocurriría en un sistema centralizado o en un sistema descentralizado con componentes locales idénticos. Los problemas relacionados con los costes provienen principalmente del hecho de que cada vez que ha de modificarse el *software* de TARGET, dicha modificación ha de realizarse 15 veces. En este terreno, la actual infraestructura de TARGET ofrece posibilidades de mejora. Se han tomado ya medidas para mejorar la disponibilidad de aquellos sistemas SLBTR nacionales que han presentado hasta la fecha problemas técnicos con demasiada frecuencia. Además, a largo plazo, la infraestructura de TARGET debería ser capaz de acomodar la fuerte demanda por parte de los usuarios de una mayor armonización de los diferentes sistemas SLBTR que participan en TARGET, así como, posiblemente, de ofrecer a dichos usuarios servicios complementarios tales como facilidades de gestión de la liquidez intradía.

## Cuadro 2

### Distribución de los flujos de pagos en TARGET

[volumen medio diario (número de pagos) y valor de los pagos nacionales y transfronterizos (en mm de euros) enviados por cada SLBTR que participa en TARGET o está conectado con él, tercer trimestre de 1999]

|                  | Nacionales |        | Transfronterizos |       |
|------------------|------------|--------|------------------|-------|
|                  | Volumen    | Valor  | Volumen          | Valor |
| ELLIPS (BE)      | 3.448      | 12,57  | 2.219            | 29,58 |
| ELS (DE)         | 62.395     | 78,18  | 10.522           | 90,94 |
| SLBE (ES)        | 7.801      | 99,68  | 697              | 13,24 |
| TBF (FR)         | 5.738      | 187,82 | 3.737            | 56,60 |
| IRIS (IE)        | 1.050      | 9,47   | 579              | 3,95  |
| BI-REL (IT)      | 34.691     | 63,58  | 3.317            | 27,20 |
| LIPS-Gross (LU)  | 227        | 2,71   | 647              | 7,95  |
| TOP (NL)         | 10.482     | 39,04  | 1.457            | 28,01 |
| ARTIS (AT)       | 2.304      | 7,48   | 1.618            | 7,59  |
| SPGT (PT)        | 1.237      | 5,57   | 714              | 3,19  |
| BOF-RTGS (FI)    | 801        | 4,41   | 313              | 5,37  |
| EPM (ECB)        | 0          | 0,00   | 55               | 8,67  |
| DEBES (DK)       | 21         | 0,07   | 243              | 4,65  |
| HERMES euro (GR) | 34         | 0,01   | 63               | 1,27  |
| Euro RIX (SE)    | 10         | 0,27   | 156              | 4,95  |
| CHAPS Euro (UK)  | 2.778      | 19,15  | 3.668            | 60,87 |

En términos de valor, más de la mitad de los grandes pagos en euros se procesan en dos países: Alemania y Francia. Además de los pagos procesados por EAF y PNS y de la participación de sus bancos en el tráfico del sistema Euro I, también corresponde a estos dos países una gran parte de los pagos de TARGET, aunque dentro de TARGET presentan un perfil de actividad muy diferente.

A los participantes alemanes corresponde la mayor parte de los pagos transfronterizos de TARGET (más de un tercio del número de pagos enviados y más de la cuarta parte en términos de valor). En el ámbito nacional, ELS, el componente alemán de TARGET, procesa casi la mitad de número total de pagos enviados aunque solo el 15% de los mismos en términos de valor. TBF, el componente francés, procesa tan solo el 4% del número total de pagos TARGET nacionales por volumen, pero maneja más de un tercio del valor total de pagos nacionales en TARGET. Parece ser que en Francia, TARGET se usa casi exclusivamente para pagos provenientes de los mercados financieros, mientras que en Alemania se procesa a través del sistema un gran número de pagos comerciales, o incluso de pagos al por menor. La principal razón del alto valor de pagos nacionales en TBF es el nivel de actividad extraordinariamente alto del mercado monetario de París.

El componente del Reino Unido en TARGET, CHAPS Euro, procesa un porcentaje relativamente alto de pagos transfronterizos en TARGET (aunque una parte importante de dichos pagos corresponde a movimientos de liquidez entre las oficinas centrales de los bancos británicos en Londres y sus sucursales en la zona del euro). Los pagos nacionales en CHAPS Euro son relativamente modestos. Desmintiendo las expectativas anteriores, los grandes pagos nacionales en euros son casi insignificantes en los otros tres países que no han adoptado aún el euro.

Los días festivos en Estados Unidos tienen un efecto significativo sobre los sistemas de pagos de la UE porque en esos días no se liquida ninguna transacción euro/dólar. Se produjo una reducción de alrededor del 50% (40% en valor) en el número de transacciones transfronterizas procesadas a través de TARGET, y algunos componentes nacionales, como el francés y el británico, registraron disminuciones incluso mayores en sus movimientos de fondos en esos días. Por el contrario, los días festivos en Estados Unidos no han afectado mucho a la actividad nacional de TARGET en otros países. El impacto de las festividades estadounidenses sobre Euro I y EAF fue también marcado, especialmente en términos de valor (alrededor del 70% y el 55%, respectivamente). La actividad

### Cuadro 3

#### Valor medio de los pagos

(mm de euros)

|                  | Ene  | Feb  | Mar  | Abr  | May  | Jun  | Jul  | Ago  | Sep  |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| TARGET (total)   | 6,9  | 6,1  | 5,7  | 6,1  | 5,6  | 5,5  | 5,4  | 5,5  | 5,4  |
| Transfronterizos | 17,7 | 13,5 | 12,3 | 13,1 | 12,4 | 11,9 | 11,9 | 12,0 | 11,5 |
| Nacionales       | 5,3  | 4,6  | 4,4  | 4,6  | 4,2  | 4,1  | 4,0  | 4,0  | 4,0  |
| Euro 1           | 4,0  | 3,3  | 3,0  | 2,9  | 2,4  | 2,3  | 2,3  | 2,5  | 2,3  |
| EAF              | 4,2  | 3,4  | 3,3  | 3,4  | 3,2  | 3,2  | 3,1  | 3,1  | 3,1  |
| PNS              | 4,8  | 4,0  | 3,8  | 4,7  | 4,5  | 4,7  | 4,5  | 4,9  | 4,7  |
| SEPI             | 1,7  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 0,8  |
| POPS             | 0,7  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 0,2  | 0,4  | 0,4  | 0,3  |

en PNS se vio afectada en muy pequeña medida. Esto indica que los sistemas que se utilizan principalmente para la liquidación de transacciones euro/dólar son Euro 1, EAF y, dentro de TARGET, TBF y CHAPS Euro.

Respecto a los días festivos en el Reino Unido que no coinciden con los del resto de la UE, solo el componente transfronterizo de TARGET mostró una pequeña disminución de la actividad, especialmente en términos de valor. La influencia de las festividades japonesas ha sido también insignificante. Esto indica que la actividad cambiaria entre el euro y estas dos monedas es mucho menos importante que la del mercado euro/dólar.

El valor medio de pagos transfronterizos a través de TARGET (11,5 millones de euros en septiembre de 1999) es significativamente más alto que el correspondiente a los pagos nacionales (4 millones de euros). Los altos valores transfronterizos pueden explicarse por el gran número de «transferencias de liquidez» realizadas en el sistema. Los bancos que tienen centralizada su gestión de liquidez, la distribuyen a sus sucursales y filiales en el extranjero por la mañana y reciben de vuelta los excedentes de fondos de aquellas al final de la tarde.

El valor medio de las transacciones procesadas por los sistemas de grandes pagos en euros está disminuyendo. La principal razón para ello es el progresivo trasvase de los pagos comerciales desde acuerdos de corresponsalía hacia sistemas de pagos organizados. En septiembre de 1999, el 25% de los pagos transfronterizos procesados a través de TARGET eran pagos de clientes, mientras que en enero la cifra correspondiente era de solo el 15%. El aumento de los pagos de clientes ha sido también muy pronunciado en Euro 1. En enero de 1999, los pagos de clientes representaban alrededor del 39% del número total de pagos, mientras que en septiembre representaban ya el 52%.

La utilización de TARGET y de otros sistemas de grandes pagos para la realización de pagos de clientes permite a las empresas mejorar su gestión de la liquidez. Sin embargo, la clientela minorista no se ha beneficiado todavía de estas mejoras porque la organización de tales sistemas, en el ámbito interbancario e intrabancario, no resulta aún adecuada como soporte para procesar, de modo eficiente, las transferencias de pagos transfronterizos al por menor. Esta es la razón por la cual el BCE publicó en septiembre de 1999 un informe sobre sistemas de pagos transfronterizos al por menor. En este te-

### Cuadro 4

#### Porcentaje de los pagos de clientes en el total de los pagos transfronterizos procesados por TARGET

|         | Ene  | Feb  | Mar  | Abr  | May  | Jun  | Jul  | Ago  | Sep  |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Volumen | 14,5 | 16,2 | 18,0 | 20,5 | 21,8 | 21,4 | 23,4 | 23,3 | 24,9 |
| Valor   | 1,5  | 1,9  | 2,1  | 2,1  | 2,2  | 2,5  | 2,5  | 2,1  | 2,7  |

rreno, el Eurosistema ha llegado a la conclusión de que, al menos por el momento, debería funcionar como catalizador del cambio en vez de aumentar su implicación operativa. El informe incluye una serie de objetivos que se

proponen a la comunidad bancaria para su cumplimiento antes de enero del 2002, fecha en la que todas las operaciones diarias realizadas por los ciudadanos de la zona del euro vendrán denominadas en euros.

## 5 Conclusiones y perspectivas

En los primeros días de 1999, la actividad de los mercados financieros se basaba todavía, en gran medida, en infraestructuras y procedimientos que se habían desarrollado desde una perspectiva nacional. No es sorprendente, por tanto, que las fuerzas del mercado hayan venido modificando dichas estructuras y los correspondientes procedimientos operativos, con objeto de que satisfagan mejor las necesidades de la nueva área monetaria.

Se espera que, en el año 2000, el inicio de las operaciones del sistema de Conexión Continua de Liquidación (*Continuous Linked Settlement*, CLS) para transacciones en divisas suponga cambios significativos dentro de los sistemas de pagos de la zona del euro, dado que se espera que el número de grandes pagos disminuya sustancialmente. Se trata de una tendencia que puede, sin embargo, quedar parcialmente compensada por otras tendencias, tales como una disminución adicional de los acuerdos de corresponsalía en la zona del euro y una utilización creciente de acuerdos de entrega-contrapago (ECP) en los mercados de valores.

A largo plazo, la integración de posibles nuevos Estados miembros de la UE en los sistemas de pagos de la zona del euro constituirá un nuevo reto, en especial para TARGET. En la actualidad, 12 países de Europa central y del este son oficialmente candidatos para incorporarse a la UE y deberán proporcionar conexión con TARGET a

los bancos de sus países, tan pronto como se incorporen a la zona del euro. Con objeto de asegurar la adecuada conexión con TARGET de los SLBTR de los países en cuestión, se requerirá una estrecha cooperación entre el Eurosistema y los bancos centrales de los países que se incorporen a la zona del euro.

La experiencia obtenida durante los tres primeros trimestres de 1999 muestra que TARGET ha cumplido claramente sus objetivos. Sin embargo, TARGET no es un sistema estático. Para continuar siendo atractivo a largo plazo, el servicio TARGET será reforzado con objeto de hacer frente a las exigencias futuras, tanto técnicas, como empresariales y de eficiencia. El Eurosistema prestará especial atención a ofrecer un buen servicio —fácil acceso, soporte-ECP, características de ahorro de liquidez, oportunidad y transparencia de los procesos, etc.—, así como a la disponibilidad y eficiencia en cuanto a los costes. Con objeto de asegurar que TARGET satisfaga las necesidades futuras del mercado, el Eurosistema seguirá buscando información y reacciones de los grupos nacionales de usuarios de TARGET y, en general, de la comunidad bancaria y financiera. El Eurosistema se compromete firmemente a contribuir al desarrollo de las infraestructuras eficientes que sean precisas para garantizar la posición del euro como unidad de cuenta, como depósito de valor y como medio de cambio que es altamente respetado en todo el mundo.



# Instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo

*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») no solo atribuyen al Banco Central Europeo (BCE) la facultad de celebrar acuerdos con terceros, sino que le confieren, asimismo, potestades normativas. En el ámbito legislativo, estas se refieren, por un lado, a la participación del BCE en la formulación de propuestas o a la recomendación de modificaciones de determinadas disposiciones de los Estatutos y a la elaboración de actos jurídicos comunitarios y nacionales. Por otro lado, en el ámbito de sus propias competencias, el BCE puede adoptar actos y otros instrumentos jurídicos que estén destinados a terceros o en los que se establezcan normas para el Sistema Europeo de Bancos Centrales/Eurosistema. En el presente artículo se analizan las potestades normativas del BCE que garantizan el funcionamiento eficaz del Sistema Europeo de Bancos Centrales/Eurosistema y refuerzan su independencia. El BCE entiende que la mayor influencia que le otorgan las potestades normativas que le son conferidas entraña, a la vez, una mayor responsabilidad, además de unas exigencias más estrictas de rendición de cuentas. Tal como se ha señalado en repetidas ocasiones, el objetivo del BCE es no solo garantizar la transparencia de sus actuaciones y la claridad de sus motivos, sino también cumplir con las exigencias de rendición de cuentas respecto de dichas actuaciones.*

## I Participación del BCE en el proceso legislativo

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») confieren al Banco Central Europeo (BCE) la facultad de participar en el proceso legislativo. El BCE puede ejercer esta facultad en tres ámbitos de competencias específicos: derecho a iniciar procedimien-

tos de modificación de los Estatutos y a adoptar actos jurídicos en el marco de la legislación comunitaria complementaria, funciones consultivas en la elaboración de actos jurídicos comunitarios y nacionales y competencias para adoptar actos y otros instrumentos jurídicos del BCE (véase recuadro a continuación). El presente artículo se centra en este tercer ámbito de competencias.

### Recuadro

#### Las competencias del Banco Central Europeo para intervenir en el proceso legislativo

Las potestades normativas del Banco Central Europeo (BCE) previstas en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea («el Tratado») y en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo («los Estatutos») pueden dividirse en tres ámbitos de actividad:

##### 1. Derecho de iniciativa

- Modificación de los Estatutos (Recomendaciones del BCE, Dictámenes del BCE)
- Adopción de legislación comunitaria complementaria (Recomendaciones del BCE, Dictámenes del BCE)

El BCE tiene la potestad de iniciar —o de ser consultado sobre— la modificación de artículos concretos de los Estatutos y la adopción de legislación complementaria al Tratado, y exigida por él, en áreas específicas relacionadas con las funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales/Eurosistema. (Para más información sobre el Sistema Europeo de Bancos Centrales/Eurosistema, véase el artículo titulado «El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales» en la edición de julio de 1999 del *Boletín mensual del BCE*). Estas áreas comprenden, por ejemplo, estadísticas, contabilidad, operaciones de crédito y de mercado abierto, reservas mínimas, sistemas de compensación y de pagos y operaciones exteriores. El derecho de iniciativa es compartido con la Comisión de las Comunidades Europeas.

## 2. Función consultiva

- Elaboración de actos jurídicos comunitarios y de actos jurídicos nacionales (Dictámenes del BCE)

Los órganos legislativos de la Comunidad Europea (el Consejo de la Unión Europea, el Parlamento Europeo, la Comisión de las Comunidades Europeas) y los Estados miembros de la Unión Europea (UE) han de consultar al BCE sobre cualquier propuesta de acto comunitario y sobre cualquier proyecto de disposición legal elaborado por las autoridades nacionales que entren en su ámbito de competencias, incluyendo los proyectos de disposiciones legales relativos a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero. Además, el BCE, por iniciativa propia, podrá presentar Dictámenes a las instituciones u organismos comunitarios pertinentes o a las autoridades nacionales acerca de materias que pertenezcan al ámbito de sus competencias. Por último, el artículo 48 del Tratado de la Unión Europea dispone que se consulte también al BCE en el caso de que se lleven a cabo modificaciones institucionales en el ámbito monetario.

La función consultiva del BCE garantiza que no se adopte sin su participación ningún acto jurídico comunitario que entre en su ámbito de competencias y destaca la naturaleza jurídica especial del BCE, como organismo independiente dentro del marco comunitario, que le confiere unas competencias propias y exclusivas.

## 3. Competencia para adoptar actos jurídicos del BCE y otros instrumentos jurídicos

- Actos jurídicos del BCE
  - Reglamentos
  - Decisiones
  - Recomendaciones
  - Dictámenes
- Otros instrumentos jurídicos del BCE
  - Orientaciones
  - Instrucciones
  - Decisiones internas

El BCE está facultado para adoptar actos jurídicos comunitarios y otros instrumentos jurídicos del BCE. De conformidad con el principio de competencias limitadas —cuya aplicación limita las competencias del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del BCE a las que les fueron asignadas por el Tratado y por los Estatutos—, la potestad normativa del BCE queda circunscrita al objetivo de desempeñar las funciones encomendadas al SEBC/Eurosistema.

Dado que los actos jurídicos del BCE y los demás instrumentos jurídicos del BCE no otorgan ningún derecho ni imponen ninguna obligación a los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que todavía no han adoptado el euro, el BCE, cuando se ha considerado pertinente y necesario, ha celebrado acuerdos con los bancos centrales nacionales de dichos Estados miembros, como es el caso del Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET).

## 2 Actos jurídicos del BCE

Con arreglo a las disposiciones del Tratado y a las condiciones establecidas en los Estatutos, para el ejercicio de las funciones encomendadas al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)/Eurosistema, el BCE:

- elaborará reglamentos en la medida en que ello sea necesario para el ejercicio de sus funciones y en los casos que establezca el Consejo de la Unión Europea (Consejo de la UE);

- tomará las decisiones necesarias para el ejercicio de las funciones encomendadas al SEBC/Eurosistema;
- formulará recomendaciones;
- emitirá dictámenes.

De conformidad con el Tratado y con los Estatutos, todas las medidas, cualquiera que sea su naturaleza o su forma, que sean adoptadas por el BCE con el fin de producir efectos jurídicos, estarán sujetas a la revisión y a la interpretación del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas.

Huelga decir que el Eurosistema —como sistema que se rige por el principio de legalidad— estará también obligado en virtud de todos los instrumentos jurídicos que haya adoptado.

## Reglamentos del BCE

Los Reglamentos del BCE tendrán un alcance general. Serán obligatorios en todos sus elementos y directamente aplicables en cada Estado miembro, sin que sea necesaria su transposición a la legislación nacional. Por ejemplo, en el ámbito estadístico, el Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias establece que determinados agentes informadores estarán sujetos a unas exigencias directas de información.

Al igual que los Reglamentos adoptados por los órganos legislativos de la Comunidad Europea, los Reglamentos del BCE deberán exponer sus motivos. Para que sean vinculantes para terceros, deberán publicarse en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas (en lo sucesivo denominado «Diario Oficial») en todos los idiomas oficiales de la Comunidad. Salvo que se especifique lo contrario, los Reglamentos del BCE entrarán en vigor a los veinte días de su publicación.

Los Reglamentos del BCE serán adoptados por el Consejo de Gobierno del BCE, en cuyo nombre serán firmados por el presidente. El Consejo de Gobierno podrá delegar sus poderes para

adoptar estos Reglamentos al Comité Ejecutivo del BCE, debiendo, en tal caso, especificar los límites y el alcance de dichos poderes. En materias que tengan efectos jurídicos para terceros, deberá notificarse tal delegación de poderes a las partes interesadas o, en su caso, publicarse los detalles de la misma.

Hasta la fecha, el Consejo de Gobierno ha adoptado los tres Reglamentos del BCE siguientes:

- Reglamento (CE) n.º 2818/98 del Banco Central Europeo de 1 de diciembre de 1998 relativo a la aplicación de las reservas mínimas (BCE/1998/15);
- Reglamento (CE) n.º 2819/98 del Banco Central Europeo de 1 de diciembre de 1998 relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (BCE/1998/16);
- Reglamento (CE) n.º 2157/1999 del Banco Central Europeo de 23 de septiembre de 1999 relativo a las competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones (BCE/1999/4).

## Decisiones del BCE

Las Decisiones del BCE serán obligatorias en todos sus elementos para todos sus destinatarios y entrarán en vigor en el momento de su notificación. El BCE podrá decidir hacer públicas sus Decisiones en el Diario Oficial, en cuyo caso éstas se publicarán en todos los idiomas oficiales de la Comunidad. Las Decisiones del BCE podrán estar dirigidas a cualquier persona física o jurídica, incluidos los Estados miembros de la zona del euro.

Las Decisiones del BCE deberán incluir una exposición de motivos. Podrán ser adoptadas por el Consejo de Gobierno o el Comité Ejecutivo en sus respectivos ámbitos de competencias.

Hasta la fecha, el BCE ha adoptado la siguiente Decisión dirigida a los Estados miembros de la zona del euro:

- Decisión del Banco Central Europeo de 22 de abril de 1999 relativa a la aprobación del volumen de emisión de monedas en 1999 (BCE/1999/NP10).

### **Recomendaciones y Dictámenes del BCE**

Las Recomendaciones y los Dictámenes del BCE son actos jurídicos no vinculantes. Podrán ser adoptados por el Consejo de Gobierno o el Comité Ejecutivo en sus respectivos ámbitos de competencias y podrán hacerse públicos en el Diario Oficial, en cuyo caso se publicarán en todos los idiomas oficiales de la Comunidad.

Existen dos clases de Recomendaciones del BCE. Tal como se indicaba anteriormente, las Recomendaciones del BCE pueden ser el instrumento mediante el cual el BCE inicie procedimientos legislativos comunitarios conducentes a la adopción de actos jurídicos en el marco de la legislación comunitaria complementaria. A título de ejemplo, pueden mencionarse tres Recomendaciones del Banco Central Europeo de Reglamento del Consejo:

- Recomendación del Banco Central Europeo de Reglamento (CE) del Consejo relativo a la aplicación de reservas mínimas por el Banco Central Europeo (BCE/1998/8);
- Recomendación del Banco Central Europeo de Reglamento (CE) del Consejo relativo a las competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones (BCE/1998/9);
- Recomendación del Banco Central Europeo de Reglamento (CE) del Consejo relativo a la recogida de información estadística por el Banco Central Europeo (BCE/1998/10).

El BCE ha formulado, además, las dos Recomendaciones siguientes, que están actualmente

en estudio por parte del Consejo de la UE, con el fin de que se adopten las disposiciones legislativas correspondientes:

- Recomendación del Banco Central Europeo en favor de un Reglamento (CE) del Consejo relativo a los límites y condiciones para los incrementos del capital del Banco Central Europeo (BCE/1998/11);
- Recomendación del Banco Central Europeo de Reglamento (CE) del Consejo relativo a las solicitudes efectuadas por el Banco Central Europeo de más activos exteriores de reserva (BCE/1999/1).

Todas las recomendaciones del BCE mencionadas anteriormente han sido publicadas en el Diario Oficial.

Por otro lado, las Recomendaciones del BCE pueden ser, en el sentido tradicional de la palabra, el instrumento mediante el cual el BCE impulse determinadas actuaciones (que no sean únicamente de carácter jurídico), pudiendo ser sus destinatarios cualquier persona física o jurídica, las instituciones comunitarias o los Estados miembros. Ejemplo de ello es la Recomendación del Banco Central Europeo de 1 de diciembre de 1998 sobre requerimientos estadísticos del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional (BCE/1998/NP21), dirigida al Instituto de Cambios de Bélgica y Luxemburgo, al *Central Statistics Office* de Irlanda y al *Ufficio Italiano dei Cambi*.

Los Dictámenes del BCE se emiten en respuesta a consultas realizadas por las instituciones comunitarias o los Estados miembros de conformidad con lo dispuesto en el Tratado o en los Estatutos, o a iniciativa del propio BCE, cuando éste lo considere necesario, acerca de materias que pertenezcan al ámbito de sus competencias.

### 3 Otros instrumentos jurídicos

Las potestades normativas del BCE no se limitan a la adopción de los actos jurídicos mencionados anteriormente. El BCE puede adoptar también instrumentos jurídicos de uso interno y de aplicación en el ámbito del Eurosistema, sin que tengan efectos jurídicos directos para terceros. Cada uno de los órganos constituyentes del Eurosistema, es decir, los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona del euro y el BCE, conservará su personalidad jurídica propia. Teniendo en cuenta esta estructura única, el BCE habrá de disponer de todos los instrumentos jurídicos internos necesarios para permitir el funcionamiento eficaz del Eurosistema como una sola entidad, con el fin de conseguir los objetivos del Tratado. Por consiguiente, el Tratado establece que los bancos centrales nacionales del Eurosistema serán parte integrante del SEBC y su actuación se ajustará a las Orientaciones e Instrucciones del BCE.

Las Orientaciones e Instrucciones del BCE son unos instrumentos legalmente vinculantes especiales, cuya necesidad ha sido dictada por la propia estructura del Eurosistema descrita anteriormente. Son instrumentos jurídicos formales, que tienen por objeto garantizar el ejercicio por el Eurosistema de las funciones que le son encomendadas, de acuerdo con la división interna de competencias establecida para dichas tareas. Como expresión de la legislación comunitaria, las Orientaciones e Instrucciones del BCE, así como los Reglamentos y Decisiones del BCE, prevalecerán, en virtud del principio de la supremacía, sobre cualquier disposición legislativa nacional, anterior o posterior, que esté comprendida en su ámbito de aplicación. El Consejo de Gobierno será responsable de garantizar el cumplimiento de las Orientaciones e Instrucciones del BCE y ejercerá esta acción por medio del Comité Ejecutivo, que dispondrá la elaboración de informes periódicos a estos efectos.

Ni el Tratado ni los Estatutos especifican los requisitos formales para la adopción de las Orientaciones e Instrucciones del BCE. Estos requisitos figuran en el Reglamento Interno del Banco Central Europeo y se ajustan a los principios generales de la legislación comunitaria. En

su calidad de instrumentos jurídicos que tienen solamente efectos legales internos, las Orientaciones e Instrucciones del BCE no están sujetas, en virtud de la legislación comunitaria, a la obligación de publicación. Sin embargo, el BCE ha publicado determinadas partes de las Orientaciones que son de interés para los operadores del mercado y para el público en general, incrementando, con ello, la transparencia del Eurosistema acerca de sus actividades.

#### Orientaciones del BCE

De acuerdo con la estructura establecida en los Estatutos según la cual, en la medida en que se estime posible y adecuado, los bancos centrales nacionales realizarán las operaciones que correspondan a las funciones del Eurosistema, las Orientaciones del BCE son unos instrumentos jurídicos mediante los que se definirá y ejecutará la política monetaria del Eurosistema. Contienen el marco general y las principales normas de aplicación de dicha política monetaria por parte de los bancos centrales nacionales. Teniendo en cuenta las diferencias existentes en la estructura de los mercados financieros y en el régimen jurídico de los Estados miembros de la zona del euro, las Orientaciones del BCE han sido concebidas para permitir, en la medida de lo posible, una adecuada ejecución descentralizada de las operaciones de política monetaria, al mismo tiempo que se cumplen totalmente las exigencias de una política monetaria única en la zona del euro. En consecuencia, se ejecuta la política monetaria mediante contratos celebrados entre los bancos centrales nacionales y sus entidades de contrapartida o mediante actos normativos dirigidos a dichas entidades, dependiendo del régimen jurídico de cada uno de los bancos centrales nacionales.

Dado que las Orientaciones del BCE son instrumentos jurídicos internos del sistema, dirigidos exclusivamente a los bancos centrales nacionales, no están destinados a incidir de forma directa o individual sobre los derechos legales de las entidades de contrapartida. De conformidad con el Reglamento interno del Banco Central Euro-

peo, el Consejo de Gobierno adoptará las Orientaciones del BCE, enviándose posteriormente la correspondiente notificación a los bancos centrales nacionales pertenecientes al Eurosistema. Si se decide expresamente hacer públicas las Orientaciones del BCE, éstas se publicarán en el Diario Oficial en todos los idiomas oficiales de la Comunidad.

El Consejo de Gobierno podrá decidir delegar al Comité Ejecutivo su potestad normativa para adoptar Orientaciones del BCE, debiendo, en este caso, especificar los límites y el alcance de dicha delegación de poderes.

Hasta la fecha, el BCE ha adoptado varias Orientaciones del BCE. Dos de ellas han sido publicadas en el Diario Oficial:

- Orientación del Banco Central Europeo de 1 de diciembre de 1998 sobre los requerimientos de información del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional (BCE/1998/17);
- Orientación del Banco Central Europeo de 7 de julio de 1998 sobre determinadas disposiciones relativas a los billetes de banco denominados en euros, en su versión modificada de 26 de agosto de 1999 (BCE/1999/3).

El propio BCE ha publicado determinadas partes de Orientaciones del BCE, en particular las dispo-

siciones en las que se especifica el marco operativo del SEBC/Eurosistema, debido al interés que presentan estos temas para los operadores del mercado y el público en general.

- «La política monetaria única en la Tercera Etapa: Especificación del marco operativo»
- «La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC»

### Instrucciones del BCE

Las Instrucciones del BCE son adoptadas por el Comité Ejecutivo. No siendo de por sí un instrumento de política monetaria, están diseñadas, más bien, para garantizar la ejecución de las Decisiones y Orientaciones de política monetaria mediante unas instrucciones específicas y detalladas dirigidas a los bancos centrales nacionales del Eurosistema.

Aunque puede considerarse que las Instrucciones del BCE ocupan un lugar secundario con respecto a otros actos jurídicos comunitarios, constituyen un elemento importante de la legislación comunitaria de obligado cumplimiento para los bancos centrales nacionales del Eurosistema y de ejecución forzosa para terceros.

## 4 Decisiones internas

Además de las Orientaciones e Instrucciones, el BCE puede adoptar Decisiones internas que tienen valor normativo en el ámbito del sistema y se aplican a cuestiones de organización o administración interna. Estas Decisiones no están dirigidas a destinatarios concretos, pero son de obligado cumplimiento para el Eurosistema.

Hasta la fecha, el BCE ha adoptado varias Decisiones internas. Algunas de ellas, como las que se indican a continuación, han sido publicadas en el Diario Oficial:

- Decisión del Banco Central Europeo de 3 de noviembre de 1998 relativa al acceso públi-

co a la documentación y archivos del Banco Central Europeo (BCE/1998/12);

- Decisión del Banco Central Europeo de 1 de diciembre de 1998 relativa a la participación de los bancos centrales nacionales en la clave de capital del Banco Central Europeo (BCE/1998/13);
- Decisión del Banco Central Europeo de 1 de diciembre de 1998 por la que se adoptan las medidas necesarias para el desembolso del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales de los Estados miembros no participantes (BCE/1998/14).

## 5 Conclusiones

Las potestades normativas del BCE reflejan la situación particular del SEBC/Eurosistema en el marco comunitario general. Al atribuir al BCE competencias para adoptar Reglamentos, Decisiones, Dictámenes y Recomendaciones, confiriendo a esta institución la calidad de «legislador comunitario», el Tratado y los Estatutos destacan que no es suficiente asignar funciones al SEBC/Eurosistema. Para que el sistema sea operativo y eficaz, es necesario establecer los instrumentos jurídicos necesarios para garantizar la ejecución de dichas funciones tanto en el ámbito comunitario como en el nacional. Al mismo tiempo, estas potestades normativas refuerzan la independencia del SEBC/Eurosistema.

En virtud de sus competencias para adoptar Orientaciones e Instrucciones, el BCE dispone de los instrumentos jurídicos necesarios para

hacer funcionar el sistema. Contrariamente a los Reglamentos, Decisiones, Dictámenes y Recomendaciones comunitarios, cuyo diseño se ha ido desarrollando con el tiempo, las Orientaciones e Instrucciones del BCE son unos instrumentos jurídicos nuevos, que han sido concebidos para ajustarse a las características especiales del Eurosistema.

El BCE es consciente de que la mayor influencia que se deriva de las potestades normativas que le son conferidas supone también una mayor responsabilidad y unas exigencias más estrictas de rendición de cuentas. Tal como se ha indicado en repetidas ocasiones, el BCE tiene por objetivo no solo garantizar la transparencia de sus actuaciones mediante una clara exposición de sus motivos, sino también el cumplimiento de las exigencias de rendición de cuentas respecto de dichas actuaciones.





## **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 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 de operaciones bancarias                                                                       | 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 de la zona del euro y posición de reservas del Eurosistema                                     |     |
| 8.1  | Resumen de la balanza de pagos                                                                                  | 34* |
| 8.2  | Cuenta corriente y cuenta de capital                                                                            | 35* |
| 8.3  | Cuenta de renta                                                                                                 | 36* |
| 8.4  | Cuentas de inversiones directas y de cartera                                                                    | 37* |
| 8.5  | Cuenta de otras inversiones                                                                                     | 38* |
| 8.6  | Reservas del Eurosistema y otros activos                                                                        | 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 el área del euro | Activos en moneda extranjera frente a residentes en el área del euro | Activos en euros frente a no residentes en el área del euro | Préstamos a entidades financieras de contrapartida del área 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 | Jun | 4  |  | 105.307               | 236.031                                                                 | 12.428                                                               | 4.345                                                       | 184.680                                                              | 139.032                                 | 44.997                                        | 0                                |
|      |     | 11 |  | 105.307               | 238.154                                                                 | 12.499                                                               | 4.216                                                       | 174.876                                                              | 129.020                                 | 44.997                                        | 0                                |
|      |     | 18 |  | 105.307               | 237.871                                                                 | 12.156                                                               | 4.031                                                       | 170.664                                                              | 125.012                                 | 44.997                                        | 0                                |
|      |     | 25 |  | 105.307               | 238.361                                                                 | 11.927                                                               | 3.941                                                       | 170.641                                                              | 125.020                                 | 44.997                                        | 0                                |
|      | Jul | 2  |  | 101.753               | 244.594                                                                 | 12.827                                                               | 3.832                                                       | 188.687                                                              | 142.963                                 | 44.991                                        | 0                                |
|      |     | 9  |  | 101.753               | 244.546                                                                 | 12.415                                                               | 4.002                                                       | 198.094                                                              | 152.001                                 | 44.991                                        | 0                                |
|      |     | 16 |  | 101.753               | 245.833                                                                 | 12.344                                                               | 4.140                                                       | 193.768                                                              | 148.065                                 | 45.001                                        | 0                                |
|      |     | 23 |  | 101.754               | 247.105                                                                 | 11.717                                                               | 4.364                                                       | 194.138                                                              | 146.956                                 | 45.001                                        | 0                                |
|      |     | 30 |  | 101.754               | 245.380                                                                 | 12.802                                                               | 4.162                                                       | 214.012                                                              | 166.954                                 | 45.001                                        | 0                                |
|      | 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                                |
|      |     | 29 |  | 114.988               | 240.177                                                                 | 13.684                                                               | 5.670                                                       | 205.293                                                              | 149.004                                 | 54.995                                        | 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 | Jun | 4  |  | 338.980                 | 106.950                                                                          | 106.826                                                                                | 101                   | 0                 | 0                                | 23                                                               | 10.158                         |
|      |     | 11 |  | 338.947                 | 96.441                                                                           | 96.278                                                                                 | 155                   | 0                 | 0                                | 8                                                                | 10.158                         |
|      |     | 18 |  | 337.865                 | 103.238                                                                          | 103.141                                                                                | 91                    | 0                 | 0                                | 6                                                                | 10.158                         |
|      |     | 25 |  | 337.877                 | 97.499                                                                           | 97.383                                                                                 | 101                   | 0                 | 0                                | 15                                                               | 10.158                         |
|      | Jul | 2  |  | 342.556                 | 112.235                                                                          | 112.120                                                                                | 95                    | 0                 | 0                                | 20                                                               | 10.158                         |
|      |     | 9  |  | 344.694                 | 102.529                                                                          | 102.185                                                                                | 316                   | 0                 | 0                                | 28                                                               | 10.158                         |
|      |     | 16 |  | 344.405                 | 104.586                                                                          | 104.499                                                                                | 68                    | 0                 | 0                                | 19                                                               | 10.158                         |
|      |     | 23 |  | 342.580                 | 94.151                                                                           | 92.351                                                                                 | 1.788                 | 0                 | 0                                | 12                                                               | 10.158                         |
|      |     | 30 |  | 345.768                 | 109.826                                                                          | 109.789                                                                                | 27                    | 0                 | 0                                | 10                                                               | 10.158                         |
|      | 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                          |
|      |     | 29 |  | 343.584                 | 109.886                                                                          | 109.399                                                                                | 395                   | 0                 | 0                                | 92                                                               | 8.606                          |

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                                    | 229                           | 32                                                               | 390             | 25.957                                                       | 60.156                       | 77.522        | 706.426 | 1999 Jun | 4  |
| 0                                    | 397                           | 30                                                               | 432             | 26.137                                                       | 60.156                       | 75.708        | 697.053 |          | 11 |
| 0                                    | 193                           | 29                                                               | 433             | 25.929                                                       | 60.156                       | 75.657        | 691.771 |          | 18 |
| 0                                    | 165                           | 29                                                               | 430             | 26.088                                                       | 60.156                       | 79.223        | 695.644 |          | 25 |
| 0                                    | 177                           | 29                                                               | 527             | 25.806                                                       | 60.156                       | 78.537        | 716.192 | Jul      | 2  |
| 0                                    | 440                           | 79                                                               | 583             | 25.882                                                       | 60.156                       | 75.867        | 722.715 |          | 9  |
| 0                                    | 108                           | 133                                                              | 461             | 25.700                                                       | 60.156                       | 77.875        | 721.569 |          | 16 |
| 0                                    | 1.562                         | 156                                                              | 463             | 26.009                                                       | 60.156                       | 76.639        | 721.882 |          | 23 |
| 0                                    | 1.465                         | 103                                                              | 489             | 25.775                                                       | 60.156                       | 75.684        | 739.725 |          | 30 |
| 0                                    | 240                           | 47                                                               | 425             | 25.939                                                       | 60.156                       | 77.342        | 722.964 | 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 |

|                                                            |                                                        |                                                                 |                                                                    |                                                                      |                           |                    |               | 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      |          |    |
| 44.070                                                     | 7.457                                                  | 902                                                             | 7.269                                                              | 6.042                                                                | 78.479                    | 54.858             | 51.261        | 706.426 | 1999 Jun | 4  |
| 45.428                                                     | 7.275                                                  | 776                                                             | 9.603                                                              | 6.042                                                                | 78.479                    | 53.227             | 50.677        | 697.053 |          | 11 |
| 36.035                                                     | 6.918                                                  | 733                                                             | 9.028                                                              | 6.042                                                                | 78.479                    | 53.226             | 50.049        | 691.771 |          | 18 |
| 40.939                                                     | 7.075                                                  | 734                                                             | 9.265                                                              | 6.042                                                                | 78.479                    | 53.227             | 54.349        | 695.644 |          | 25 |
| 40.446                                                     | 7.158                                                  | 782                                                             | 8.994                                                              | 6.192                                                                | 82.510                    | 53.231             | 51.930        | 716.192 | Jul      | 2  |
| 56.382                                                     | 6.962                                                  | 757                                                             | 8.559                                                              | 6.192                                                                | 82.510                    | 53.217             | 50.755        | 722.715 |          | 9  |
| 52.128                                                     | 6.924                                                  | 741                                                             | 9.611                                                              | 6.192                                                                | 82.510                    | 53.217             | 51.097        | 721.569 |          | 16 |
| 61.172                                                     | 7.265                                                  | 716                                                             | 9.924                                                              | 6.192                                                                | 82.510                    | 53.217             | 53.997        | 721.882 |          | 23 |
| 62.055                                                     | 6.727                                                  | 871                                                             | 10.606                                                             | 6.192                                                                | 82.510                    | 53.218             | 51.794        | 739.725 |          | 30 |
| 45.219                                                     | 6.988                                                  | 1.037                                                           | 10.032                                                             | 6.192                                                                | 82.510                    | 53.218             | 53.432        | 722.964 | 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 |

## 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                 | Variación | Nivel                         | Variación |
|      |     |                 | 1                     | 2         | 3                             | 4         |
| 1999 | Ene | 1               | 2,00                  | -         | 4,50                          | -         |
|      |     | 4 <sup>1)</sup> | 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 subastas<sup>1)</sup>

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

| Operaciones principales de financiación       |                   |                    |                    |                                 |                                     |                          |
|-----------------------------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|---------------------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| Fecha de liquidación                          |                   | Importe solicitado | Importe adjudicado | Subastas a tipo de interés fijo | Subastas a tipo de interés variable |                          |
|                                               |                   |                    |                    | Tipo fijo                       | Tipo marginal                       | Tipo medio ponderado     |
|                                               |                   | 1                  | 2                  | 3                               | 4                                   | 5                        |
|                                               |                   |                    |                    |                                 |                                     | Vencimiento a [...] días |
|                                               |                   |                    |                    |                                 |                                     | 6                        |
| 1999                                          | Jul               | 7                  | 1.282.746          | 95.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               |                   | 14                 | 1.247.454          | 53.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               |                   | 21                 | 1.479.409          | 94.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               |                   | 28                 | 1.342.169          | 73.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               | Ago               | 4                  | 1.412.815          | 76.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               |                   | 11                 | 1.346.203          | 68.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               |                   | 18                 | 1.538.142          | 73.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               |                   | 25                 | 1.431.145          | 86.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               | Sep               | 1                  | 1.490.635          | 66.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               |                   | 8                  | 1.334.847          | 82.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               |                   | 15                 | 1.051.251          | 61.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               |                   | 22                 | 660.532            | 92.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               |                   | 29                 | 926.416            | 55.000                          | 2,50                                | 14                       |
|                                               | 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                       |
| Operaciones de financiación a más largo plazo |                   |                    |                    |                                 |                                     |                          |
| Fecha de liquidación                          |                   | Importe solicitado | Importe adjudicado | Subastas a tipo de interés fijo | Subastas a tipo de interés variable |                          |
|                                               |                   |                    |                    | Tipo fijo                       | Tipo marginal                       | Tipo medio ponderado     |
|                                               |                   | 1                  | 2                  | 3                               | 4                                   | 5                        |
|                                               |                   |                    |                    |                                 |                                     | Vencimiento a [...] días |
|                                               |                   |                    |                    |                                 |                                     | 6                        |
| 1999                                          | Ene               | 14                 | 79.846             | 15.000                          | 3,13                                | 42                       |
|                                               |                   | 14                 | 39.343             | 15.000                          | 3,10                                | 70                       |
|                                               |                   | 14                 | 46.152             | 15.000                          | 3,08                                | 105                      |
|                                               | Feb               | 25                 | 77.300             | 15.000                          | 3,04                                | 91                       |
|                                               | Mar               | 25                 | 53.659             | 15.000                          | 2,96                                | 2,97                     |
|                                               |                   | 25                 | 53.659             | 15.000                          | 2,96                                | 98                       |
|                                               | Abr               | 29                 | 66.911             | 15.000                          | 2,53                                | 2,54                     |
|                                               |                   | 29                 | 66.911             | 15.000                          | 2,53                                | 91                       |
|                                               | May               | 27                 | 72.294             | 15.000                          | 2,53                                | 2,54                     |
|                                               |                   | 27                 | 72.294             | 15.000                          | 2,53                                | 91                       |
|                                               | Jul               | 1                  | 76.284             | 15.000                          | 2,63                                | 2,64                     |
|                                               |                   | 1                  | 76.284             | 15.000                          | 2,63                                | 91                       |
|                                               |                   | 29                 | 64.973             | 15.000                          | 2,65                                | 2,66                     |
|                                               |                   | 29                 | 64.973             | 15.000                          | 2,65                                | 91                       |
|                                               | Ago               | 26                 | 52.416             | 15.000                          | 2,65                                | 2,66                     |
|                                               |                   | 26                 | 52.416             | 15.000                          | 2,65                                | 91                       |
|                                               | Sep               | 30                 | 41.443             | 15.000                          | 2,66                                | 2,67                     |
|                                               |                   | 30                 | 41.443             | 15.000                          | 2,66                                | 84                       |
|                                               | Oct               | 28                 | 74.430             | 25.000                          | 3,19                                | 3,42                     |
|                                               |                   | 28                 | 74.430             | 25.000                          | 3,19                                | 91                       |
| Otras operaciones por subasta                 |                   |                    |                    |                                 |                                     |                          |
| Fecha de liquidación                          | Tipo de operación | Importe solicitado | Importe adjudicado | Subastas a tipo de interés fijo | Subastas a tipo de interés variable |                          |
|                                               |                   |                    |                    | Tipo fijo                       | Tipo marginal                       | Tipo medio ponderado     |
|                                               |                   | 1                  | 2                  | 3                               | 4                                   | 5                        |
|                                               |                   |                    |                    |                                 |                                     | Vencimiento a [...] días |
|                                               |                   |                    |                    |                                 |                                     | 6                        |
|                                               |                   |                    |                    |                                 |                                     | 7                        |

1999

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.

## Cuadro I.4

### Estadísticas de reservas mínimas

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

(mm de euros; fin de periodo)

| Pasivos computables en: | Total   | Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%                        |                                            |                                    | Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo     |                     |                                               |
|-------------------------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------------|-----------------------------------------------|
|                         |         | Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años) | Valores distintos de acciones hasta 2 años | Instrumentos del mercado monetario | Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso de más de 2 años) | Cesiones temporales | Valores distintos de acciones a más de 2 años |
|                         | 1       | 2                                                                                    | 3                                          | 4                                  | 5                                                               | 6                   | 7                                             |
| 1999 Ene                | 8.607,9 | 4.838,9                                                                              | 83,1                                       | 146,0                              | 1.105,4                                                         | 510,6               | 1.923,9                                       |
| Feb                     | 8.638,7 | 4.801,1                                                                              | 86,9                                       | 148,9                              | 1.111,6                                                         | 543,9               | 1.946,5                                       |
| Mar                     | 8.685,3 | 4.803,5                                                                              | 88,8                                       | 151,2                              | 1.125,6                                                         | 549,8               | 1.966,4                                       |
| Abr                     | 8.741,2 | 4.827,7                                                                              | 93,3                                       | 160,3                              | 1.129,3                                                         | 542,0               | 1.988,6                                       |
| May                     | 8.797,6 | 4.867,2                                                                              | 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 <sup>(p)</sup>      | 8.967,1 | 4.910,1                                                                              | 123,0                                      | 169,5                              | 1.168,1                                                         | 537,4               | 2.059,2                                       |

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 mantenidas<sup>1)</sup>

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

| Período de mantenimiento que finaliza en: | Reservas obligatorias <sup>2)</sup> | Reservas reales mantenidas <sup>3)</sup> | Exceso de reservas <sup>4)</sup> | Incumplimientos <sup>5)</sup> | Tipos de interés sobre las reservas obligatorias <sup>6)</sup> |
|-------------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------------|
|                                           | 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 <sup>(p)</sup>                        | 103,4                               |                                          |                                  |                               |                                                                |

Fuente: BCE.

1) Este cuadro contiene datos completos para periodos finalizados de mantenimiento y las reservas obligatorias para el periodo corriente de mantenimiento.

2) El montante de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula individualmente, aplicando a cada una de las categorías de pasivos computables el coeficiente de reservas que le corresponde, utilizando los datos de balance a fin de mes; a continuación, cada entidad deduce, del total así obtenido, una franquicia de 100.000 euros. Posteriormente, las reservas obligatorias positivas resultantes se agregan para determinar el total correspondiente a la zona del euro.

3) Suma de las tenencias medias diarias de las entidades obligadas a mantener unas reservas mínimas positivas en sus cuentas de reservas, durante el periodo de mantenimiento.

4) Reservas medias efectivamente mantenidas por encima del nivel obligatorio, calculadas para las entidades que han cumplido las reservas mínimas.

5) Reservas medias efectivamente mantenidas por debajo del nivel obligatorio, calculadas para las entidades que no han cumplido las reservas mínimas.

6) Este tipo es igual a la media, durante el periodo de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado por el correspondiente número de días naturales) a las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase cuadro 1.3).

## Cuadro 1.5

### Posición de liquidez del sistema bancario<sup>1)</sup>

(mm de euros; medias de saldos diarios)

| Período de mantenimiento que finaliza en: | Factores de inyección de liquidez                        |                                         |                                               |                                 |                               | Factores de absorción de liquidez |                         |                                                          |                                     | Cuentas corrientes de entidades de crédito <sup>4)</sup> | Base monetaria <sup>5)</sup> |
|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|-------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------------------------------|------------------------------|
|                                           | Operaciones de política monetaria del Eurosistema        |                                         |                                               |                                 |                               | Facilidad de depósito             | Billetes en circulación | Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema | Otros factores (neto) <sup>3)</sup> |                                                          |                              |
|                                           | Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema | Operaciones principales de financiación | Operaciones de financiación a más largo plazo | Otras operaciones <sup>2)</sup> | Facilidad marginal de crédito |                                   |                         |                                                          |                                     |                                                          |                              |
|                                           | 1                                                        | 2                                       | 3                                             | 4                               | 5                             | 6                                 | 7                       | 8                                                        | 9                                   | 10                                                       | 11                           |
| 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                   | 49,9                                                     | 25,0                                | 102,2                                                    | 430,5                        |
| Abr                                       | 338,4                                                    | 130,1                                   | 45,0                                          | 0,0                             | 0,7                           | 0,3                               | 331,0                   | 42,9                                                     | 38,9                                | 101,1                                                    | 432,4                        |
| May                                       | 342,5                                                    | 121,6                                   | 45,0                                          | 0,0                             | 0,8                           | 0,4                               | 333,8                   | 36,3                                                     | 38,1                                | 101,3                                                    | 435,5                        |
| Jun                                       | 339,8                                                    | 132,0                                   | 45,0                                          | 0,0                             | 0,3                           | 0,6                               | 337,0                   | 40,4                                                     | 37,2                                | 101,9                                                    | 439,5                        |
| Jul                                       | 342,4                                                    | 143,1                                   | 45,0                                          | 0,0                             | 0,4                           | 0,6                               | 342,1                   | 45,7                                                     | 39,5                                | 103,0                                                    | 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                                | 103,3                                                    | 446,1                        |
| Oct                                       | 349,6                                                    | 143,0                                   | 45,0                                          | 0,0                             | 0,3                           | 0,6                               | 342,5                   | 45,4                                                     | 45,9                                | 103,5                                                    | 446,6                        |

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 Eurosistema<sup>1)2)</sup>

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

#### 1. Activo

|      |                   | Total                                      |       |      |      |                                                                           |      |       |     |                                                                        |     |       |                               |             |               |         |
|------|-------------------|--------------------------------------------|-------|------|------|---------------------------------------------------------------------------|------|-------|-----|------------------------------------------------------------------------|-----|-------|-------------------------------|-------------|---------------|---------|
|      |                   | Préstamos a residentes en la zona del euro |       |      |      | Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro |      |       |     | Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro |     |       | Resto del mundo <sup>b)</sup> | Activo fijo | Otros activos |         |
|      |                   | 1                                          | 2     | 3    | 4    | 5                                                                         | 6    | 7     | 8   | 9                                                                      | 10  | 11    | 12                            | 13          | 14            | 15      |
| 1998 | Ene               | 222,3                                      | 200,7 | 21,2 | 0,4  | 111,7                                                                     | 1,0  | 109,3 | 1,5 | 2,9                                                                    | 0,3 | 2,6   | 323,9                         | 7,2         | 41,2          | 709,2   |
|      | Feb               | 245,2                                      | 223,4 | 21,2 | 0,7  | 108,2                                                                     | 1,0  | 105,8 | 1,5 | 2,9                                                                    | 0,4 | 2,5   | 324,2                         | 7,3         | 42,4          | 730,2   |
|      | Mar               | 230,2                                      | 208,8 | 21,2 | 0,2  | 106,6                                                                     | 1,2  | 104,2 | 1,3 | 3,0                                                                    | 0,4 | 2,6   | 323,5                         | 7,5         | 39,5          | 710,3   |
|      | 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         | 46,8          | 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 | 317,2 | 7,9                           | 49,3        | 692,9         |         |
| 1999 | Ene               | 490,9                                      | 470,3 | 20,4 | 0,2  | 89,2                                                                      | 1,3  | 87,3  | 0,6 | 8,2                                                                    | 4,1 | 4,1   | 416,8                         | 9,3         | 57,1          | 1.071,4 |
|      | Feb               | 587,2                                      | 566,6 | 20,4 | 0,2  | 90,7                                                                      | 1,5  | 88,6  | 0,5 | 8,3                                                                    | 4,2 | 4,1   | 365,3                         | 9,3         | 56,8          | 1.117,6 |
|      | Mar               | 582,8                                      | 562,2 | 20,4 | 0,2  | 94,0                                                                      | 1,5  | 91,9  | 0,6 | 8,1                                                                    | 4,0 | 4,1   | 426,0                         | 9,3         | 52,2          | 1.172,5 |
|      | Abr               | 532,6                                      | 512,1 | 20,4 | 0,2  | 93,2                                                                      | 1,2  | 91,3  | 0,7 | 8,1                                                                    | 4,0 | 4,1   | 435,7                         | 9,6         | 52,8          | 1.132,1 |
|      | May               | 465,9                                      | 445,3 | 20,4 | 0,2  | 93,1                                                                      | 1,6  | 90,8  | 0,7 | 8,2                                                                    | 4,0 | 4,2   | 387,3                         | 9,6         | 51,1          | 1.015,3 |
|      | Jun               | 751,5                                      | 730,9 | 20,4 | 0,2  | 92,4                                                                      | 1,5  | 90,0  | 0,9 | 8,8                                                                    | 4,4 | 4,3   | 499,2                         | 9,7         | 48,1          | 1.409,5 |
|      | Jul               | 744,3                                      | 723,7 | 20,4 | 0,2  | 92,3                                                                      | 1,5  | 89,9  | 0,9 | 8,7                                                                    | 4,4 | 4,4   | 451,8                         | 9,8         | 52,6          | 1.359,6 |
|      | Ago               | 512,7                                      | 492,2 | 20,4 | 0,1  | 91,9                                                                      | 1,1  | 90,0  | 0,7 | 8,8                                                                    | 4,4 | 4,4   | 423,0                         | 9,9         | 53,8          | 1.100,0 |
|      | Sep <sup>b)</sup> | 457,8                                      | 437,2 | 20,4 | 0,2  | 92,5                                                                      | 1,4  | 90,0  | 1,1 | 8,7                                                                    | 4,3 | 4,4   | 424,6                         | 9,8         | 47,7          | 1.041,2 |

#### 2. Pasivo

|      |                   | Total                   |                                             |       |                        |                                                   |                                    |                                                 |                    |                               |               |         |
|------|-------------------|-------------------------|---------------------------------------------|-------|------------------------|---------------------------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------|---------------|---------|
|      |                   | Efectivo en circulación | Depósitos de residentes en la zona del euro | IFM   | Administración Central | Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro | Instrumentos del mercado monetario | Valores distintos de acciones y participaciones | Capital y reservas | Resto del mundo <sup>3)</sup> | Otros pasivos |         |
|      |                   | 1                       | 2                                           | 3     | 4                      | 5                                                 | 6                                  | 7                                               | 8                  | 9                             | 10            | 11      |
| 1998 | Ene               | 339,9                   | 136,3                                       | 83,4  | 50,7                   | 2,2                                               | 15,5                               | 14,8                                            | 110,0              | 32,4                          | 60,3          | 709,2   |
|      | Feb               | 339,9                   | 159,2                                       | 93,7  | 61,5                   | 4,0                                               | 15,2                               | 14,6                                            | 108,2              | 31,4                          | 61,7          | 730,2   |
|      | Mar               | 340,5                   | 137,9                                       | 88,4  | 46,8                   | 2,7                                               | 14,0                               | 14,5                                            | 107,4              | 31,7                          | 64,3          | 710,3   |
|      | 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               | 345,4                   | 217,8                                       | 159,1 | 54,2                   | 4,5                                               | 14,4                               | 13,3                                            | 114,3              | 27,2                          | 62,5          | 794,9   |
|      | Jul               | 350,4                   | 215,9                                       | 148,8 | 64,0                   | 3,0                                               | 15,1                               | 13,0                                            | 112,9              | 24,0                          | 66,7          | 798,0   |
|      | Ago               | 344,6                   | 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               | 342,3                   | 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                   | 146,9                                       | 89,0  | 55,0                   | 2,9                                               | 8,5                                | 5,3                                             | 97,1               | 18,6                          | 57,4          | 692,9   |
| 1999 | Ene               | 343,8                   | 434,2                                       | 377,7 | 50,3                   | 6,2                                               | 6,3                                | 5,3                                             | 125,7              | 99,3                          | 56,8          | 1.071,4 |
|      | Feb               | 342,4                   | 534,1                                       | 472,4 | 55,0                   | 6,7                                               | 6,3                                | 5,3                                             | 122,9              | 50,5                          | 56,0          | 1.117,6 |
|      | Mar               | 348,3                   | 523,8                                       | 460,8 | 55,1                   | 7,9                                               | 4,9                                | 5,3                                             | 138,0              | 97,9                          | 54,5          | 1.172,5 |
|      | Abr               | 349,6                   | 477,9                                       | 432,8 | 38,8                   | 6,4                                               | 4,9                                | 5,3                                             | 138,9              | 105,0                         | 50,5          | 1.132,1 |
|      | May               | 353,0                   | 404,4                                       | 354,2 | 42,7                   | 7,5                                               | 4,9                                | 5,3                                             | 137,4              | 61,2                          | 49,2          | 1.015,3 |
|      | Jun               | 355,8                   | 686,9                                       | 635,0 | 44,1                   | 7,8                                               | 4,9                                | 5,3                                             | 140,8              | 171,1                         | 44,7          | 1.409,5 |
|      | Jul               | 363,6                   | 671,7                                       | 609,5 | 56,4                   | 5,8                                               | 4,9                                | 5,3                                             | 139,9              | 124,1                         | 50,2          | 1.359,6 |
|      | Ago               | 358,6                   | 445,7                                       | 385,1 | 54,5                   | 6,1                                               | 4,9                                | 5,3                                             | 139,9              | 93,7                          | 52,0          | 1.100,0 |
|      | Sep <sup>3)</sup> | 359,4                   | 391,4                                       | 333,7 | 50,7                   | 6,9                                               | 3,3                                | 5,3                                             | 146,5              | 88,8                          | 46,5          | 1.041,2 |

Fuente: BCE.

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

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

3) 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 y de 66 mm de euros a final de septiembre.

## Cuadro 2.2

### Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema<sup>1)</sup>

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

#### 1. Activo

|      |                    |                                            |         |       |         |                                                                           |       |         |       |                                       |                                                                        |       |                 |             |               | Total |          |
|------|--------------------|--------------------------------------------|---------|-------|---------|---------------------------------------------------------------------------|-------|---------|-------|---------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|-------|-----------------|-------------|---------------|-------|----------|
|      |                    | Préstamos a residentes en la zona del euro |         |       |         | Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro |       |         |       | 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 |       |          |
|      |                    | 1                                          | 2       | 3     | 4       | 5                                                                         | 6     | 7       | 8     | 9                                     | 10                                                                     | 11    | 12              | 13          | 14            | 14    | 16       |
| 1998 | Ene                | 8.501,3                                    | 2.974,4 | 806,4 | 4.720,6 | 1.909,4                                                                   | 646,6 | 1.074,0 | 188,9 | 106,4                                 | 351,2                                                                  | 102,2 | 249,0           | 1.597,3     | 236,4         | 826,4 | 13.528,4 |
|      | Feb                | 8.538,7                                    | 2.986,8 | 807,9 | 4.744,0 | 1.930,2                                                                   | 649,9 | 1.086,2 | 194,1 | 108,2                                 | 363,7                                                                  | 106,6 | 257,1           | 1.623,6     | 236,7         | 831,4 | 13.632,5 |
|      | Mar                | 8.561,6                                    | 2.979,8 | 806,0 | 4.775,8 | 1.954,5                                                                   | 652,3 | 1.103,7 | 198,6 | 107,8                                 | 384,4                                                                  | 110,9 | 273,5           | 1.676,7     | 238,0         | 811,3 | 13.734,4 |
|      | 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 | 13.800,1 |
|      | 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                                                                  | 116,4 | 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 | 1.136,1 | 201,6 | 104,7                                 | 386,4                                                                  | 118,2 | 268,3           | 1.641,1     | 236,3         | 768,9 | 13.933,9 |
|      | Sep                | 8.836,2                                    | 3.071,9 | 807,8 | 4.956,5 | 2.047,7                                                                   | 707,5 | 1.136,4 | 203,9 | 106,9                                 | 380,3                                                                  | 108,9 | 271,4           | 1.654,4     | 236,9         | 783,4 | 14.045,8 |
|      | Oct                | 8.972,3                                    | 3.167,7 | 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         | 781,5 | 14.196,9 |
|      | Nov                | 9.100,8                                    | 3.245,0 | 817,8 | 5.038,0 | 2.071,5                                                                   | 721,9 | 1.147,2 | 202,4 | 113,5                                 | 401,9                                                                  | 116,0 | 285,8           | 1.681,3     | 241,2         | 798,4 | 14.408,5 |
|      | Dic                | 9.082,9                                    | 3.171,3 | 820,4 | 5.091,2 | 2.016,9                                                                   | 728,0 | 1.095,4 | 193,6 | 107,1                                 | 422,1                                                                  | 120,9 | 301,2           | 1.590,2     | 243,8         | 783,6 | 14.246,8 |
| 1999 | Ene                | 9.302,2                                    | 3.380,9 | 820,4 | 5.100,9 | 2.047,0                                                                   | 736,8 | 1.103,2 | 206,9 | 108,0                                 | 430,4                                                                  | 112,9 | 317,5           | 1.633,9     | 244,6         | 936,0 | 14.701,9 |
|      | Feb                | 9.199,0                                    | 3.268,3 | 820,9 | 5.109,8 | 2.063,4                                                                   | 744,9 | 1.115,5 | 202,9 | 112,2                                 | 441,5                                                                  | 117,5 | 324,0           | 1.589,3     | 243,4         | 954,6 | 14.603,2 |
|      | Mar                | 9.254,9                                    | 3.282,9 | 818,7 | 5.153,3 | 2.086,4                                                                   | 759,3 | 1.129,4 | 197,6 | 99,1                                  | 468,1                                                                  | 125,7 | 342,4           | 1.644,1     | 244,6         | 883,7 | 14.680,9 |
|      | Abr                | 9.299,7                                    | 3.308,5 | 811,4 | 5.179,8 | 2.103,8                                                                   | 773,3 | 1.128,5 | 201,9 | 104,8                                 | 481,1                                                                  | 126,0 | 355,0           | 1.632,5     | 246,3         | 846,6 | 14.714,6 |
|      | May                | 9.314,4                                    | 3.289,1 | 810,3 | 5.214,9 | 2.141,3                                                                   | 786,0 | 1.147,1 | 208,3 | 102,8                                 | 496,7                                                                  | 127,8 | 368,9           | 1.620,9     | 247,5         | 829,9 | 14.753,4 |
|      | Jun                | 9.454,1                                    | 3.338,5 | 816,0 | 5.299,5 | 2.137,2                                                                   | 799,3 | 1.127,2 | 210,7 | 101,6                                 | 482,9                                                                  | 124,6 | 358,3           | 1.640,5     | 249,3         | 840,7 | 14.906,3 |
|      | Jul                | 9.463,9                                    | 3.327,0 | 807,6 | 5.329,3 | 2.129,9                                                                   | 799,3 | 1.117,2 | 213,4 | 107,8                                 | 481,5                                                                  | 126,3 | 355,2           | 1.628,7     | 253,9         | 826,7 | 14.892,4 |
|      | Ago                | 9.485,6                                    | 3.356,3 | 803,7 | 5.325,6 | 2.153,6                                                                   | 807,9 | 1.123,3 | 222,4 | 110,2                                 | 481,1                                                                  | 127,1 | 354,0           | 1.630,2     | 254,7         | 806,3 | 14.921,6 |
|      | Sep <sup>(p)</sup> | 9.560,0                                    | 3.382,0 | 809,1 | 5.368,9 | 2.185,0                                                                   | 825,3 | 1.140,1 | 219,7 | 112,1                                 | 482,0                                                                  | 129,2 | 352,8           | 1.655,3     | 256,8         | 793,5 | 15.044,7 |

#### 2. Pasivo

|      |                    | Total                   |                                             |         |                        |                                                   |            |         |                          |                        |                                                 |                                    |                    |                 |               |                     |          |
|------|--------------------|-------------------------|---------------------------------------------|---------|------------------------|---------------------------------------------------|------------|---------|--------------------------|------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------|--------------------|-----------------|---------------|---------------------|----------|
|      |                    | Efectivo en circulación | Depósitos de residentes en la zona del euro |         |                        |                                                   |            |         |                          | Participaciones en FMM | Valores distintos de acciones y participaciones | Instrumentos del mercado monetario | Capital y reservas | Resto del mundo | Otros pasivos |                     |          |
|      |                    |                         |                                             | IFM     | Administración Central | Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro |            |         |                          |                        |                                                 |                                    |                    |                 |               |                     |          |
|      |                    |                         |                                             |         |                        |                                                   | A la vista | A plazo | Disponibles con preaviso |                        |                                                 |                                    |                    |                 |               | Cesiones temporales |          |
|      |                    | 1                       | 2                                           | 3       | 4                      | 5                                                 | 6          | 7       | 8                        | 9                      | 10                                              | 11                                 | 12                 | 13              | 14            | 15                  | 16       |
| 1998 | Ene                | 0,4                     | 7.791,3                                     | 3.038,7 | 95,9                   | 4.656,6                                           | 1.179,9    | 1.917,8 | 1.341,8                  | 217,1                  | 253,7                                           | 1.946,6                            | 145,2              | 690,8           | 1.426,8       | 1.273,7             | 13.528,4 |
|      | Feb                | 0,4                     | 7.838,6                                     | 3.075,0 | 98,4                   | 4.665,2                                           | 1.181,7    | 1.922,1 | 1.345,1                  | 216,3                  | 255,7                                           | 1.969,9                            | 147,2              | 696,0           | 1.460,8       | 1.263,9             | 13.632,5 |
|      | Mar                | 0,4                     | 7.845,7                                     | 3.086,2 | 92,8                   | 4.666,7                                           | 1.210,8    | 1.897,2 | 1.346,4                  | 212,2                  | 255,5                                           | 1.987,2                            | 149,5              | 710,3           | 1.512,0       | 1.273,7             | 13.734,4 |
|      | Abr                | 0,4                     | 7.876,4                                     | 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             | 13.800,1 |
|      | May                | 0,4                     | 7.898,9                                     | 3.101,7 | 88,2                   | 4.709,0                                           | 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                     | 7.982,1                                     | 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                     | 8.038,0                                     | 3.234,8 | 90,0                   | 4.713,2                                           | 1.263,5    | 1.890,8 | 1.347,6                  | 211,3                  | 260,3                                           | 2.093,9                            | 154,1              | 721,7           | 1.489,4       | 1.288,0             | 14.045,8 |
|      | Oct                | 0,4                     | 8.136,8                                     | 3.315,0 | 90,8                   | 4.731,0                                           | 1.268,8    | 1.889,2 | 1.350,8                  | 222,3                  | 258,4                                           | 2.096,9                            | 161,1              | 725,9           | 1.530,3       | 1.287,2             | 14.196,9 |
|      | Nov                | 0,4                     | 8.245,3                                     | 3.399,8 | 91,9                   | 4.753,6                                           | 1.308,8    | 1.888,9 | 1.353,5                  | 202,4                  | 259,6                                           | 2.112,8                            | 169,5              | 727,6           | 1.598,0       | 1.295,3             | 14.408,5 |
|      | Dic                | 0,4                     | 8.262,1                                     | 3.312,8 | 95,7                   | 4.853,6                                           | 1.382,2    | 1.908,3 | 1.385,9                  | 177,2                  | 241,1                                           | 2.113,9                            | 160,8              | 737,7           | 1.506,3       | 1.224,3             | 14.246,8 |
| 1999 | Ene                | 0,4                     | 8.396,8                                     | 3.456,5 | 81,8                   | 4.858,5                                           | 1.402,8    | 1.974,2 | 1.310,3                  | 171,2                  | 272,0                                           | 2.148,5                            | 169,6              | 748,5           | 1.591,4       | 1.374,8             | 14.701,9 |
|      | Feb                | 0,4                     | 8.297,2                                     | 3.367,9 | 85,3                   | 4.844,0                                           | 1.375,9    | 1.971,5 | 1.312,6                  | 183,9                  | 286,5                                           | 2.173,7                            | 174,7              | 753,2           | 1.590,5       | 1.326,9             | 14.603,2 |
|      | Mar                | 0,5                     | 8.345,6                                     | 3.407,8 | 79,1                   | 4.858,7                                           | 1.382,0    | 1.987,0 | 1.310,8                  | 178,9                  | 279,8                                           | 2.193,6                            | 180,5              | 759,3           | 1.612,9       | 1.308,8             | 14.680,9 |
|      | Abr                | 0,5                     | 8.347,3                                     | 3.397,1 | 77,8                   | 4.872,4                                           | 1.402,1    | 1.983,8 | 1.314,2                  | 172,3                  | 297,4                                           | 2.223,8                            | 190,1              | 769,5           | 1.631,6       | 1.254,5             | 14.714,6 |
|      | May                | 0,5                     | 8.374,2                                     | 3.406,5 | 78,8                   | 4.889,0                                           | 1.428,3    | 1.974,1 | 1.314,1                  | 172,5                  | 296,7                                           | 2.247,9                            | 190,2              | 777,5           | 1.656,1       | 1.210,3             | 14.753,4 |
|      | Jun                | 0,5                     | 8.443,1                                     | 3.442,2 | 82,0                   | 4.919,0                                           | 1.473,8    | 1.959,9 | 1.318,5                  | 166,8                  | 305,3                                           | 2.269,4                            | 182,8              | 786,0           | 1.667,2       | 1.251,9             | 14.906,3 |
|      | Jul                | 0,5                     | 8.448,3                                     | 3.443,4 | 78,8                   | 4.926,1                                           | 1.464,3    | 1.976,9 | 1.320,8                  | 164,0                  | 302,2                                           | 2.276,0                            | 183,7              | 792,2           | 1.648,5       | 1.240,9             | 14.892,4 |
|      | Ago                | 0,6                     | 8.448,9                                     | 3.457,8 | 83,1                   | 4.908,0                                           | 1.437,5    | 1.987,5 | 1.320,0                  | 162,9                  | 307,2                                           | 2.291,6                            | 194,4              | 792,0           | 1.681,7       | 1.205,3             | 14.921,6 |
|      | Sep <sup>(p)</sup> | 0,6                     | 8.491,7                                     | 3.489,2 | 82,2                   | 4.920,3                                           | 1.466,4    | 1.977,2 | 1.318,0                  | 158,8                  | 309,3                                           | 2.330,7                            | 200,0              | 797,2           | 1.691,1       | 1.224,2             | 15.044,7 |

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 Eurosistema<sup>1)2)</sup>

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

#### 1. Activo: saldos

|      |                    |                                        |       |                                               |                                                                                  |         |                                               |                                                                                              |                                  |                |                  | Total    |
|------|--------------------|----------------------------------------|-------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|---------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|----------------|------------------|----------|
|      |                    | Préstamos                              |       |                                               | Valores                                                                          |         |                                               | Acciones<br>y participa-<br>ciones emiti-<br>das por<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | Resto del<br>mundo <sup>4)</sup> | Activo<br>fijo | Otros<br>activos |          |
|      |                    | a residentes<br>en la zona<br>del euro | AAPP  | Otros<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | distintos de<br>acciones<br>emitidos por<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | AAPP    | Otros<br>residentes<br>en la zona<br>del euro |                                                                                              |                                  |                |                  |          |
|      |                    | 1                                      | 2     | 3                                             | 4                                                                                | 5       | 6                                             |                                                                                              |                                  |                |                  |          |
| 1998 | Ene                | 5.548,5                                | 827,5 | 4.721,0                                       | 1.373,6                                                                          | 1.183,2 | 190,4                                         | 251,6                                                                                        | 1.921,2                          | 243,6          | 838,7            | 10.177,1 |
|      | Feb                | 5.573,8                                | 829,1 | 4.744,7                                       | 1.387,6                                                                          | 1.192,0 | 195,6                                         | 259,6                                                                                        | 1.947,8                          | 244,0          | 845,2            | 10.257,9 |
|      | Mar                | 5.603,2                                | 827,2 | 4.776,0                                       | 1.407,7                                                                          | 1.207,9 | 199,8                                         | 276,1                                                                                        | 2.000,2                          | 245,5          | 821,7            | 10.354,3 |
|      | Abr                | 5.639,0                                | 832,1 | 4.806,9                                       | 1.414,9                                                                          | 1.215,0 | 199,9                                         | 284,7                                                                                        | 1.961,8                          | 245,8          | 845,0            | 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          | 863,1            | 10.447,0 |
|      | Jun                | 5.703,4                                | 826,9 | 4.876,6                                       | 1.433,7                                                                          | 1.237,3 | 196,4                                         | 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          | 793,5            | 10.449,5 |
|      | Sep                | 5.785,6                                | 828,9 | 4.956,7                                       | 1.421,9                                                                          | 1.217,3 | 204,5                                         | 274,2                                                                                        | 1.983,7                          | 244,9          | 803,2            | 10.513,6 |
|      | Oct                | 5.825,9                                | 834,8 | 4.991,1                                       | 1.431,0                                                                          | 1.222,9 | 208,1                                         | 275,2                                                                                        | 1.971,0                          | 247,1          | 801,8            | 10.551,9 |
|      | Nov                | 5.877,2                                | 838,8 | 5.038,4                                       | 1.426,5                                                                          | 1.223,5 | 203,0                                         | 288,7                                                                                        | 2.023,2                          | 249,3          | 819,5            | 10.684,5 |
|      | Dic                | 5.932,1                                | 840,8 | 5.091,3                                       | 1.375,7                                                                          | 1.181,6 | 194,1                                         | 304,9                                                                                        | 1.907,4                          | 251,8          | 797,0            | 10.568,9 |
| 1999 | Ene                | 5.941,9                                | 840,8 | 5.101,0                                       | 1.398,0                                                                          | 1.190,5 | 207,6                                         | 321,6                                                                                        | 2.050,6                          | 253,9          | 962,0            | 10.928,0 |
|      | Feb                | 5.951,3                                | 841,3 | 5.110,0                                       | 1.407,6                                                                          | 1.204,1 | 203,5                                         | 328,1                                                                                        | 1.954,5                          | 252,7          | 981,2            | 10.875,4 |
|      | Mar                | 5.992,7                                | 839,1 | 5.153,5                                       | 1.419,5                                                                          | 1.221,3 | 198,2                                         | 346,6                                                                                        | 2.070,1                          | 253,9          | 904,6            | 10.987,4 |
|      | Abr                | 6.011,8                                | 831,8 | 5.180,0                                       | 1.422,4                                                                          | 1.219,8 | 202,6                                         | 359,2                                                                                        | 2.068,1                          | 255,9          | 868,9            | 10.986,3 |
|      | May                | 6.045,8                                | 830,8 | 5.215,0                                       | 1.446,8                                                                          | 1.237,9 | 209,0                                         | 373,1                                                                                        | 2.008,2                          | 257,1          | 848,8            | 10.979,8 |
|      | Jun                | 6.136,1                                | 836,4 | 5.299,7                                       | 1.428,8                                                                          | 1.217,2 | 211,6                                         | 362,6                                                                                        | 2.139,7                          | 259,0          | 856,1            | 11.182,2 |
|      | Jul                | 6.157,4                                | 828,0 | 5.329,5                                       | 1.421,4                                                                          | 1.207,1 | 214,4                                         | 359,5                                                                                        | 2.080,5                          | 263,7          | 847,0            | 11.129,6 |
|      | Ago                | 6.149,9                                | 824,1 | 5.325,8                                       | 1.436,5                                                                          | 1.213,3 | 223,2                                         | 358,3                                                                                        | 2.053,2                          | 264,6          | 827,1            | 11.089,5 |
|      | Sep <sup>(b)</sup> | 6.198,6                                | 829,5 | 5.369,1                                       | 1.450,8                                                                          | 1.230,1 | 220,7                                         | 357,2                                                                                        | 2.079,9                          | 266,7          | 808,3            | 11.161,5 |

#### 2. Pasivo: saldos

|      |                   |                         |                                        |                                                                |            |         |                          |                     |                                                             |                                                 |                    |                               |               |                                    | Total    |
|------|-------------------|-------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------|---------|--------------------------|---------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------|---------------|------------------------------------|----------|
|      |                   | Efectivo en circulación | Depósitos de la Administración Central | Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro | A la vista | 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 <sup>4)</sup> | Otros pasivos | Discrepancias de pasivos entre IFM |          |
|      |                   | 1                       | 2                                      | 3                                                              | 4          | 5       | 6                        | 7                   | 8                                                           | 9                                               | 10                 | 11                            | 12            | 13                                 | 14       |
| 1998 | Ene               | 311,4                   | 146,6                                  | 4.658,8                                                        | 1.182,1    | 1.917,8 | 1.341,8                  | 217,1               | 308,0                                                       | 1.313,8                                         | 698,3              | 1.459,2                       | 1.334,0       | -52,9                              | 10.177,1 |
|      | Feb               | 311,7                   | 160,0                                  | 4.669,2                                                        | 1.185,6    | 1.922,1 | 1.345,1                  | 216,3               | 309,8                                                       | 1.333,6                                         | 697,3              | 1.492,3                       | 1.325,6       | -41,4                              | 10.257,9 |
|      | Mar               | 311,8                   | 139,6                                  | 4.669,4                                                        | 1.213,6    | 1.897,2 | 1.346,4                  | 212,2               | 311,2                                                       | 1.348,3                                         | 706,4              | 1.543,7                       | 1.338,0       | -14,0                              | 10.354,3 |
|      | 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                               | 10.447,0 |
|      | 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               | 320,6                   | 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                                  | 4.717,7                                                        | 1.268,0    | 1.890,8 | 1.347,6                  | 211,3               | 319,5                                                       | 1.397,5                                         | 720,4              | 1.512,5                       | 1.355,6       | 21,6                               | 10.513,6 |
|      | Oct               | 313,3                   | 155,5                                  | 4.735,3                                                        | 1.273,1    | 1.889,2 | 1.350,8                  | 222,3               | 325,3                                                       | 1.391,8                                         | 717,6              | 1.552,9                       | 1.352,5       | 7,8                                | 10.551,9 |
|      | Nov               | 314,2                   | 148,8                                  | 4.759,9                                                        | 1.315,1    | 1.888,9 | 1.353,5                  | 202,4               | 328,7                                                       | 1.400,9                                         | 714,9              | 1.618,0                       | 1.361,1       | 38,1                               | 10.684,5 |
|      | Dic               | 323,6                   | 150,7                                  | 4.856,5                                                        | 1.385,1    | 1.908,3 | 1.385,9                  | 177,2               | 303,4                                                       | 1.390,2                                         | 712,1              | 1.524,9                       | 1.281,7       | 25,9                               | 10.568,9 |
| 1999 | Ene               | 313,2                   | 132,1                                  | 4.864,7                                                        | 1.409,0    | 1.974,2 | 1.310,3                  | 171,2               | 339,9                                                       | 1.415,6                                         | 757,3              | 1.690,7                       | 1.431,6       | -17,1                              | 10.928,0 |
|      | Feb               | 312,7                   | 140,4                                  | 4.850,7                                                        | 1.382,6    | 1.971,5 | 1.312,6                  | 183,9               | 355,3                                                       | 1.432,5                                         | 754,4              | 1.641,1                       | 1.382,9       | 5,4                                | 10.875,4 |
|      | Mar               | 317,5                   | 134,2                                  | 4.866,6                                                        | 1.389,9    | 1.987,0 | 1.310,8                  | 178,9               | 366,0                                                       | 1.438,0                                         | 767,5              | 1.710,8                       | 1.363,3       | 23,4                               | 10.987,4 |
|      | Abr               | 319,5                   | 116,6                                  | 4.878,8                                                        | 1.408,4    | 1.983,8 | 1.314,2                  | 172,4               | 387,5                                                       | 1.454,5                                         | 778,4              | 1.736,6                       | 1.305,0       | 9,3                                | 10.986,3 |
|      | May               | 321,3                   | 121,5                                  | 4.896,4                                                        | 1.435,7    | 1.974,1 | 1.314,1                  | 172,6               | 388,9                                                       | 1.465,6                                         | 783,1              | 1.717,3                       | 1.259,5       | 26,2                               | 10.979,8 |
|      | Jun               | 323,7                   | 126,1                                  | 4.926,8                                                        | 1.481,6    | 1.959,9 | 1.318,5                  | 166,8               | 391,3                                                       | 1.474,0                                         | 797,7              | 1.838,3                       | 1.296,7       | 7,7                                | 11.182,2 |
|      | Jul               | 331,7                   | 135,2                                  | 4.931,9                                                        | 1.469,9    | 1.976,9 | 1.320,8                  | 164,2               | 382,9                                                       | 1.480,5                                         | 801,4              | 1.772,6                       | 1.291,1       | 2,1                                | 11.129,6 |
|      | Ago               | 326,2                   | 137,6                                  | 4.914,1                                                        | 1.443,4    | 1.987,5 | 1.320,0                  | 163,1               | 396,3                                                       | 1.487,9                                         | 800,3              | 1.775,4                       | 1.257,3       | -5,6                               | 11.089,5 |
|      | Sep <sup>4)</sup> | 327,0                   | 132,9                                  | 4.927,2                                                        | 1.473,2    | 1.977,2 | 1.318,0                  | 158,8               | 400,5                                                       | 1.509,2                                         | 810,2              | 1.779,9                       | 1.270,8       | 3,7                                | 11.161,5 |

Fuente: BCE.

- 1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes a la zona del euro.
- 2) Los datos se han revisado, al disponer de nueva información.
- 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.
- 4) Desde enero de 1999 se incluyen los saldos brutos que el Eurosistema mantiene transitoriamente 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 y de 66 mm de euros a final de septiembre.

[mm de euros (sin desestacionalizar)]

### 3. Activo: flujos<sup>3)</sup>

|      |                   | 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 <sup>4)</sup> | 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 | Feb               | 28,6                                       | 2,4   | 26,3                                 | 14,1                                                                      | 8,8   | 5,3                                  | 8,0                                                                    | 33,4                          | 0,4         | 6,2           | 90,7  |
|      | Mar               | 30,9                                       | -1,9  | 32,8                                 | 19,2                                                                      | 15,1  | 4,2                                  | 16,4                                                                   | 40,4                          | 1,5         | -23,5         | 85,0  |
|      | Abr               | 39,8                                       | 5,0   | 34,8                                 | 7,8                                                                       | 7,5   | 0,3                                  | 8,6                                                                    | -4,7                          | 0,3         | 23,1          | 74,9  |
|      | May               | 8,3                                        | -11,1 | 19,4                                 | 14,8                                                                      | 11,1  | 3,7                                  | 5,6                                                                    | 16,1                          | 9,0         | 17,9          | 71,6  |
|      | Jun               | 66,7                                       | 5,9   | 60,8                                 | 2,9                                                                       | 10,7  | -7,8                                 | -6,0                                                                   | 32,0                          | -6,7        | -104,5        | -15,7 |
|      | Jul               | 40,0                                       | -4,2  | 44,2                                 | -11,7                                                                     | -17,3 | 5,6                                  | -6,8                                                                   | -23,6                         | -4,7        | 45,9          | 39,2  |
|      | Ago               | 1,5                                        | 2,4   | -0,9                                 | -0,4                                                                      | -0,9  | 0,5                                  | -6,7                                                                   | -1,9                          | 1,0         | -6,0          | -12,5 |
|      | Sep               | 50,8                                       | 4,2   | 46,6                                 | -2,5                                                                      | -5,0  | 2,6                                  | 3,1                                                                    | 79,9                          | 0,6         | -4,3          | 127,7 |
|      | Oct               | 40,2                                       | 5,8   | 34,4                                 | 7,7                                                                       | 4,5   | 3,2                                  | 0,9                                                                    | -21,9                         | 2,3         | -1,4          | 27,8  |
|      | Nov               | 53,4                                       | 3,9   | 49,5                                 | -4,7                                                                      | 0,5   | -5,2                                 | 13,5                                                                   | 25,1                          | 2,4         | 17,5          | 107,2 |
|      | Dic               | 64,9                                       | 2,1   | 62,8                                 | -49,9                                                                     | -41,0 | -8,9                                 | 16,2                                                                   | -108,7                        | 2,6         | -22,1         | -97,0 |
| 1999 | Ene               | 70,9                                       | 0,9   | 70,0                                 | 17,6                                                                      | 17,1  | 0,4                                  | 10,5                                                                   | 112,8                         | -0,2        | 151,9         | 363,5 |
|      | Feb               | 7,1                                        | 0,3   | 6,8                                  | 9,1                                                                       | 13,5  | -4,3                                 | 6,5                                                                    | -132,2                        | -1,2        | 19,1          | -91,6 |
|      | Mar               | 36,2                                       | -2,9  | 39,1                                 | 28,0                                                                      | 25,5  | 2,5                                  | 18,2                                                                   | 65,9                          | 1,3         | -87,1         | 62,5  |
|      | Abr               | 17,7                                       | -8,9  | 26,6                                 | 3,7                                                                       | -0,6  | 4,3                                  | 12,6                                                                   | -17,0                         | 2,0         | -35,8         | -16,8 |
|      | May               | 33,1                                       | -1,1  | 34,2                                 | 24,2                                                                      | 18,0  | 6,2                                  | 14,0                                                                   | -72,1                         | 1,2         | -20,0         | -19,7 |
|      | Jun               | 91,5                                       | 5,6   | 85,9                                 | -19,3                                                                     | -21,7 | 2,5                                  | -11,1                                                                  | 116,9                         | 1,7         | 6,9           | 186,5 |
|      | Jul               | 23,8                                       | -8,3  | 32,1                                 | -7,0                                                                      | -10,0 | 3,0                                  | -3,1                                                                   | -22,4                         | 4,7         | -9,2          | -13,1 |
|      | Ago               | -9,0                                       | -4,0  | -5,0                                 | 14,3                                                                      | 5,8   | 8,5                                  | -1,3                                                                   | -48,6                         | 0,9         | -19,9         | -63,7 |
|      | Sep <sup>5)</sup> | 48,5                                       | 5,4   | 43,1                                 | 13,4                                                                      | 16,0  | -2,6                                 | -1,1                                                                   | 10,1                          | 2,1         | -12,0         | 60,9  |

### 4. Pasivo: flujos<sup>3)</sup>

|      |                   | Electivo en circulación | Depósitos de la Administración Central | Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro | A la vista | A plazo | Disponibles con preaviso | Cesiones temporales | Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario | Valores distintos de acciones y participaciones | Capital y reservas | Resto del mundo <sup>4)</sup> | Otros pasivos | Discrepancias de pasivos entre IFM | Total |
|------|-------------------|-------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------|---------|--------------------------|---------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------|---------------|------------------------------------|-------|
|      |                   | 1                       | 2                                      | 3                                                              | 4          | 5       | 6                        | 7                   | 8                                                           | 9                                               | 10                 | 11                            | 12            | 13                                 | 14    |
| 1998 | Feb               | 0,4                     | 13,3                                   | 11,0                                                           | 3,8        | 4,8     | 3,2                      | -0,8                | 1,9                                                         | 20,5                                            | 0,5                | 38,8                          | -7,9          | 12,2                               | 90,7  |
|      | Mar               | 0,0                     | -20,4                                  | -0,8                                                           | 27,6       | -25,6   | 1,3                      | -4,1                | 1,3                                                         | 14,7                                            | 12,5               | 40,7                          | 9,4           | 27,4                               | 85,0  |
|      | Abr               | 3,0                     | 2,0                                    | 26,1                                                           | 15,0       | 17,0    | -0,4                     | -5,6                | 10,1                                                        | 8,2                                             | -11,1              | -0,6                          | 52,6          | -15,4                              | 74,9  |
|      | May               | 2,4                     | -6,5                                   | 21,8                                                           | 19,3       | -1,1    | 1,9                      | 1,6                 | -1,4                                                        | 6,2                                             | 7,4                | 2,7                           | 16,7          | 22,3                               | 71,6  |
|      | Jun               | -1,7                    | 13,1                                   | 20,8                                                           | 47,4       | -20,5   | -1,4                     | -4,8                | -4,4                                                        | 14,5                                            | 15,5               | 3,2                           | -77,2         | 0,6                                | -15,7 |
|      | Jul               | 5,2                     | 8,2                                    | -23,6                                                          | -39,7      | 4,4     | -0,6                     | 12,2                | 7,4                                                         | 11,6                                            | -1,1               | -8,9                          | 24,8          | 15,6                               | 39,2  |
|      | Ago               | -5,7                    | 8,8                                    | -3,8                                                           | -8,9       | 10,8    | 1,7                      | -7,3                | 3,8                                                         | 3,1                                             | -0,1               | -6,4                          | -11,6         | -0,5                               | -12,5 |
|      | Sep               | -3,2                    | -8,1                                   | 17,8                                                           | 24,8       | -10,5   | 0,2                      | 3,2                 | -6,2                                                        | 6,9                                             | 8,7                | 71,6                          | 23,6          | 16,5                               | 127,7 |
|      | Oct               | 1,5                     | -1,6                                   | 16,9                                                           | 4,7        | -2,0    | 3,2                      | 11,0                | 5,9                                                         | -9,0                                            | -2,4               | 36,6                          | -6,1          | -14,0                              | 27,8  |
|      | Nov               | 0,9                     | -6,7                                   | 22,2                                                           | 41,2       | -1,7    | 2,6                      | -19,9               | 3,1                                                         | 7,6                                             | -1,8               | 40,4                          | 11,2          | 30,4                               | 107,2 |
|      | Dic               | 9,4                     | 1,9                                    | 99,0                                                           | 70,5       | 21,3    | 32,4                     | -25,2               | -24,8                                                       | -10,9                                           | -3,1               | -82,7                         | -74,3         | -11,6                              | -97,0 |
| 1999 | Ene               | -9,4                    | -6,6                                   | 34,1                                                           | 23,7       | -2,2    | 14,6                     | -1,9                | 13,6                                                        | 26,8                                            | 14,7               | 157,8                         | 159,7         | -27,2                              | 363,5 |
|      | Feb               | -0,6                    | 8,3                                    | -24,1                                                          | -27,6      | -11,5   | 2,2                      | 12,7                | 15,1                                                        | 13,0                                            | -1,9               | -83,6                         | -47,0         | 29,3                               | -91,6 |
|      | Mar               | 4,8                     | -6,0                                   | 12,7                                                           | 5,9        | 13,7    | -1,9                     | -5,1                | 6,5                                                         | 7,5                                             | 12,4               | 42,8                          | -29,9         | 11,7                               | 62,5  |
|      | Abr               | 2,0                     | -17,6                                  | 11,0                                                           | 18,1       | -3,9    | 3,4                      | -6,6                | 20,9                                                        | 15,3                                            | 11,3               | 12,9                          | -58,9         | -13,8                              | -16,8 |
|      | May               | 1,8                     | 4,9                                    | 16,4                                                           | 26,8       | -10,4   | -0,2                     | 0,2                 | 1,3                                                         | 9,6                                             | 5,5                | -31,4                         | -44,7         | 16,9                               | -19,7 |
|      | Jun               | 2,4                     | 4,6                                    | 28,8                                                           | 45,4       | -15,1   | 4,4                      | -5,8                | 1,2                                                         | 6,8                                             | 16,4               | 106,2                         | 39,5          | -19,4                              | 186,5 |
|      | Jul               | 8,1                     | 9,1                                    | 8,2                                                            | -10,6      | 18,9    | 2,4                      | -2,5                | -7,9                                                        | 9,5                                             | 4,0                | -31,0                         | -6,9          | -6,1                               | -13,1 |
|      | Ago               | -5,6                    | 2,5                                    | -21,4                                                          | -28,8      | 9,4     | -0,9                     | -1,1                | 13,1                                                        | 4,6                                             | -0,8               | -15,3                         | -35,2         | -5,6                               | -63,7 |
|      | Sep <sup>5)</sup> | 0,9                     | -4,7                                   | 12,4                                                           | 29,8       | -11,0   | -2,0                     | -4,3                | 3,7                                                         | 19,8                                            | 4,9                | -5,6                          | 20,4          | 9,3                                | 60,9  |

## Cuadro 2.4

### Agregados monetarios<sup>1)2)</sup>

[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 <sup>3)</sup> | Depósitos a plazo hasta 2 años | Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses |                     |                                                             |                                                     |       |      |
|                         |                    |                      |         |         |                                  |                                |                                                  |                     |                                                             |                                                     |       |      |
|                         |                    |                      |         |         |                                  |                                |                                                  |                     |                                                             |                                                     |       |      |
| Efectivo en circulación |                    | Depósitos a la vista |         | Total   | Índice, Dic.98=100 <sup>3)</sup> |                                |                                                  |                     |                                                             |                                                     |       |      |
| 1                       |                    | 2                    |         | 3       | 4                                | 5                              | 6                                                | 7                   | 8                                                           | 9                                                   | 10    | 11   |
| 1998                    | Ene                | 311,4                | 1.253,6 | 1.565,0 | 87,97                            | 908,4                          | 1.177,5                                          | 3.650,9             | 93,59                                                       | 217,1                                               | 308,0 | 74,8 |
|                         | Feb                | 311,7                | 1.254,1 | 1.565,8 | 88,03                            | 905,1                          | 1.181,6                                          | 3.652,5             | 93,65                                                       | 216,3                                               | 309,8 | 79,6 |
|                         | Mar                | 311,8                | 1.283,8 | 1.595,5 | 89,68                            | 878,8                          | 1.183,4                                          | 3.657,7             | 93,76                                                       | 212,2                                               | 311,2 | 85,8 |
|                         | Abr                | 314,8                | 1.295,9 | 1.610,7 | 90,59                            | 892,6                          | 1.185,1                                          | 3.688,4             | 94,60                                                       | 206,6                                               | 321,0 | 86,4 |
|                         | May                | 317,2                | 1.313,0 | 1.630,2 | 91,71                            | 888,8                          | 1.189,2                                          | 3.708,3             | 95,14                                                       | 208,2                                               | 319,4 | 88,7 |
|                         | Jun                | 315,5                | 1.361,7 | 1.677,2 | 94,32                            | 871,2                          | 1.189,0                                          | 3.737,4             | 95,86                                                       | 203,4                                               | 315,1 | 87,8 |
|                         | Jul                | 320,6                | 1.321,7 | 1.642,3 | 92,41                            | 872,5                          | 1.189,7                                          | 3.704,6             | 95,07                                                       | 215,5                                               | 322,3 | 93,5 |
|                         | Ago                | 314,9                | 1.312,6 | 1.627,5 | 91,56                            | 879,3                          | 1.192,9                                          | 3.699,7             | 94,92                                                       | 208,2                                               | 326,3 | 88,8 |
|                         | Sep                | 311,7                | 1.333,9 | 1.645,6 | 92,70                            | 864,8                          | 1.193,8                                          | 3.704,2             | 95,18                                                       | 211,3                                               | 319,5 | 80,5 |
|                         | Oct                | 313,3                | 1.337,8 | 1.651,1 | 92,98                            | 867,2                          | 1.197,3                                          | 3.715,6             | 95,46                                                       | 222,3                                               | 325,3 | 81,5 |
|                         | Nov                | 314,2                | 1.379,6 | 1.693,8 | 95,34                            | 871,1                          | 1.199,9                                          | 3.764,8             | 96,66                                                       | 202,4                                               | 328,7 | 80,0 |
|                         | Dic                | 323,6                | 1.452,5 | 1.776,1 | 100,00                           | 885,1                          | 1.231,6                                          | 3.892,8             | 100,00                                                      | 177,2                                               | 303,4 | 67,9 |
| 1999                    | Ene                | 313,2                | 1.476,8 | 1.790,0 | 100,83                           | 881,7                          | 1.247,6                                          | 3.919,3             | 100,61                                                      | 171,2                                               | 339,9 | 55,0 |
|                         | Feb                | 312,7                | 1.446,8 | 1.759,4 | 99,04                            | 868,0                          | 1.251,6                                          | 3.879,0             | 99,50                                                       | 183,9                                               | 355,3 | 56,8 |
|                         | Mar                | 317,5                | 1.463,4 | 1.780,9 | 100,17                           | 878,3                          | 1.250,4                                          | 3.909,5             | 100,21                                                      | 178,9                                               | 366,0 | 48,5 |
|                         | Abr                | 319,5                | 1.478,7 | 1.798,2 | 101,12                           | 871,9                          | 1.255,3                                          | 3.925,4             | 100,59                                                      | 172,4                                               | 387,5 | 53,2 |
|                         | May                | 321,3                | 1.503,5 | 1.824,8 | 102,59                           | 862,5                          | 1.259,3                                          | 3.946,6             | 101,11                                                      | 172,6                                               | 388,9 | 59,0 |
|                         | Jun                | 323,7                | 1.545,6 | 1.869,3 | 105,07                           | 842,2                          | 1.265,1                                          | 3.976,6             | 101,85                                                      | 166,8                                               | 391,3 | 55,1 |
|                         | Jul                | 331,7                | 1.539,9 | 1.871,6 | 105,26                           | 854,0                          | 1.269,9                                          | 3.995,5             | 102,40                                                      | 164,2                                               | 382,9 | 60,2 |
|                         | Ago                | 326,2                | 1.512,8 | 1.839,0 | 103,29                           | 857,4                          | 1.270,1                                          | 3.966,4             | 101,57                                                      | 163,1                                               | 396,3 | 61,4 |
|                         | Sep <sup>(p)</sup> | 327,0                | 1.537,2 | 1.864,2 | 104,71                           | 844,9                          | 1.268,3                                          | 3.977,4             | 101,83                                                      | 158,8                                               | 400,5 | 67,2 |

#### 2. Flujos<sup>4)</sup>

|      |                    | M2                      |                                            |                                |                                                  |       |      |       |                                            | Cesiones temporales | Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario | Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años |
|------|--------------------|-------------------------|--------------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------------------|-------|------|-------|--------------------------------------------|---------------------|-------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
|      |                    |                         |                                            |                                |                                                  |       |      | Total | Tasa interanual de variación <sup>4)</sup> |                     |                                                             |                                                     |
|      |                    | M1                      |                                            | Depósitos a plazo hasta 2 años | Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses |       |      |       |                                            |                     |                                                             |                                                     |
|      |                    | Total                   | Tasa interanual de variación <sup>4)</sup> |                                |                                                  |       |      |       |                                            |                     |                                                             |                                                     |
|      |                    | Efectivo en circulación | Depósitos a la vista                       |                                |                                                  |       |      |       |                                            |                     |                                                             |                                                     |
| 1    | 2                  | 3                       | 4                                          | 5                              | 6                                                | 7     | 8    | 9     | 10                                         | 11                  |                                                             |                                                     |
| 1998 | Feb                | 0,4                     | 0,7                                        | 1,1                            | 8,3                                              | -3,1  | 4,1  | 2,1   | 4,2                                        | -0,8                | 1,9                                                         | 4,9                                                 |
|      | Mar                | 0,0                     | 29,3                                       | 29,4                           | 8,8                                              | -26,8 | 1,8  | 4,3   | 4,4                                        | -4,1                | 1,3                                                         | 6,2                                                 |
|      | Abr                | 3,0                     | 13,2                                       | 16,2                           | 10,3                                             | 15,1  | 1,8  | 33,1  | 5,1                                        | -5,6                | 10,1                                                        | 0,9                                                 |
|      | May                | 2,4                     | 17,6                                       | 20,0                           | 10,1                                             | -3,1  | 4,1  | 21,0  | 5,3                                        | 1,6                 | -1,4                                                        | 2,6                                                 |
|      | Jun                | -1,7                    | 48,1                                       | 46,4                           | 9,5                                              | -18,2 | -0,2 | 28,0  | 5,3                                        | -4,8                | -4,4                                                        | -1,0                                                |
|      | Jul                | 5,2                     | -39,2                                      | -34,1                          | 8,1                                              | 2,4   | 0,7  | -31,0 | 4,4                                        | 12,2                | 7,4                                                         | 6,0                                                 |
|      | Ago                | -5,7                    | -9,4                                       | -15,2                          | 8,2                                              | 6,3   | 3,2  | -5,7  | 4,3                                        | -7,3                | 3,8                                                         | -4,8                                                |
|      | Sep                | -3,2                    | 23,5                                       | 20,3                           | 7,9                                              | -11,3 | 1,1  | 10,1  | 4,7                                        | 3,2                 | -6,2                                                        | -7,5                                                |
|      | Oct                | 1,5                     | 3,5                                        | 5,1                            | 8,0                                              | 2,2   | 3,5  | 10,7  | 4,5                                        | 11,0                | 5,9                                                         | 0,7                                                 |
|      | Nov                | 0,9                     | 41,0                                       | 41,8                           | 8,3                                              | 2,7   | 2,5  | 47,0  | 5,0                                        | -19,9               | 3,1                                                         | -1,8                                                |
|      | Dic                | 9,4                     | 73,4                                       | 82,8                           | 9,6                                              | 15,6  | 31,4 | 129,9 | 6,0                                        | -25,2               | -24,8                                                       | -12,2                                               |
| 1999 | Ene                | -9,4                    | 24,2                                       | 14,8                           | 14,6                                             | -6,7  | 15,6 | 23,6  | 7,5                                        | -1,9                | 13,6                                                        | -1,2                                                |
|      | Feb                | -0,6                    | -31,2                                      | -31,8                          | 12,5                                             | -15,2 | 3,9  | -43,1 | 6,3                                        | 12,7                | 15,1                                                        | 1,3                                                 |
|      | Mar                | 4,8                     | 15,2                                       | 20,1                           | 11,7                                             | 9,0   | -1,4 | 27,7  | 6,9                                        | -5,1                | 6,5                                                         | -1,7                                                |
|      | Abr                | 2,0                     | 14,9                                       | 16,9                           | 11,6                                             | -7,0  | 5,0  | 14,9  | 6,3                                        | -6,6                | 20,9                                                        | 1,8                                                 |
|      | May                | 1,8                     | 24,4                                       | 26,1                           | 11,9                                             | -9,8  | 3,9  | 20,2  | 6,3                                        | 0,2                 | 1,3                                                         | 5,6                                                 |
|      | Jun                | 2,4                     | 41,6                                       | 44,0                           | 11,4                                             | -21,0 | 5,8  | 28,8  | 6,2                                        | -5,8                | 1,2                                                         | -4,0                                                |
|      | Jul                | 8,1                     | -4,6                                       | 3,4                            | 13,9                                             | 13,2  | 4,9  | 21,5  | 7,7                                        | -2,5                | -7,9                                                        | 5,4                                                 |
|      | Ago                | -5,6                    | -29,4                                      | -35,0                          | 12,8                                             | 2,4   | 0,2  | -32,3 | 7,0                                        | -1,1                | 13,1                                                        | 1,0                                                 |
|      | Sep <sup>(p)</sup> | 0,9                     | 24,3                                       | 25,2                           | 13,0                                             | -13,0 | -1,9 | 10,4  | 7,0                                        | -4,3                | 3,7                                                         | 5,4                                                 |

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Calculadas 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,<br>Dic.98=100 <sup>3)</sup> |    |                                           |                                       |                                        |                       |       | Total   |                   |  |
|         |                                     |    | Depósitos                                 |                                       | Valores<br>emitidos a más<br>de 2 años | Capital y<br>reservas |       |         |                   |  |
|         |                                     |    | A plazo<br>superior a<br>2 años           | Con preaviso<br>superior a<br>3 meses |                                        |                       |       |         |                   |  |
| 12      | 13                                  | 14 | 15                                        | 16                                    | 17                                     | 18                    | 19    | 20      |                   |  |
| 4.250,9 | 95,49                               |    | 1.227,7                                   | 1.010,0                               | 217,7                                  | 1.239,0               | 698,3 | 3.165,0 | 1998 Ene          |  |
| 4.258,3 | 95,67                               |    | 1.235,2                                   | 1.017,7                               | 217,5                                  | 1.254,0               | 697,3 | 3.186,5 | Feb               |  |
| 4.267,0 | 95,84                               |    | 1.235,8                                   | 1.019,1                               | 216,8                                  | 1.262,5               | 706,4 | 3.204,7 | Mar               |  |
| 4.302,4 | 96,71                               |    | 1.235,2                                   | 1.020,5                               | 214,7                                  | 1.266,2               | 694,7 | 3.196,2 | Abr               |  |
| 4.324,6 | 97,24                               |    | 1.235,3                                   | 1.022,3                               | 213,0                                  | 1.267,5               | 701,7 | 3.204,6 | May               |  |
| 4.343,8 | 97,65                               |    | 1.232,2                                   | 1.020,2                               | 212,0                                  | 1.282,5               | 714,3 | 3.228,9 | Jun               |  |
| 4.335,9 | 97,52                               |    | 1.232,6                                   | 1.021,8                               | 210,8                                  | 1.285,2               | 713,8 | 3.231,7 | Jul               |  |
| 4.323,0 | 97,21                               |    | 1.236,5                                   | 1.026,6                               | 209,9                                  | 1.294,6               | 712,7 | 3.243,8 | Ago               |  |
| 4.315,5 | 97,20                               |    | 1.235,8                                   | 1.026,5                               | 209,3                                  | 1.317,0               | 720,4 | 3.273,2 | Sep               |  |
| 4.344,8 | 97,84                               |    | 1.231,5                                   | 1.022,4                               | 209,1                                  | 1.310,2               | 717,6 | 3.259,3 | Oct               |  |
| 4.375,9 | 98,48                               |    | 1.227,8                                   | 1.018,3                               | 209,5                                  | 1.320,9               | 714,9 | 3.263,6 | Nov               |  |
| 4.441,3 | 100,00                              |    | 1.238,4                                   | 1.023,7                               | 214,6                                  | 1.322,3               | 712,1 | 3.272,8 | Dic               |  |
| 4.485,4 | 100,77                              |    | 1.216,4                                   | 1.093,2                               | 123,1                                  | 1.360,7               | 757,3 | 3.334,3 | 1999 Ene          |  |
| 4.475,1 | 100,45                              |    | 1.226,2                                   | 1.104,3                               | 121,8                                  | 1.375,7               | 754,4 | 3.356,2 | Feb               |  |
| 4.502,9 | 101,07                              |    | 1.230,4                                   | 1.109,5                               | 120,9                                  | 1.389,5               | 767,5 | 3.387,4 | Mar               |  |
| 4.538,4 | 101,76                              |    | 1.231,6                                   | 1.112,9                               | 118,7                                  | 1.401,4               | 778,4 | 3.411,4 | Abr               |  |
| 4.567,0 | 102,38                              |    | 1.227,7                                   | 1.112,5                               | 115,2                                  | 1.406,6               | 783,1 | 3.417,4 | May               |  |
| 4.589,7 | 102,83                              |    | 1.232,9                                   | 1.118,7                               | 114,2                                  | 1.418,9               | 797,7 | 3.449,4 | Jun               |  |
| 4.602,8 | 103,20                              |    | 1.235,6                                   | 1.123,6                               | 112,0                                  | 1.420,3               | 801,4 | 3.457,3 | Jul               |  |
| 4.587,2 | 102,76                              |    | 1.241,9                                   | 1.130,9                               | 111,0                                  | 1.426,4               | 800,3 | 3.468,6 | Ago               |  |
| 4.603,8 | 103,10                              |    | 1.244,2                                   | 1.133,0                               | 111,2                                  | 1.442,1               | 810,2 | 3.496,5 | Sep <sup>6)</sup> |  |

| M3    |                                               |                                            | Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM |      |                                       |                                        |                       |       |      |                   |  |
|-------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------|-------------------------------------------|------|---------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------|-------|------|-------------------|--|
| Total | Tasa interanual<br>de variación <sup>4)</sup> | Media móvil de<br>tres meses<br>(centrada) |                                           |      |                                       |                                        |                       | Total |      |                   |  |
|       |                                               |                                            | Depósitos                                 |      | Con preaviso<br>superior a<br>3 meses | Valores<br>emitidos a más<br>de 2 años | Capital y<br>reservas |       |      |                   |  |
|       |                                               |                                            | A plazo<br>superior a<br>2 años           |      |                                       |                                        |                       |       |      |                   |  |
| 12    | 13                                            | 14                                         | 15                                        | 16   | 17                                    | 18                                     | 19                    | 20    |      |                   |  |
| 8,0   | 4,6                                           | 4,7                                        | 7,6                                       | 7,8  | -0,2                                  | 15,6                                   | 0,5                   | 23,7  | 1998 | Feb               |  |
| 7,7   | 4,7                                           | 4,8                                        | 0,5                                       | 1,2  | -0,8                                  | 8,5                                    | 12,5                  | 21,6  |      | Mar               |  |
| 38,6  | 5,2                                           | 5,0                                        | -0,1                                      | 1,9  | -2,0                                  | 7,2                                    | -11,1                 | -3,9  |      | Abr               |  |
| 23,8  | 5,0                                           | 5,1                                        | 0,2                                       | 1,9  | -1,7                                  | 3,6                                    | 7,4                   | 11,2  |      | May               |  |
| 17,9  | 4,9                                           | 4,9                                        | -3,3                                      | -2,3 | -1,0                                  | 15,5                                   | 15,5                  | 27,7  |      | Jun               |  |
| -5,4  | 4,8                                           | 4,7                                        | 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                                    | -0,1                  | 11,4  |      | Ago               |  |
| -0,3  | 4,5                                           | 4,6                                        | 0,3                                       | 0,8  | -0,6                                  | 14,4                                   | 8,7                   | 23,4  |      | Sep               |  |
| 28,4  | 4,9                                           | 4,7                                        | -4,4                                      | -4,1 | -0,2                                  | -9,7                                   | -2,4                  | -16,6 |      | Oct               |  |
| 28,4  | 4,6                                           | 4,7                                        | -4,0                                      | -4,4 | 0,4                                   | 9,4                                    | -1,8                  | 3,6   |      | Nov               |  |
| 67,7  | 4,6                                           | 4,9                                        | 11,2                                      | 5,7  | 5,5                                   | 1,3                                    | -3,1                  | 9,4   |      | Dic               |  |
| 34,1  | 5,5                                           | 5,0                                        | 3,7                                       | 4,7  | -1,0                                  | 28,0                                   | 14,7                  | 46,4  | 1999 | Ene               |  |
| -13,9 | 5,0                                           | 5,3                                        | 2,4                                       | 3,7  | -1,3                                  | 11,6                                   | -1,9                  | 12,1  |      | Feb               |  |
| 27,4  | 5,5                                           | 5,2                                        | 3,9                                       | 4,7  | -0,8                                  | 9,1                                    | 12,4                  | 25,4  |      | Mar               |  |
| 31,0  | 5,2                                           | 5,3                                        | 1,0                                       | 3,3  | -2,2                                  | 13,5                                   | 11,3                  | 25,8  |      | Abr               |  |
| 27,3  | 5,3                                           | 5,3                                        | -4,2                                      | -0,7 | -3,5                                  | 3,9                                    | 5,5                   | 5,3   |      | May               |  |
| 20,2  | 5,3                                           | 5,5                                        | 4,9                                       | 5,9  | -1,0                                  | 10,8                                   | 16,4                  | 32,1  |      | Jun               |  |
| 16,4  | 5,8                                           | 5,6                                        | 3,3                                       | 5,4  | -2,2                                  | 4,1                                    | 4,0                   | 11,3  |      | Jul               |  |
| -19,3 | 5,7                                           | 5,9                                        | 6,0                                       | 7,0  | -1,0                                  | 3,7                                    | -0,8                  | 8,8   |      | Ago               |  |
| 15,2  | 6,1                                           | -                                          | 2,2                                       | 1,9  | 0,2                                   | 14,4                                   | 4,9                   | 21,4  |      | Sep <sup>6)</sup> |  |

## Cuadro 2.4 (cont.)

### Agregados monetarios<sup>1) 2)</sup>

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

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

|       |                      | M3                                          |        |                      |                      |                                        |        |       |                      |         |        |
|-------|----------------------|---------------------------------------------|--------|----------------------|----------------------|----------------------------------------|--------|-------|----------------------|---------|--------|
|       |                      |                                             |        |                      |                      |                                        |        | Total | Índice <sup>3)</sup> |         |        |
|       |                      | M2                                          |        |                      |                      | Instrumentos negociables <sup>5)</sup> |        |       |                      |         |        |
|       |                      | Total                                       |        | Índice <sup>3)</sup> |                      | Total                                  |        |       |                      |         |        |
| M1    |                      | Otros depósitos a corto plazo <sup>4)</sup> |        | Total                | Índice <sup>3)</sup> | Total                                  |        | 9     | 10                   |         |        |
| Total | Índice <sup>3)</sup> | Total                                       |        |                      |                      |                                        |        |       |                      |         |        |
|       |                      | 1                                           | 2      | 3                    | 4                    | 5                                      | 6      | 7     | 8                    |         |        |
| 1998  | Ene                  | 1.566,8                                     | 88,07  | 2.058,0              |                      | 3.624,8                                | 92,96  | 606,2 |                      | 4.231,0 | 95,13  |
|       | Feb                  | 1.589,5                                     | 89,36  | 2.063,3              |                      | 3.652,8                                | 93,69  | 601,4 |                      | 4.254,2 | 95,67  |
|       | Mar                  | 1.606,6                                     | 90,30  | 2.063,9              |                      | 3.670,5                                | 94,12  | 605,3 |                      | 4.275,8 | 96,13  |
|       | Abr                  | 1.626,3                                     | 91,46  | 2.063,8              |                      | 3.690,1                                | 94,69  | 604,2 |                      | 4.294,3 | 96,62  |
|       | May                  | 1.634,7                                     | 91,97  | 2.071,4              |                      | 3.706,1                                | 95,13  | 602,2 |                      | 4.308,3 | 96,97  |
|       | Jun                  | 1.650,0                                     | 92,80  | 2.074,0              |                      | 3.724,0                                | 95,56  | 604,0 |                      | 4.328,0 | 97,39  |
|       | Jul                  | 1.643,3                                     | 92,47  | 2.068,9              |                      | 3.712,3                                | 95,31  | 630,3 |                      | 4.342,6 | 97,77  |
|       | Ago                  | 1.651,6                                     | 92,91  | 2.074,0              |                      | 3.725,7                                | 95,63  | 613,8 |                      | 4.339,5 | 97,67  |
|       | Sep                  | 1.660,4                                     | 93,53  | 2.077,5              |                      | 3.737,9                                | 96,09  | 612,0 |                      | 4.349,9 | 98,07  |
|       | Oct                  | 1.673,5                                     | 94,25  | 2.078,4              |                      | 3.751,9                                | 96,43  | 633,2 |                      | 4.385,2 | 98,85  |
|       | Nov                  | 1.681,0                                     | 94,62  | 2.094,6              |                      | 3.775,6                                | 96,98  | 614,3 |                      | 4.389,9 | 98,89  |
|       | Dic                  | 1.696,7                                     | 95,53  | 2.106,7              |                      | 3.803,4                                | 97,74  | 577,2 |                      | 4.380,7 | 98,73  |
| 1999  | Ene                  | 1.786,9                                     | 100,66 | 2.100,7              |                      | 3.887,6                                | 99,84  | 572,9 |                      | 4.460,5 | 100,31 |
|       | Feb                  | 1.781,5                                     | 100,28 | 2.096,8              |                      | 3.878,3                                | 99,52  | 592,3 |                      | 4.470,5 | 100,45 |
|       | Mar                  | 1.798,8                                     | 101,18 | 2.129,6              |                      | 3.928,4                                | 100,74 | 590,0 |                      | 4.518,4 | 101,51 |
|       | Abr                  | 1.814,9                                     | 102,06 | 2.113,1              |                      | 3.928,0                                | 100,70 | 602,4 |                      | 4.530,3 | 101,68 |
|       | May                  | 1.828,7                                     | 102,82 | 2.119,0              |                      | 3.947,7                                | 101,18 | 605,9 |                      | 4.553,7 | 102,18 |
|       | Jun                  | 1.843,9                                     | 103,64 | 2.119,9              |                      | 3.963,8                                | 101,56 | 610,5 |                      | 4.574,3 | 102,58 |
|       | Jul                  | 1.866,9                                     | 104,99 | 2.132,0              |                      | 3.998,9                                | 102,53 | 607,2 |                      | 4.606,1 | 103,37 |
|       | Ago                  | 1.868,9                                     | 104,97 | 2.129,2              |                      | 3.998,1                                | 102,42 | 612,5 |                      | 4.610,6 | 103,39 |
|       | Sep <sup>6)</sup>    | 1.880,5                                     | 105,62 | 2.133,6              |                      | 4.014,1                                | 102,82 | 625,8 |                      | 4.639,9 | 104,01 |

#### 4. Flujos desestacionalizados<sup>6)</sup>

|      |                   | M3    |                       |                                             |                       |       |                       |       |                       |                                        |      |
|------|-------------------|-------|-----------------------|---------------------------------------------|-----------------------|-------|-----------------------|-------|-----------------------|----------------------------------------|------|
|      |                   | M2    |                       |                                             |                       |       |                       | Total | Variación mensual (%) |                                        |      |
|      |                   |       |                       |                                             |                       |       |                       |       |                       | Instrumentos negociables <sup>5)</sup> |      |
|      |                   | M1    |                       | Otros depósitos a corto plazo <sup>4)</sup> |                       | Total | Variación mensual (%) |       |                       |                                        |      |
|      |                   | Total | Variación mensual (%) | Total                                       | Variación mensual (%) |       |                       |       |                       |                                        |      |
| 1    | 2                 | 3     | 4                     | 5                                           | 6                     | 7     | 8                     | 9     | 10                    |                                        |      |
| 1998 | Ene               | 19,0  | 1,2                   | 7,2                                         | 0,4                   | 26,2  | 0,7                   | 0,8   | 0,1                   | 27,0                                   | 0,6  |
|      | Feb               | 22,9  | 1,5                   | 5,6                                         | 0,3                   | 28,5  | 0,8                   | -4,7  | -0,8                  | 23,9                                   | 0,6  |
|      | Mar               | 16,7  | 1,1                   | 0,1                                         | 0,0                   | 16,8  | 0,5                   | 3,8   | 0,6                   | 20,6                                   | 0,5  |
|      | Abr               | 20,7  | 1,3                   | 1,3                                         | 0,1                   | 22,0  | 0,6                   | -0,3  | -0,1                  | 21,7                                   | 0,5  |
|      | May               | 8,9   | 0,5                   | 8,3                                         | 0,4                   | 17,2  | 0,5                   | -1,6  | -0,3                  | 15,6                                   | 0,4  |
|      | Jun               | 14,7  | 0,9                   | 2,0                                         | 0,1                   | 16,7  | 0,5                   | 1,6   | 0,3                   | 18,4                                   | 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               | 11,0  | 0,7                   | 6,9                                         | 0,3                   | 17,9  | 0,5                   | -0,2  | 0,0                   | 17,7                                   | 0,4  |
|      | Oct               | 12,7  | 0,8                   | 0,6                                         | 0,0                   | 13,3  | 0,4                   | 21,0  | 3,4                   | 34,4                                   | 0,8  |
|      | Nov               | 6,6   | 0,4                   | 15,0                                        | 0,7                   | 21,5  | 0,6                   | -19,5 | -3,1                  | 2,0                                    | 0,0  |
|      | Dic               | 16,2  | 1,0                   | 13,4                                        | 0,6                   | 29,6  | 0,8                   | -36,7 | -6,0                  | -7,0                                   | -0,2 |
| 1999 | Ene               | 91,1  | 5,4                   | -9,7                                        | -0,5                  | 81,4  | 2,1                   | -11,6 | -2,0                  | 69,8                                   | 1,6  |
|      | Feb               | -6,6  | -0,4                  | -5,5                                        | -0,3                  | -12,2 | -0,3                  | 18,5  | 3,2                   | 6,4                                    | 0,1  |
|      | Mar               | 15,9  | 0,9                   | 31,3                                        | 1,5                   | 47,3  | 1,2                   | 0,1   | 0,0                   | 47,3                                   | 1,1  |
|      | Abr               | 15,7  | 0,9                   | -17,1                                       | -0,8                  | -1,5  | 0,0                   | 9,0   | 1,5                   | 7,5                                    | 0,2  |
|      | May               | 13,4  | 0,7                   | 5,4                                         | 0,3                   | 18,8  | 0,5                   | 3,2   | 0,5                   | 22,1                                   | 0,5  |
|      | Jun               | 14,6  | 0,8                   | 0,2                                         | 0,0                   | 14,8  | 0,4                   | 3,3   | 0,5                   | 18,0                                   | 0,4  |
|      | Jul               | 24,1  | 1,3                   | 13,6                                        | 0,6                   | 37,7  | 1,0                   | -2,5  | -0,4                  | 35,2                                   | 0,8  |
|      | Ago               | -0,4  | 0,0                   | -3,7                                        | -0,2                  | -4,1  | -0,1                  | 4,8   | 0,8                   | 0,7                                    | 0,0  |
|      | Sep <sup>6)</sup> | 11,5  | 0,6                   | 3,9                                         | 0,2                   | 15,5  | 0,4                   | 12,5  | 2,0                   | 27,9                                   | 0,6  |

Fuente: BCE.

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

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

3) 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 6. La variación porcentual del índice entre las fechas dadas corresponde a la variación del agregado, excluyendo las reclasificaciones, etc. Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas en la página 48\*.

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

5) Instrumentos negociables incluyen cesiones temporales, participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario, además de valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años.

6) Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustados por reclasificaciones, revaluaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

## Cuadro 2.5

### Saldo de créditos concedidos por IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión<sup>1)</sup>

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

#### 1. Créditos a sectores no financieros distintos de las AAPP

|                    | Empresas<br>no financieras <sup>2)</sup> |                  |                  |                                                  | Hogares <sup>2)</sup> |                  |                   |                  |                  |                |                  |                  |       |       | Institucio-<br>nes sin<br>fines de<br>lucro al<br>servicio<br>de los<br>hogares <sup>2)</sup> |
|--------------------|------------------------------------------|------------------|------------------|--------------------------------------------------|-----------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|----------------|------------------|------------------|-------|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    |                                          |                  |                  |                                                  |                       |                  |                   |                  |                  |                |                  |                  |       |       |                                                                                               |
|                    | Crédito al consumo <sup>3)</sup>         |                  |                  | Crédito para compra de<br>vivienda <sup>3)</sup> |                       |                  | Otras finalidades |                  |                  |                |                  |                  |       |       |                                                                                               |
|                    | Hasta 1<br>año                           | De 1 a 5<br>años | Más de<br>5 años | Hasta 1<br>año                                   | De 1 a 5<br>años      | Más de 5<br>años | Hasta 1<br>año    | De 1 a 5<br>años | Más de 5<br>años | Hasta 1<br>año | De 1 a 5<br>años | Más de<br>5 años |       |       |                                                                                               |
| 1                  | 2                                        | 3                | 4                | 5                                                | 6                     | 7                | 8                 | 9                | 10               | 11             | 12               | 13               | 14    | 15    |                                                                                               |
| 1998 Jun           | 2.192,9                                  | 786,0            | 317,3            | 1.089,6                                          | 2.374,5               | 78,0             | 122,3             | 190,2            | 28,5             | 51,0           | 1.344,2          | 113,1            | 77,4  | 369,9 | 37,6                                                                                          |
| Sep                | 2.214,5                                  | 774,8            | 323,5            | 1.116,2                                          | 2.419,2               | 80,3             | 126,1             | 195,1            | 28,9             | 50,4           | 1.376,9          | 111,2            | 86,4  | 363,7 | 36,7                                                                                          |
| Dic                | 2.284,2                                  | 810,5            | 319,9            | 1.153,8                                          | 2.478,7               | 84,9             | 128,4             | 199,8            | 28,2             | 46,2           | 1.415,6          | 114,0            | 84,6  | 376,9 | 37,0                                                                                          |
| 1999 Mar           | 2.278,4                                  | 816,0            | 346,8            | 1.115,5                                          | 2.526,2               | 86,2             | 147,5             | 187,2            | 15,4             | 70,5           | 1.460,4          | 131,4            | 100,3 | 327,2 | 35,8                                                                                          |
| Jun <sup>(p)</sup> | 2.334,2                                  | 841,3            | 351,5            | 1.141,3                                          | 2.591,5               | 85,0             | 152,1             | 192,8            | 18,6             | 68,0           | 1.506,8          | 138,2            | 99,1  | 330,8 | 35,9                                                                                          |

#### 2. Créditos a instituciones financieras no monetarias

|                    | Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup> |               |               |      | Empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup> |               |               |     |
|--------------------|------------------------------------------------|---------------|---------------|------|---------------------------------------------------------|---------------|---------------|-----|
|                    | 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 Jun           | 252,0                                          | 146,9         | 52,3          | 52,8 | 23,3                                                    | 16,3          | 2,1           | 4,9 |
| Sep                | 254,3                                          | 143,3         | 55,4          | 55,6 | 34,9                                                    | 27,0          | 2,3           | 5,7 |
| Dic                | 262,7                                          | 157,6         | 53,0          | 52,1 | 28,0                                                    | 19,2          | 2,5           | 6,3 |
| 1999 Mar           | 276,4                                          | 174,9         | 53,0          | 48,5 | 36,6                                                    | 27,5          | 3,1           | 6,0 |
| Jun <sup>(p)</sup> | 299,2                                          | 195,7         | 49,5          | 54,1 | 39,0                                                    | 27,5          | 2,6           | 8,8 |

#### 3. Créditos a las AAPP

|                    | AAPP <sup>2)</sup>                   |                         |               |               |                      |             |               |               |      |       | Administraciones de Seguridad Social |
|--------------------|--------------------------------------|-------------------------|---------------|---------------|----------------------|-------------|---------------|---------------|------|-------|--------------------------------------|
|                    | Administración Central <sup>4)</sup> | Otras AAPP              |               |               |                      |             |               |               |      |       |                                      |
|                    |                                      | 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 Jun           | 827,5                                | 217,5                   | 271,3         | 8,5           | 14,5                 | 248,3       | 333,0         | 19,7          | 54,0 | 259,3 | 5,7                                  |
| Sep                | 829,5                                | 216,7                   | 272,9         | 7,8           | 14,0                 | 251,1       | 324,7         | 17,6          | 50,8 | 256,3 | 15,3                                 |
| Dic                | 841,0                                | 202,6                   | 290,5         | 11,3          | 13,7                 | 265,6       | 333,8         | 19,1          | 51,2 | 263,6 | 14,0                                 |
| 1999 Mar           | 839,1                                | 221,7                   | 277,8         | 11,0          | 21,1                 | 245,6       | 326,0         | 19,0          | 47,7 | 259,3 | 13,6                                 |
| Jun <sup>(p)</sup> | 836,4                                | 215,6                   | 279,3         | 11,5          | 20,6                 | 247,1       | 326,5         | 20,3          | 46,5 | 259,8 | 15,0                                 |

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. Para periodos anteriores a diciembre de 1998, 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 euro<sup>1)</sup>

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

#### Saldos de pasivos

##### 1. Depósitos colocados por residentes en la zona del euro

|      |                   | IFM                |                        |               |                       |             |              |       | No IFM             |                        |               |                       |             |              |       |      |      |
|------|-------------------|--------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|--------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|------|------|
|      |                   | Total monedas      |                        |               |                       |             |              |       | Total monedas      |                        |               |                       |             |              |       |      |      |
|      |                   | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras |      |      |
|      |                   | 1                  | 2                      | 3             | 4                     | 5           | 6            | 7     | 8                  | 9                      | 10            | 11                    | 12          | 13           | 14    | 15   | 16   |
| 1998 | Jun               | 3.270,1            | 2.919,7                | 41,8          | 308,6                 | 223,0       | 21,8         | 43,6  | 20,1               | 4.887,4                | 4.734,8       | 18,6                  | 134,0       | 99,1         | 15,6  | 10,1 | 9,3  |
|      | Sep               | 3.302,5            | 2.913,7                | 42,4          | 346,4                 | 241,3       | 27,9         | 45,2  | 32,0               | 4.876,1                | 4.725,5       | 19,5                  | 131,2       | 94,0         | 12,6  | 13,6 | 11,0 |
|      | Dic               | 3.401,4            | 3.005,6                | 43,3          | 352,6                 | 247,0       | 27,5         | 51,3  | 26,8               | 5.007,2                | 4.862,9       | 19,4                  | 124,8       | 89,6         | 13,0  | 13,2 | 9,0  |
| 1999 | Mar               | 3.867,9            | 3.403,3                | 47,9          | 416,7                 | 296,1       | 31,2         | 54,8  | 34,6               | 4.999,5                | 4.849,0       | 23,2                  | 127,3       | 87,9         | 14,3  | 14,5 | 10,7 |
|      | Jun <sup>3)</sup> | 4.074,9            | 3.636,2                | 42,8          | 396,0                 | 284,7       | 30,7         | 51,6  | 28,9               | 5.048,4                | 4.891,3       | 24,6                  | 132,5       | 94,4         | 15,3  | 12,5 | 10,4 |

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

|      |                   | Bancos <sup>3)</sup> |                        |               |                       |             |              |       |                    | No Bancos              |               |                       |             |              |       |      |      |
|------|-------------------|----------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|--------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|------|------|
|      |                   | Total monedas        |                        |               |                       |             |              |       |                    | Total monedas          |               |                       |             |              |       |      |      |
|      |                   | Euro <sup>2)</sup>   | Otras monedas de la UE | Otras monedas | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras |      |      |
|      |                   | 1                    | 2                      | 3             | 4                     | 5           | 6            | 7     | 8                  | 9                      | 10            | 11                    | 12          | 13           | 14    | 15   | 16   |
| 1998 | Jun               | 1.150,4              | 470,0                  | 122,6         | 557,7                 | 435,9       | 42,7         | 51,3  | 27,8               | 366,1                  | 140,5         | 34,6                  | 191,1       | 142,8        | 18,4  | 11,5 | 18,3 |
|      | Sep               | 1.173,8              | 468,1                  | 129,0         | 576,7                 | 443,3       | 47,4         | 54,1  | 31,9               | 332,5                  | 143,1         | 30,6                  | 158,8       | 122,3        | 13,8  | 11,2 | 11,6 |
|      | Dic               | 1.158,4              | 457,4                  | 125,7         | 575,3                 | 441,3       | 55,8         | 52,5  | 25,7               | 365,7                  | 153,5         | 33,4                  | 178,8       | 130,9        | 23,2  | 12,1 | 12,6 |
| 1999 | Mar               | 1.286,7              | 554,5                  | 130,9         | 601,3                 | 463,9       | 53,3         | 53,4  | 30,8               | 417,4                  | 179,2         | 39,2                  | 199,0       | 147,3        | 25,1  | 12,5 | 13,9 |
|      | Jun <sup>3)</sup> | 1.382,3              | 613,9                  | 137,3         | 631,1                 | 500,0       | 41,3         | 52,5  | 37,2               | 444,0                  | 188,2         | 40,3                  | 215,6       | 164,4        | 24,4  | 11,7 | 14,8 |

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

|      |                   | Valores distintos de acciones y participaciones |                    |                        |                       |             |              |       | Instrumentos del mercado monetario |                    |                        |                       |             |              |       |     |     |
|------|-------------------|-------------------------------------------------|--------------------|------------------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|------------------------------------|--------------------|------------------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|-----|-----|
|      |                   | Total monedas                                   | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas         |             |              |       | Total monedas                      | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas         |             |              |       |     |     |
|      |                   |                                                 |                    |                        | 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 | Jun               | 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        | 11,0         | 1,8   | 1,3 | 1,3 |
|      | Sep               | 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 |
|      | Dic               | 2.119,3                                         | 1.904,2            | 26,4                   | 188,6                 | 106,3       | 34,4         | 33,0  | 14,9                               | 169,4              | 155,4                  | 0,6                   | 13,4        | 11,3         | 0,9   | 1,1 | 0,1 |
| 1999 | Mar               | 2.175,0                                         | 1.967,8            | 26,3                   | 180,9                 | 99,3        | 24,2         | 26,6  | 30,8                               | 185,4              | 169,8                  | 0,8                   | 14,9        | 12,6         | 0,8   | 1,3 | 0,2 |
|      | Jun <sup>3)</sup> | 2.248,7                                         | 2.031,7            | 31,3                   | 185,8                 | 102,5       | 23,4         | 27,7  | 32,2                               | 187,6              | 170,7                  | 1,3                   | 15,6        | 12,8         | 1,1   | 1,5 | 0,2 |

Fuente: BCE.

1) No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Para periodos anteriores a diciembre de 1998, 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<br>Total<br>monedas |                              |                  |                              |                |                 |       | No IFM<br>Total<br>monedas |                              |                  |                              |                |                 |       |      |     |
|------|-------------------|-------------------------|------------------------------|------------------|------------------------------|----------------|-----------------|-------|----------------------------|------------------------------|------------------|------------------------------|----------------|-----------------|-------|------|-----|
|      |                   | Euro <sup>2)</sup>      | Otras<br>monedas<br>de la UE | Otras<br>monedas | Dólar<br>estado-<br>unidense | Yen<br>japonés | Franco<br>suizo | Otras | Euro <sup>2)</sup>         | Otras<br>monedas<br>de la UE | Otras<br>monedas | Dólar<br>estado-<br>unidense | Yen<br>japonés | Franco<br>suizo | Otras |      |     |
|      |                   |                         |                              |                  |                              |                |                 |       |                            |                              |                  |                              |                |                 |       |      |     |
|      |                   | 1                       | 2                            | 3                | 4                            | 5              | 6               | 7     | 8                          | 9                            | 10               | 11                           | 12             | 13              | 14    | 15   | 16  |
| 1998 | Jun               | 3.374,2                 | .                            | .                | .                            | .              | .               | .     | .                          | 5.704,2                      | 5.541,9          | 25,6                         | 136,8          | 81,6            | 13,9  | 38,2 | 3,0 |
|      | Sep               | 3.377,4                 | .                            | .                | .                            | .              | .               | .     | .                          | 5.786,7                      | 5.624,1          | 26,4                         | 136,3          | 77,8            | 12,7  | 42,8 | 3,0 |
|      | Dic               | 3.375,8                 | .                            | .                | .                            | .              | .               | .     | .                          | 5.932,1                      | 5.758,9          | 26,3                         | 147,0          | 79,2            | 15,1  | 48,9 | 3,7 |
| 1999 | Mar               | 3.845,1                 | .                            | .                | .                            | .              | .               | .     | .                          | 5.991,9                      | 5.797,2          | 19,9                         | 174,9          | 98,2            | 18,7  | 53,7 | 4,3 |
|      | Jun <sup>6)</sup> | 4.069,1                 | .                            | .                | .                            | .              | .               | .     | .                          | 6.134,8                      | 5.925,5          | 21,4                         | 187,9          | 107,8           | 19,6  | 57,8 | 2,8 |

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

|      |                   | IFM     |                    |                        |               |                       |             |              | No IFM |         |                    |                        |               |                       |             |              |       |
|------|-------------------|---------|--------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|--------|---------|--------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|
|      |                   | Total   |                    |                        |               |                       |             |              | Total  |         |                    |                        |               |                       |             |              |       |
|      |                   | monedas | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras  | monedas | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE | Otras monedas | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras |
|      |                   | 1       | 2                  | 3                      | 4             | 5                     | 6           | 7            | 8      | 9       | 10                 | 11                     | 12            | 13                    | 14          | 15           | 16    |
| 1998 | Jun               | 685,4   | 657,0              | 6,2                    | 23,2          | 14,7                  | 2,6         | 1,2          | 4,7    | 1.433,7 | 1.390,2            | 10,7                   | 34,7          | 17,2                  | 7,2         | 2,7          | 7,5   |
|      | Sep               | 708,5   | 680,3              | 7,4                    | 21,1          | 13,7                  | 3,0         | 1,4          | 3,0    | 1.421,9 | 1.384,4            | 10,8                   | 27,3          | 15,0                  | 7,6         | 2,4          | 2,3   |
|      | Dic               | 729,0   | 686,0              | 18,0                   | 25,0          | 16,9                  | 3,7         | 1,8          | 2,6    | 1.375,7 | 1.338,8            | 10,6                   | 26,4          | 14,4                  | 8,6         | 2,3          | 1,1   |
| 1999 | Mar               | 760,9   | 725,5              | 8,0                    | 27,8          | 18,2                  | 5,8         | 1,3          | 2,5    | 1.419,5 | 1.387,0            | 4,0                    | 28,9          | 15,4                  | 10,7        | 2,0          | 0,9   |
|      | Jun <sup>6)</sup> | 801,1   | 767,6              | 6,6                    | 26,9          | 17,6                  | 5,4         | 1,1          | 2,9    | 1.428,8 | 1.398,6            | 3,3                    | 27,1          | 13,7                  | 10,5        | 2,1          | 0,9   |

### 6. Préstamos a no residentes en la zona del euro

|      |                   | Bancos <sup>3)</sup><br>Total monedas |                        |               |                       |             |              |       |                    | No Bancos<br>Total monedas |               |                       |             |              |       |      |     |
|------|-------------------|---------------------------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|--------------------|----------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|------|-----|
|      |                   | Euro <sup>2)</sup>                    | Otras monedas de la UE | Otras monedas | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras | Euro <sup>2)</sup> | Otras monedas de la UE     | Otras monedas | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras |      |     |
|      |                   |                                       |                        |               |                       |             |              |       |                    |                            |               |                       |             |              |       |      |     |
|      |                   | 1                                     | 2                      | 3             | 4                     | 5           | 6            | 7     | 8                  | 9                          | 10            | 11                    | 12          | 13           | 14    | 15   | 16  |
| 1998 | Jun               | 1.053,1                               | 429,6                  | 88,5          | 535,0                 | 404,9       | 66,8         | 29,6  | 33,8               | 377,1                      | 171,7         | 23,0                  | 182,4       | 162,8        | 4,5   | 11,2 | 3,9 |
|      | Sep               | 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 |
|      | Dic               | 971,9                                 | 377,3                  | 81,4          | 513,3                 | 373,5       | 73,9         | 27,1  | 38,8               | 378,9                      | 152,3         | 27,0                  | 199,6       | 173,4        | 8,3   | 13,4 | 4,6 |
| 1999 | Mar               | 1.008,0                               | 437,2                  | 109,6         | 461,2                 | 328,5       | 62,9         | 26,9  | 43,3               | 384,9                      | 140,4         | 27,3                  | 217,2       | 189,9        | 7,8   | 14,3 | 5,4 |
|      | Jun <sup>6)</sup> | 990,3                                 | 418,4                  | 107,5         | 464,4                 | 343,0       | 53,3         | 26,2  | 42,2               | 414,7                      | 142,4         | 33,3                  | 239,0       | 209,0        | 8,0   | 16,0 | 6,1 |

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

|      |                   | Bancos <sup>3)</sup><br>Total monedas |                        |               |                       |             |              |       | No Bancos<br>Total monedas |                        |               |                       |             |              |       |     |      |
|------|-------------------|---------------------------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|----------------------------|------------------------|---------------|-----------------------|-------------|--------------|-------|-----|------|
|      |                   | Euro <sup>2)</sup>                    | Otras monedas de la UE | Otras monedas | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras | Euro <sup>2)</sup>         | Otras monedas de la UE | Otras monedas | Dólar estado-unidense | Yen japonés | Franco suizo | Otras |     |      |
|      |                   |                                       |                        |               |                       |             |              |       |                            |                        |               |                       |             |              |       |     |      |
|      |                   | 1                                     | 2                      | 3             | 4                     | 5           | 6            | 7     | 8                          | 9                      | 10            | 11                    | 12          | 13           | 14    | 15  | 16   |
| 1998 | Jun               | 88,2                                  | 17,1                   | 4,7           | 66,4                  | 38,1        | 4,4          | 0,7   | 23,2                       | 285,2                  | 49,5          | 28,2                  | 207,5       | 146,9        | 20,2  | 3,8 | 36,6 |
|      | Sep               | 73,2                                  | 19,5                   | 4,7           | 49,0                  | 35,0        | 5,2          | 1,0   | 7,8                        | 295,8                  | 41,4          | 33,7                  | 220,7       | 165,6        | 29,9  | 4,3 | 20,8 |
|      | Dic               | 65,1                                  | 18,7                   | 5,1           | 41,3                  | 27,9        | 5,0          | 0,8   | 7,6                        | 315,0                  | 47,2          | 33,3                  | 234,5       | 176,8        | 34,3  | 4,2 | 19,3 |
| 1999 | Mar               | 76,2                                  | 21,5                   | 5,1           | 49,6                  | 35,0        | 5,2          | 0,9   | 8,4                        | 409,4                  | 56,7          | 32,5                  | 320,2       | 250,6        | 37,3  | 4,4 | 27,9 |
|      | Jun <sup>6)</sup> | 82,4                                  | 23,4                   | 5,6           | 53,4                  | 38,4        | 5,5          | 1,2   | 8,4                        | 415,0                  | 71,0          | 35,2                  | 308,8       | 245,9        | 36,7  | 4,7 | 21,5 |

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

**Cuadro 3.1**

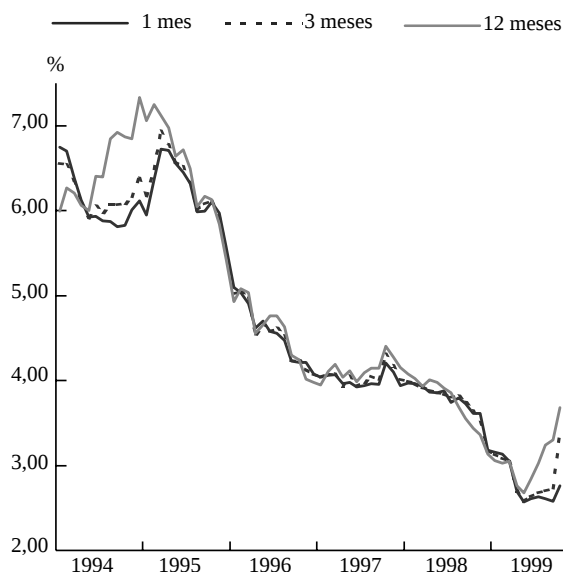
**Tipos de interés del mercado monetario<sup>1)</sup>**

(en porcentaje)<sup>2)</sup>

|            | Zona del euro <sup>3) 4)</sup> |                   |                     |                     |                      | Estados Unidos <sup>5)</sup> | Japón <sup>5)</sup> |
|------------|--------------------------------|-------------------|---------------------|---------------------|----------------------|------------------------------|---------------------|
|            | 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                   |
| 1994       | 5,24                           | 6,12              | 6,38                | 6,83                | 7,34                 | 6,37                         | 2,34                |
| 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                |
| 1998 Oct   | 3,66                           | 3,61              | 3,63                | 3,53                | 3,44                 | 5,12                         | 0,68                |
| Nov        | 3,40                           | 3,62              | 3,51                | 3,43                | 3,36                 | 5,12                         | 0,68                |
| 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                |
| 1999 Oct 1 | 2,57                           | 2,64              | 3,13                | 3,18                | 3,40                 | 6,07                         | 0,22                |
| 8          | 2,53                           | 2,64              | 3,26                | 3,35                | 3,56                 | 6,16                         | 0,20                |
| 15         | 2,60                           | 2,78              | 3,43                | 3,53                | 3,76                 | 6,26                         | 0,22                |
| 22         | 1,76                           | 2,75              | 3,46                | 3,54                | 3,77                 | 6,29                         | 0,28                |
| 29         | 2,80                           | 2,86              | 3,49                | 3,54                | 3,75                 | 6,16                         | 0,20                |

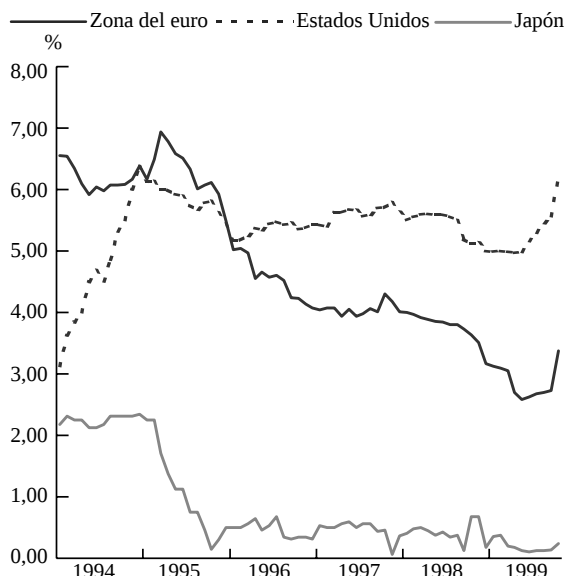
**Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro**

(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 tipo de interés 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).

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

## Cuadro 3.2

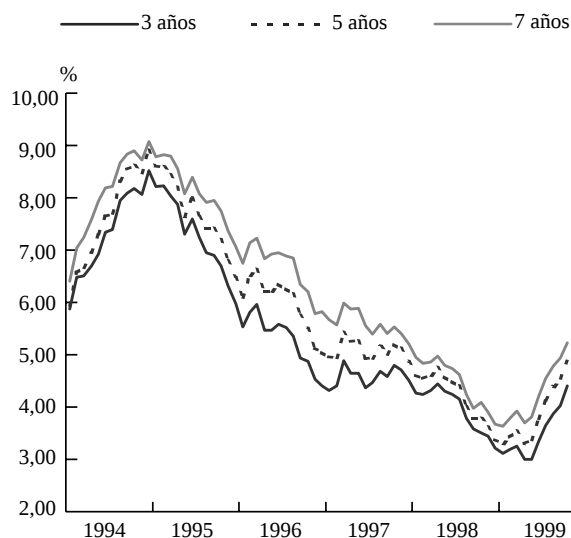
### Rendimientos de la deuda pública<sup>1)</sup>

(en porcentaje)

|            | Zona del euro <sup>2)</sup> |             |             |             |              | Estados Unidos | Japón        |
|------------|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|----------------|--------------|
|            | 2 años<br>1                 | 3 años<br>2 | 5 años<br>3 | 7 años<br>4 | 10 años<br>5 | 10 años<br>6   | 10 años<br>7 |
| 1994       | 8,08                        | 8,52        | 8,91        | 9,08        | 8,18         | 7,21           | 4,24         |
| 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         |
| 1998 Oct   | 3,39                        | 3,51        | 3,77        | 4,09        | 4,25         | 4,58           | 0,82         |
| Nov        | 3,33                        | 3,44        | 3,62        | 3,90        | 4,24         | 4,89           | 0,89         |
| 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           | 1,79         |
| 1999 Oct 1 | 3,89                        | 4,22        | 4,71        | 5,08        | 5,35         | 5,99           | 1,68         |
| 8          | 3,96                        | 4,29        | 4,78        | 5,15        | 5,40         | 6,02           | 1,77         |
| 15         | 4,16                        | 4,49        | 4,96        | 5,32        | 5,56         | 6,13           | 1,82         |
| 22         | 4,14                        | 4,48        | 4,95        | 5,31        | 5,56         | 6,20           | 1,91         |
| 29         | 4,02                        | 4,32        | 4,76        | 5,06        | 5,28         | 6,05           | 1,80         |

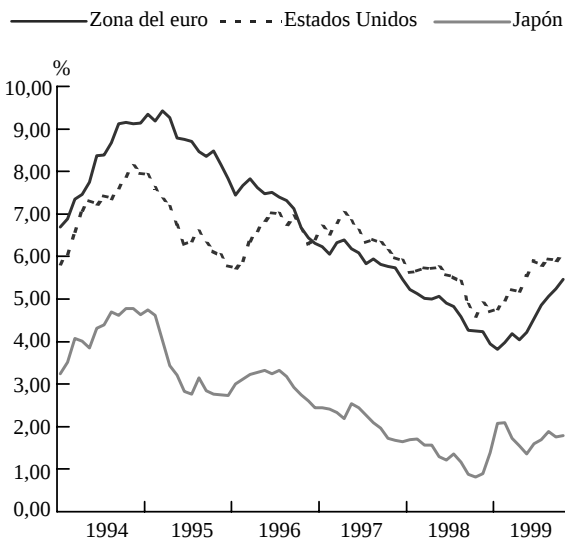
### Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensual)



### Rendimientos de la deuda pública a 10 años

(mensual)



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

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

### Cuadro 3.3

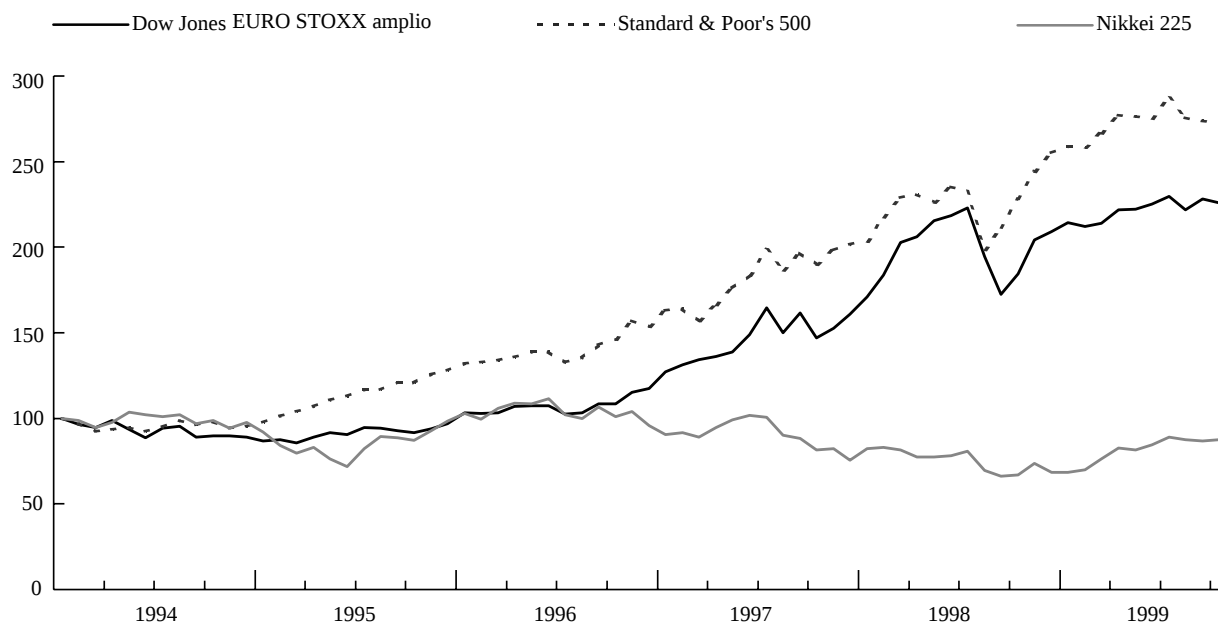
#### Índices de los mercados bursátiles

(niveles del índice en puntos) <sup>1)</sup>

|      |       | Índices Dow Jones EURO STOXX |          |                                                |                 |                    |         |            |        |            |            |                         | Estados Unidos        | Japón      |
|------|-------|------------------------------|----------|------------------------------------------------|-----------------|--------------------|---------|------------|--------|------------|------------|-------------------------|-----------------------|------------|
|      |       | Referencia                   |          | Índices de los principales sectores económicos |                 |                    |         |            |        |            |            |                         | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
|      |       | Amplio                       | 50       | 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         |
| 1994 |       | 127,33                       | 1.320,59 | 145,88                                         | 107,82          | 143,90             | 125,92  | 109,29     | 125,91 | 132,31     | 128,66     | 122,60                  | 455,19                | 19.299,47  |
| 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  |
| 1998 | Oct   | 263,49                       | 2.887,11 | 138,21                                         | 147,48          | 419,19             | 223,71  | 206,17     | 197,45 | 250,98     | 300,39     | 295,80                  | 1.098,67              | 13.564,51  |
|      | Nov   | 291,73                       | 3.232,44 | 147,95                                         | 153,01          | 442,91             | 237,51  | 236,66     | 208,39 | 270,40     | 339,22     | 306,30                  | 1.176,46              | 14.883,70  |
|      | 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              | 17.532,77  |
|      | 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  |
| 1999 | Oct 1 | 316,90                       | 3.642,34 | 189,43                                         | 156,43          | 477,26             | 297,42  | 235,98     | 257,88 | 379,05     | 469,86     | 283,12                  | 1.282,81              | 17.712,56  |
|      | 8     | 327,22                       | 3.784,32 | 193,63                                         | 162,47          | 492,72             | 289,65  | 241,42     | 269,66 | 393,61     | 497,58     | 289,07                  | 1.336,02              | 18.062,18  |
|      | 15    | 314,86                       | 3.638,82 | 194,69                                         | 157,46          | 476,59             | 287,85  | 236,20     | 256,13 | 384,31     | 467,79     | 274,22                  | 1.335,21              | 17.601,57  |
|      | 22    | 323,32                       | 3.778,61 | 193,04                                         | 159,00          | 476,78             | 303,37  | 236,62     | 263,77 | 365,03     | 492,15     | 282,47                  | 1.301,65              | 17.438,80  |
|      | 29    | 333,87                       | 3.922,91 | 193,97                                         | 161,72          | 494,38             | 299,15  | 247,01     | 264,92 | 378,91     | 531,62     | 290,10                  | 1.362,93              | 17.942,08  |

#### 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

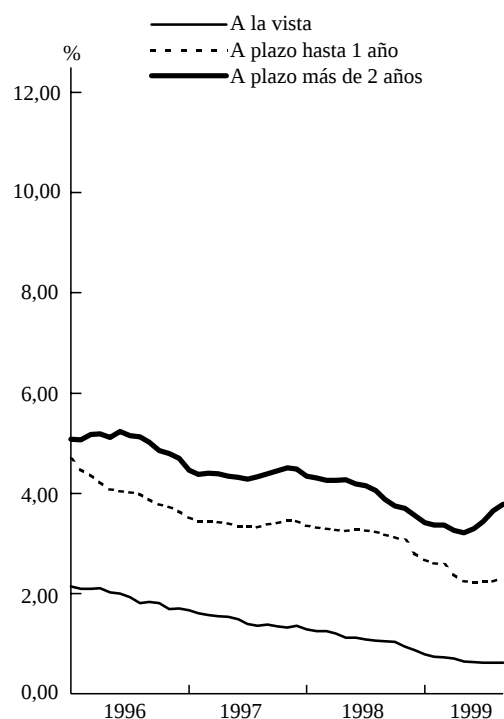
#### Tipos de interés de operaciones bancarias

(en porcentaje; medias del período)

|      |     | Tipos de operaciones pasivas |             |              |               |                          |                | Tipos de operaciones activas |              |                    |                         |
|------|-----|------------------------------|-------------|--------------|---------------|--------------------------|----------------|------------------------------|--------------|--------------------|-------------------------|
|      |     | 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           | 8,82                         | .            | 11,56              | 7,46                    |
| 1997 |     | 1,46                         | 3,41        | 3,63         | 4,40          | 2,80                     | 3,09           | 7,56                         | 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 | Sep | 1,05                         | 3,17        | 3,18         | 3,88          | 2,53                     | 3,21           | 6,60                         | 5,65         | 10,00              | 5,66                    |
|      | Oct | 1,04                         | 3,12        | 3,13         | 3,74          | 2,49                     | 3,14           | 6,50                         | 5,52         | 9,79               | 5,49                    |
|      | 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 | 0,79                         | 2,67        | 2,67         | 3,41          | 2,37                     | 2,86           | 6,07                         | 5,04         | 9,61               | 5,10                    |
|      | Feb | 0,74                         | 2,60        | 2,59         | 3,37          | 2,34                     | 2,78           | 5,98                         | 5,00         | 9,54               | 5,02                    |
|      | Mar | 0,73                         | 2,57        | 2,56         | 3,37          | 2,31                     | 2,79           | 5,85                         | 4,99         | 9,50               | 5,05                    |
|      | Abr | 0,70                         | 2,39        | 2,39         | 3,26          | 2,27                     | 2,61           | 5,68                         | 4,82         | 9,37               | 4,91                    |
|      | May | 0,65                         | 2,25        | 2,25         | 3,21          | 2,16                     | 2,48           | 5,57                         | 4,73         | 9,31               | 4,84                    |
|      | Jun | 0,62                         | 2,22        | 2,22         | 3,30          | 2,15                     | 2,45           | 5,49                         | 4,78         | 9,29               | 4,96                    |
|      | Jul | 0,62                         | 2,24        | 2,24         | 3,44          | 2,15                     | 2,63           | 5,41                         | 4,96         | 9,21               | 5,18                    |
|      | Ago | 0,61                         | 2,24        | 2,25         | 3,65          | 2,01                     | 2,73           | 5,42                         | 5,17         | 9,31               | 5,47                    |
|      | Sep | 0,62                         | 2,31        | 2,32         | 3,78          | 2,01                     | 2,80           | 5,40                         | 5,20         | 9,31               | 5,53                    |

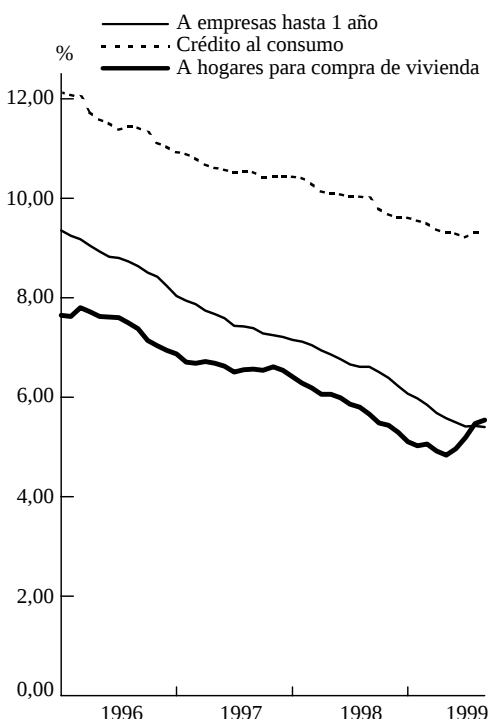
#### Tipos de interés de operaciones pasivas

(mensual)



#### Tipos de interés de operaciones activas

(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 moneda<sup>1)2)</sup>**

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

**1. A corto plazo<sup>3)</sup>**

|      |     | Emisiones por residentes en la zona del euro |                |                 |            |                        |                |                 |            | En otras  |                |
|------|-----|----------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|------------------------|----------------|-----------------|------------|-----------|----------------|
|      |     |                                              |                |                 |            | En euros <sup>4)</sup> |                |                 |            |           |                |
|      |     | 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 | 199,6                                        | 182,2          | 17,4            | 545,4      | 192,9                  | 176,8          | 16,1            | 533,0      | 6,7       | 5,5            |
|      | Feb | 166,9                                        | 162,6          | 4,3             | 539,9      | 162,4                  | 159,8          | 2,6             | 528,0      | 4,5       | 2,8            |
|      | Mar | 175,8                                        | 174,8          | 1,0             | 543,7      | 171,1                  | 171,3          | -0,2            | 530,5      | 4,7       | 3,5            |
|      | Abr | 206,4                                        | 194,5          | 11,9            | 561,8      | 201,5                  | 190,3          | 11,1            | 547,7      | 4,9       | 4,2            |
|      | May | 163,2                                        | 164,5          | -1,3            | 561,1      | 156,8                  | 159,7          | -2,9            | 545,5      | 6,4       | 4,8            |
|      | Jun | 168,1                                        | 176,8          | -8,7            | 549,1      | 162,4                  | 172,2          | -9,8            | 532,1      | 5,7       | 4,6            |
|      | Jul | 198,4                                        | 196,2          | 2,2             | 545,8      | 192,0                  | 190,1          | 1,9             | 528,3      | 6,4       | 6,1            |

**2. A largo plazo<sup>3)</sup>**

|      |     | Emisiones por residentes en la zona del euro |                |                 |            |                        |                |                 |            | En otras  |                |
|------|-----|----------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|------------------------|----------------|-----------------|------------|-----------|----------------|
|      |     |                                              |                |                 |            | En euros <sup>4)</sup> |                |                 |            |           |                |
|      |     | 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 | .                                            | .              | .               | 4.794,3    | .                      | .              | .               | 4.627,6    | .         | .              |
| 1999 | Ene | 130,3                                        | 57,0           | 73,4            | 4.843,9    | 128,4                  | 52,6           | 75,8            | 4.682,4    | 1,9       | 4,4            |
|      | Feb | 107,6                                        | 46,8           | 60,8            | 4.890,2    | 102,2                  | 45,4           | 56,8            | 4.723,2    | 5,5       | 1,4            |
|      | Mar | 104,5                                        | 50,4           | 54,1            | 4.927,7    | 101,0                  | 47,7           | 53,3            | 4.758,1    | 3,5       | 2,7            |
|      | Abr | 103,9                                        | 48,0           | 55,9            | 4.947,8    | 101,2                  | 46,6           | 54,5            | 4.775,7    | 2,8       | 1,4            |
|      | May | 92,0                                         | 40,5           | 51,5            | 4.987,2    | 87,5                   | 36,5           | 51,0            | 4.813,7    | 4,5       | 4,0            |
|      | Jun | 79,3                                         | 37,4           | 41,9            | 5.016,2    | 76,9                   | 35,9           | 41,0            | 4.841,0    | 2,4       | 1,5            |
|      | Jul | 99,5                                         | 40,5           | 59,0            | 5.056,4    | 96,6                   | 37,8           | 58,9            | 4.881,9    | 2,9       | 2,8            |

**3. Total**

|      |     | Emisiones por residentes en la zona del euro |                |                 |            |                        |                |                 |            | En otras  |                |
|------|-----|----------------------------------------------|----------------|-----------------|------------|------------------------|----------------|-----------------|------------|-----------|----------------|
|      |     |                                              |                |                 |            | En euros <sup>4)</sup> |                |                 |            |           |                |
|      |     | 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 | .                                            | .              | .               | 5.320,3    | .                      | .              | .               | 5.144,7    | .         | .              |
| 1999 | Ene | 329,9                                        | 239,2          | 90,7            | 5.389,3    | 321,3                  | 229,4          | 92,0            | 5.215,4    | 8,6       | 9,8            |
|      | Feb | 274,5                                        | 209,4          | 65,1            | 5.430,2    | 264,6                  | 205,2          | 59,4            | 5.251,1    | 10,0      | 4,2            |
|      | Mar | 280,3                                        | 225,2          | 55,1            | 5.471,4    | 272,1                  | 219,0          | 53,1            | 5.288,6    | 8,2       | 6,2            |
|      | Abr | 310,3                                        | 242,6          | 67,8            | 5.509,6    | 302,6                  | 237,0          | 65,7            | 5.323,5    | 7,7       | 5,6            |
|      | May | 255,3                                        | 205,0          | 50,2            | 5.548,4    | 244,3                  | 196,2          | 48,1            | 5.359,2    | 10,9      | 8,8            |
|      | Jun | 247,4                                        | 214,2          | 33,1            | 5.565,3    | 239,3                  | 208,1          | 31,2            | 5.373,1    | 8,1       | 6,2            |
|      | Jul | 297,9                                        | 236,8          | 61,1            | 5.602,2    | 288,6                  | 227,9          | 60,7            | 5.410,2    | 9,3       | 8,9            |

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

- 1) Se calcula que la cobertura de los datos para los residentes en la zona del euro alcanza el 90% 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 <sup>4)</sup> |                                  |                                   |                                 | Emisiones totales en euros <sup>4)</sup> |                                  |                                   |                                 |          |
|-----------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------|
| 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             | 12,4       |                                                                                   |                                  |                                   |                                 |                                          |                                  |                                   |                                 | 1999 Ene |
| 1,7             | 12,0       |                                                                                   |                                  |                                   |                                 |                                          |                                  |                                   |                                 | Feb      |
| 1,2             | 13,2       | 23,3                                                                              | 11,1                             | 12,2                              | 25,4                            | 549,7                                    | 519,0                            | 30,8                              | 555,9                           | Mar      |
| 0,7             | 14,1       |                                                                                   |                                  |                                   |                                 |                                          |                                  |                                   |                                 | Abr      |
| 1,6             | 15,6       |                                                                                   |                                  |                                   |                                 |                                          |                                  |                                   |                                 | May      |
| 1,1             | 17,1       | 19,3                                                                              | 22,7                             | -3,4                              | 22,9                            | 539,9                                    | 544,9                            | -5,0                              | 555,0                           | Jun      |
| 0,3             | 17,5       |                                                                                   |                                  |                                   |                                 |                                          |                                  |                                   |                                 | Jul      |

|                 |            | Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro <sup>4)</sup> |                                  |                                   |                                 | Emisiones totales en euros <sup>4)</sup> |                                  |                                   |                                 |          |
|-----------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------|
| 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                              |          |
| .               | 166,6      | .                                                                                 | .                                | .                                 | 428,0                           | .                                        | .                                | .                                 | 5.055,6                         | 1998 Dic |
| -2,5            | 161,5      | .                                                                                 | .                                | .                                 | .                               | .                                        | .                                | .                                 | .                               | 1999 Ene |
| 4,1             | 167,1      | .                                                                                 | .                                | .                                 | .                               | .                                        | .                                | .                                 | .                               | Feb      |
| 0,8             | 169,6      | 52,9                                                                              | 18,0                             | 34,9                              | 462,3                           | 384,5                                    | 163,8                            | 220,7                             | 5.220,4                         | Mar      |
| 1,4             | 172,0      | .                                                                                 | .                                | .                                 | .                               | .                                        | .                                | .                                 | .                               | Abr      |
| 0,5             | 173,6      | .                                                                                 | .                                | .                                 | .                               | .                                        | .                                | .                                 | .                               | May      |
| 0,8             | 175,2      | 56,2                                                                              | 13,1                             | 43,1                              | 505,1                           | 321,8                                    | 132,2                            | 189,7                             | 5.346,2                         | Jun      |
| 0,1             | 174,4      | .                                                                                 | .                                | .                                 | .                               | .                                        | .                                | .                                 | .                               | Jul      |

|                 |            | Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro <sup>4)</sup> |                                  |                                   |                                 | Emisiones totales en euros <sup>4)</sup> |                                  |                                   |                                 |          |
|-----------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------|
| 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                              |          |
| .               | 175,6      | .                                                                                 | .                                | .                                 | 440,4                           | .                                        | .                                | .                                 | 5.585,1                         | 1998 Dic |
| -1,2            | 173,9      |                                                                                   |                                  |                                   |                                 |                                          |                                  |                                   |                                 | 1999 Ene |
| 5,7             | 179,0      |                                                                                   |                                  |                                   |                                 |                                          |                                  |                                   |                                 | Feb      |
| 2,0             | 182,8      | 76,2                                                                              | 29,2                             | 47,1                              | 487,7                           | 934,2                                    | 682,7                            | 251,5                             | 5.776,3                         | Mar      |
| 2,1             | 186,1      |                                                                                   |                                  |                                   |                                 |                                          |                                  |                                   |                                 | Abr      |
| 2,1             | 189,2      |                                                                                   |                                  |                                   |                                 |                                          |                                  |                                   |                                 | May      |
| 1,9             | 192,2      | 75,5                                                                              | 35,8                             | 39,7                              | 528,0                           | 861,7                                    | 677,0                            | 184,7                             | 5.901,1                         | Jun      |
| 0,4             | 192,0      |                                                                                   |                                  |                                   |                                 |                                          |                                  |                                   |                                 | Jul      |

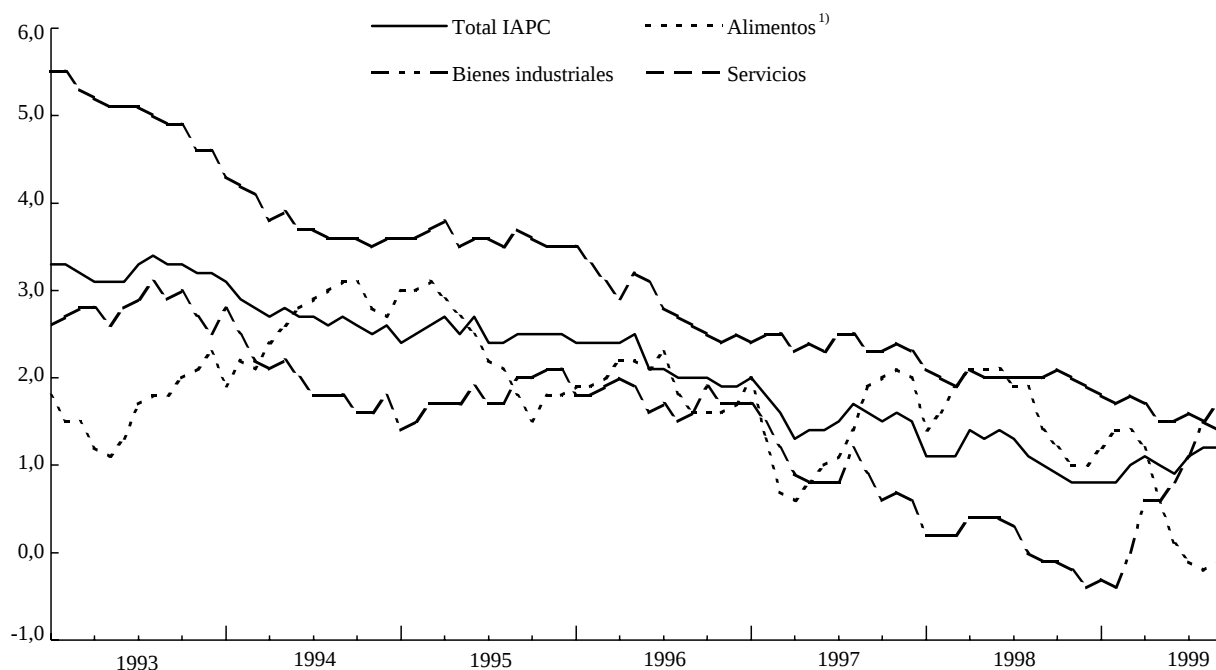
## 4 IAPC y otros precios en la zona del euro

**Cuadro 4.1**

### Índice Armonizado de Precios de Consumo

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

|                                                 |     | Total<br>(índice<br>1996 = 100) | Total                   |     |                            |                                       |      |                        |                                             | Servicios |         |
|-------------------------------------------------|-----|---------------------------------|-------------------------|-----|----------------------------|---------------------------------------|------|------------------------|---------------------------------------------|-----------|---------|
|                                                 |     |                                 | Bienes                  |     |                            |                                       |      | Bienes<br>industriales |                                             |           | Energía |
|                                                 |     |                                 | Alimentos <sup>1)</sup> |     | Alimentos no<br>elaborados |                                       |      |                        |                                             |           |         |
| Ponderación sobre<br>el total (%) <sup>2)</sup> |     |                                 |                         |     |                            | Alimentos<br>elaborados <sup>1)</sup> |      |                        | Bienes<br>industriales<br>no<br>energéticos |           |         |
|                                                 |     | 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     |
|                                                 | 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     |
|                                                 | II  | 103,8                           | 1,0                     | 0,6 | 0,6                        | 0,9                                   | 0,3  | 0,6                    | 0,6                                         | 0,8       | 1,6     |
|                                                 | III | 104,1                           | 1,1                     | 0,9 | -0,1                       | 0,7                                   | -1,4 | 1,5                    | 0,5                                         | 4,9       | 1,5     |
| 1998                                            | Sep | 102,9                           | 1,0                     | 0,4 | 1,4                        | 1,3                                   | 1,5  | -0,1                   | 1,0                                         | -3,9      | 2,0     |
|                                                 | Oct | 102,8                           | 0,9                     | 0,3 | 1,2                        | 1,3                                   | 1,1  | -0,1                   | 1,0                                         | -4,0      | 2,1     |
|                                                 | Nov | 102,8                           | 0,8                     | 0,2 | 1,0                        | 1,2                                   | 0,6  | -0,2                   | 0,9                                         | -4,4      | 2,0     |
|                                                 | 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     |
|                                                 | Feb | 103,1                           | 0,8                     | 0,2 | 1,4                        | 1,3                                   | 1,5  | -0,4                   | 0,7                                         | -4,3      | 1,7     |
|                                                 | Mar | 103,4                           | 1,0                     | 0,5 | 1,4                        | 1,1                                   | 1,8  | 0,0                    | 0,7                                         | -2,8      | 1,8     |
|                                                 | Abr | 103,7                           | 1,1                     | 0,8 | 1,2                        | 1,2                                   | 1,2  | 0,6                    | 0,6                                         | 0,3       | 1,7     |
|                                                 | May | 103,8                           | 1,0                     | 0,6 | 0,6                        | 0,8                                   | 0,4  | 0,6                    | 0,6                                         | 0,5       | 1,5     |
|                                                 | Jun | 103,8                           | 0,9                     | 0,5 | 0,1                        | 0,7                                   | -0,7 | 0,8                    | 0,6                                         | 1,4       | 1,5     |
|                                                 | Jul | 104,0                           | 1,1                     | 0,7 | -0,1                       | 0,7                                   | -1,4 | 1,1                    | 0,6                                         | 3,2       | 1,6     |
|                                                 | Ago | 104,1                           | 1,2                     | 0,9 | -0,2                       | 0,7                                   | -1,6 | 1,5                    | 0,6                                         | 5,0       | 1,5     |
|                                                 | Sep | 104,1                           | 1,2                     | 1,1 | -0,1                       | 0,7                                   | -1,2 | 1,7                    | 0,4                                         | 6,4       | 1,4     |



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 período 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 <sup>2)</sup> |                         | Precios del petróleo <sup>3)</sup><br>(euros por barril) |      |
|------|----------------------------------|-------|--------------|--------------------|------------------|-------------------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|----------------------------------------------------------------|-------------------------|----------------------------------------------------------|------|
|      | Total, excluida construcción     |       | Manufacturas |                    |                  |                   |                            |                               | Construcción <sup>1)</sup> | 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                | 0,2              | 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                                                     |      |
| 1998 | III                              | 100,4 | -1,3         | -1,1               | -2,9             | 0,6               | 0,3                        | 0,3                           | 0,3                        | 0,0                                                            | -24,2                   | -18,2                                                    | 11,7 |
|      | IV                               | 99,4  | -2,3         | -2,2               | -4,5             | 0,3               | -0,2                       | 0,1                           | -0,3                       | 0,1                                                            | -30,0                   | -20,5                                                    | 10,1 |
| 1999 | I                                | 98,8  | -2,6         | -2,1               | -4,8             | 0,1               | 0,0                        | 0,2                           | -0,2                       | 0,8                                                            | -17,6                   | -16,0                                                    | 10,3 |
|      | II                               | 99,7  | -1,3         | -1,0               | -2,8             | 0,1               | -0,2                       | 0,1                           | -0,3                       | .                                                              | 5,9                     | -8,2                                                     | 15,0 |
|      | III                              | .     | .            | .                  | .                | .                 | .                          | .                             | .                          | .                                                              | 31,0                    | 1,1                                                      | 19,7 |
| 1998 | Oct                              | 99,8  | -2,0         | -1,9               | -4,1             | 0,4               | -0,1                       | 0,1                           | -0,2                       | -                                                              | -30,5                   | -23,5                                                    | 11,2 |
|      | Nov                              | 99,4  | -2,4         | -2,2               | -4,6             | 0,3               | -0,2                       | 0,1                           | -0,4                       | -                                                              | -28,6                   | -18,4                                                    | 10,2 |
|      | Dic                              | 99,1  | -2,6         | -2,3               | -4,9             | 0,3               | -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             | 0,2               | -0,1                       | 0,2                           | -0,2                       | -                                                              | -20,6                   | -16,0                                                    | 9,4  |
|      | Mar                              | 99,0  | -2,3         | -1,8               | -4,4             | 0,1               | -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             | 0,0               | -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             | 0,0               | -0,1                       | 0,0                           | -0,1                       | -                                                              | 22,7                    | -2,3                                                     | 18,1 |
|      | Ago                              | 100,9 | 0,6          | 0,8                | 0,6              | -0,1              | 0,0                        | 0,0                           | 0,0                        | -                                                              | 29,2                    | -0,5                                                     | 19,2 |
|      | Sep                              | .     | .            | .                  | .                | .                 | .                          | .                             | .                          | -                                                              | 41,4                    | 6,6                                                      | 21,8 |
|      | Oct                              | .     | .            | .                  | .                | .                 | .                          | .                             | .                          | -                                                              | 44,3                    | 10,7                                                     | 20,8 |

#### 2. Deflatores del producto interior bruto

|      |     | Deflatores del producto interior bruto <sup>4)</sup> (d) |     |                  |                 |                 |                                 |               |               |
|------|-----|----------------------------------------------------------|-----|------------------|-----------------|-----------------|---------------------------------|---------------|---------------|
|      |     | PIB                                                      |     | Demanda interior | Consumo privado | Consumo público | Formación bruta de capital fijo | Exportaciones | Importaciones |
|      |     | Índice<br>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 |     | 103,7                                                    | 1,6 | 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          | -1,6          |
|      |     |                                                          |     |                  |                 |                 |                                 |               |               |
| 1997 | II  | 103,5                                                    | 1,6 | 1,6              | 1,8             | 2,0             | 0,9                             | 2,0           | 2,2           |
|      | III | 103,9                                                    | 1,6 | 1,9              | 2,1             | 1,7             | 1,2                             | 3,0           | 3,9           |
|      | IV  | 104,2                                                    | 1,5 | 1,7              | 1,8             | 1,8             | 1,3                             | 2,5           | 3,0           |
| 1998 | I   | 104,8                                                    | 1,6 | 1,3              | 1,6             | 1,2             | 0,8                             | 1,4           | 0,8           |
|      | II  | 105,2                                                    | 1,6 | 1,4              | 1,6             | 1,4             | 0,8                             | 0,4           | -0,4          |
|      | III | 105,5                                                    | 1,5 | 0,8              | 1,1             | 1,8             | 0,3                             | -0,6          | -2,6          |
|      | IV  | 105,8                                                    | 1,5 | 0,7              | 1,0             | 1,6             | 0,1                             | -1,7          | -4,1          |
| 1999 | I   | 106,3                                                    | 1,4 | 0,9              | 1,0             | 1,8             | 0,1                             | -2,0          | -4,0          |
|      | II  | 106,3                                                    | 1,1 | 0,9              | 1,2             | 1,9             | 0,2                             | -0,8          | -1,5          |

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 nacionales<sup>1)</sup>

#### 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 <sup>2)</sup> | Exportaciones <sup>3)</sup> | Importaciones <sup>3)</sup> |
|---------|---------|------------------|-----------------|-----------------|---------------------------------|----------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|         | 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                       |

#### 2. Precios constantes

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998), desestacionalizados, a precios de 1995]

|         | PIB     | Demanda interior | Consumo privado | Consumo público | Formación bruta de capital fijo | Variación de existencias <sup>2)</sup> | Exportaciones <sup>3)</sup> | Importaciones <sup>3)</sup> |
|---------|---------|------------------|-----------------|-----------------|---------------------------------|----------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|         | 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 | 1.409,0 | 1.376,4          | 789,9           | 284,4           | 289,7                           | 12,4                                   | 475,4                       | 442,8                       |
| III     | 1.416,7 | 1.386,8          | 796,2           | 284,5           | 296,6                           | 9,6                                    | 477,0                       | 447,2                       |
| IV      | 1.418,6 | 1.396,8          | 800,8           | 283,9           | 296,9                           | 15,2                                   | 470,1                       | 448,3                       |
| 1999 I  | 1.424,8 | 1.405,6          | 805,2           | 287,3           | 303,3                           | 9,8                                    | 471,2                       | 452,1                       |
| II      | 1.432,2 | 1.411,5          | 807,0           | 287,8           | 305,3                           | 11,5                                   | 478,5                       | 457,8                       |

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

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 real<sup>1)</sup>

#### 1. Producción industrial

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

|      | Total, incluyendo construcción |       | Total, excluyendo construcción |       | Manufacturas |                    |                  |                            |                               |      | Construcción |      |
|------|--------------------------------|-------|--------------------------------|-------|--------------|--------------------|------------------|----------------------------|-------------------------------|------|--------------|------|
|      | Índice, (d)<br>1995 = 100      |       | Índice, (d)<br>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 | 100,0                          | 2,7   | 100,1                          | 3,4   | 3,5          | 2,6                | 7,3              | 0,8                        | -1,1                          | 1,8  | -0,4         |      |
| 1996 | 99,9                           | -0,1  | 100,5                          | 0,4   | 0,1          | -0,1               | 1,6              | 0,0                        | 0,1                           | -0,2 | -2,4         |      |
| 1997 | 103,6                          | 3,6   | 104,9                          | 4,3   | 5,0          | 5,4                | 4,8              | 2,7                        | 2,7                           | 2,6  | -1,2         |      |
| 1998 | 107,2                          | 3,5   | 109,2                          | 4,1   | 4,6          | 3,7                | 6,7              | 3,0                        | 6,3                           | 1,4  | -0,7         |      |
| 1998 | II                             | 107,2 | 3,9                            | 109,3 | 4,6          | 5,3                | 4,4              | 7,1                        | 3,8                           | 6,8  | 2,5          | -0,2 |
|      | III                            | 107,7 | 3,1                            | 109,5 | 3,9          | 4,3                | 2,8              | 6,6                        | 3,3                           | 6,5  | 1,8          | -1,5 |
|      | IV                             | 106,8 | 1,0                            | 109,2 | 1,5          | 1,4                | 0,3              | 4,2                        | 1,2                           | 4,5  | -0,4         | -4,1 |
| 1999 | I                              | 107,1 | 0,5                            | 109,3 | 0,5          | 0,2                | -0,2             | 1,0                        | 1,2                           | 1,9  | 1,0          | -1,1 |
|      | II                             | .     | .                              | 109,7 | 0,3          | 0,2                | 0,1              | -0,5                       | 1,3                           | 2,8  | 0,1          | -1,5 |
| 1998 | Ago                            | 107,7 | 3,6                            | 108,8 | 4,3          | 4,8                | 3,3              | 6,8                        | 3,9                           | 7,7  | 2,2          | -1,0 |
|      | Sep                            | 107,2 | 2,4                            | 109,5 | 3,3          | 3,6                | 2,1              | 5,8                        | 2,7                           | 5,8  | 0,8          | -3,0 |
|      | Oct                            | 107,3 | 1,9                            | 109,8 | 2,5          | 2,8                | 1,2              | 5,7                        | 2,8                           | 8,0  | 0,2          | -3,4 |
|      | Nov                            | 107,0 | 1,7                            | 109,5 | 2,2          | 2,0                | 1,3              | 4,7                        | 1,5                           | 4,3  | -0,1         | -4,2 |
|      | Dic                            | 106,0 | -0,9                           | 108,2 | -0,2         | -0,7               | -1,9             | 2,3                        | -0,7                          | 0,5  | -1,3         | -4,9 |
| 1999 | Jan                            | 107,7 | 1,2                            | 109,2 | 1,4          | 1,4                | 0,1              | 3,4                        | 2,5                           | 4,6  | 1,3          | 1,4  |
|      | Feb                            | 106,5 | -0,3                           | 108,9 | -0,3         | -0,9               | -0,8             | 0,3                        | 0,0                           | 0,9  | -0,3         | -3,9 |
|      | Mar                            | 107,2 | 0,6                            | 109,8 | 0,3          | 0,1                | 0,2              | -0,3                       | 1,2                           | 0,6  | 1,8          | -0,9 |
|      | Abr                            | 106,7 | -0,1                           | 109,0 | -0,4         | -0,4               | -0,7             | -0,3                       | 0,1                           | 1,1  | -0,2         | -1,0 |
|      | May                            | .     | .                              | 109,7 | -0,1         | -0,2               | -0,4             | -1,3                       | 1,4                           | 3,2  | -0,1         | -2,1 |
|      | Jun                            | .     | .                              | 110,4 | 1,4          | 1,2                | 1,3              | 0,1                        | 2,2                           | 4,1  | 0,8          | -1,3 |
|      | Jul                            | .     | .                              | 110,3 | 0,3          | 0,1                | 0,6              | -1,6                       | 1,3                           | 1,3  | 1,4          | -1,8 |
| Ago  | .                              | .     | 110,8                          | 2,3   | 2,3          | 2,2                | 0,5              | 4,4                        | 11,0                          | 2,9  | .            |      |

#### 2. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

|          | Ventas al por menor       |    |                           |     |                                   |                 |                                     |                     | Nuevas matriculaciones de<br>automóviles |      |
|----------|---------------------------|----|---------------------------|-----|-----------------------------------|-----------------|-------------------------------------|---------------------|------------------------------------------|------|
|          | Precios corrientes        |    | Precios constantes        |     |                                   |                 |                                     |                     |                                          |      |
|          | Total                     |    | Total                     |     | Alimentos,<br>bebidas y<br>tabaco | No alimenticios | Calzado,<br>vestido y<br>confección | Equipo del<br>hogar | Miles <sup>2)</sup> (d)                  |      |
|          | Índice, (d)<br>1995 = 100 |    | Índice, (d)<br>1995 = 100 |     |                                   |                 |                                     |                     |                                          |      |
|          | 12                        | 13 | 14                        | 15  | 16                                | 17              | 18                                  | 19                  | 20                                       | 21   |
| 1995     | .                         | .  | 100,0                     | .   | .                                 | .               | .                                   | .                   | 777                                      | 0,8  |
| 1996     | .                         | .  | 100,4                     | 0,5 | 0,7                               | .               | -1,0                                | 0,1                 | 826                                      | 6,2  |
| 1997     | .                         | .  | 101,6                     | 1,2 | 1,2                               | .               | 0,6                                 | 0,9                 | 861                                      | 4,2  |
| 1998     | .                         | .  | 104,5                     | 2,8 | 1,9                               | .               | 1,8                                 | 4,0                 | 922                                      | 7,1  |
| 1998 III | .                         | .  | 105,0                     | 3,5 | 2,2                               | .               | 4,7                                 | 3,6                 | 939                                      | 6,7  |
|          | IV                        | .  | 105,6                     | 2,8 | 3,1                               | 2,5             | 0,3                                 | 3,2                 | 941                                      | 6,1  |
| 1999 I   | .                         | .  | 105,9                     | 2,4 | 2,6                               | 1,9             | 2,0                                 | 1,3                 | 977                                      | 7,1  |
|          | II                        | .  | 106,2                     | 2,1 | 3,0                               | 1,5             | 1,9                                 | 2,6                 | 981                                      | 8,3  |
|          | III                       | .  | .                         | .   | .                                 | .               | .                                   | .                   | 994                                      | 6,3  |
| 1998 Sep | .                         | .  | 104,0                     | 2,0 | 0,9                               | 2,3             | 4,5                                 | 3,3                 | 952                                      | 8,9  |
|          | Oct                       | .  | 105,3                     | 1,9 | 1,4                               | 2,0             | -1,2                                | 3,1                 | 943                                      | 4,4  |
|          | Nov                       | .  | 107,0                     | 5,1 | 5,9                               | 4,2             | 4,6                                 | 4,7                 | 962                                      | 9,9  |
|          | Dic                       | .  | 104,5                     | 1,6 | 2,3                               | 1,5             | -1,9                                | 2,1                 | 919                                      | 3,9  |
| 1999 Ene | .                         | .  | 105,3                     | 2,0 | 1,6                               | 0,7             | 1,8                                 | 2,6                 | 984                                      | 8,9  |
|          | Feb                       | .  | 105,3                     | 1,7 | 2,5                               | 0,9             | -2,3                                | 0,5                 | 964                                      | 5,5  |
|          | Mar                       | .  | 107,0                     | 3,4 | 3,6                               | 4,0             | 5,8                                 | 1,0                 | 983                                      | 6,7  |
|          | Abr                       | .  | 105,1                     | 1,5 | 1,3                               | 1,5             | 2,3                                 | 3,6                 | 992                                      | 11,2 |
|          | May                       | .  | 106,2                     | 1,1 | 1,3                               | 0,4             | -0,3                                | 1,4                 | 971                                      | 5,9  |
|          | Jun                       | .  | 107,2                     | 3,7 | 6,4                               | 2,7             | 3,9                                 | 2,9                 | 981                                      | 7,8  |
|          | Jul                       | .  | 107,0                     | 1,7 | 1,9                               | 1,1             | -0,3                                | 3,7                 | 1.049                                    | 10,4 |
|          | Ago                       | .  | 107,4                     | 1,6 | .                                 | .               | .                                   | .                   | 965                                      | 5,3  |
|          | Sep                       | .  | .                         | .   | .                                 | .               | .                                   | .                   | 968                                      | 1,8  |

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

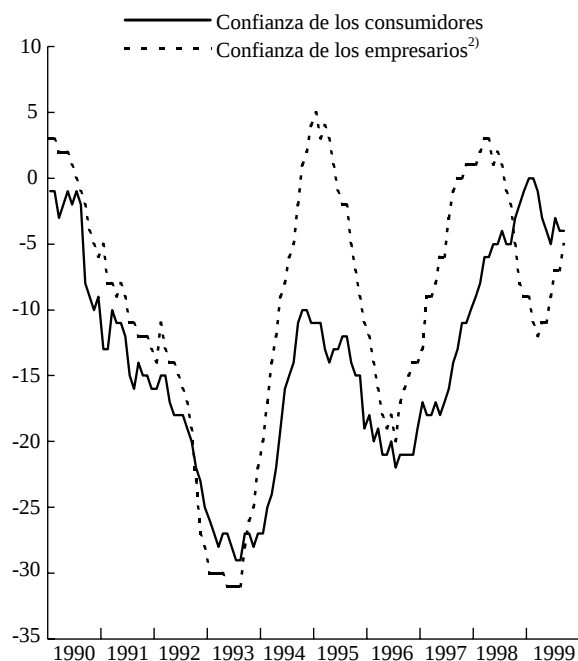
#### Encuestas empresariales y del consumidor

(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 <sup>1)</sup> (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                                 | 81,3                                                              | -33                                       | -9                                               | -15                                        |
| 1998     | -1                         | 11                         | -5                                  | 83,2                                                              | -19                                       | -3                                               | -5                                         |
| 1998 III | -1                         | 11                         | -4                                  | 83,7                                                              | -13                                       | -1                                               | -5                                         |
| 1998 IV  | -7                         | 3                          | -13                                 | 82,8                                                              | -15                                       | -3                                               | -2                                         |
| 1999 I   | -11                        | 1                          | -20                                 | 81,9                                                              | -9                                        | -3                                               | 0                                          |
| 1999 II  | -10                        | 3                          | -21                                 | 81,9                                                              | -7                                        | -4                                               | -4                                         |
| 1999 III | -6                         | 8                          | -17                                 | 81,7                                                              | -7                                        | -7                                               | -4                                         |
| 1998 Sep | -2                         | 11                         | -6                                  | -                                                                 | -12                                       | -1                                               | -5                                         |
| 1998 Oct | -5                         | 5                          | -10                                 | -                                                                 | -17                                       | -1                                               | -3                                         |
| 1998 Nov | -8                         | 2                          | -14                                 | -                                                                 | -14                                       | -4                                               | -2                                         |
| 1998 Dic | -9                         | 2                          | -15                                 | -                                                                 | -14                                       | -4                                               | -1                                         |
| 1999 Ene | -9                         | 2                          | -16                                 | -                                                                 | -9                                        | 0                                                | 0                                          |
| 1999 Feb | -11                        | 1                          | -20                                 | -                                                                 | -9                                        | -4                                               | 0                                          |
| 1999 Mar | -12                        | 0                          | -23                                 | -                                                                 | -9                                        | -6                                               | -1                                         |
| 1999 Abr | -11                        | 2                          | -20                                 | -                                                                 | -7                                        | -1                                               | -3                                         |
| 1999 May | -11                        | 3                          | -22                                 | -                                                                 | -8                                        | -3                                               | -4                                         |
| 1999 Jun | -9                         | 5                          | -22                                 | -                                                                 | -6                                        | -9                                               | -5                                         |
| 1999 Jul | -7                         | 7                          | -18                                 | -                                                                 | -5                                        | -6                                               | -3                                         |
| 1999 Ago | -7                         | 7                          | -17                                 | -                                                                 | -9                                        | -7                                               | -4                                         |
| 1999 Sep | -5                         | 10                         | -15                                 | -                                                                 | -8                                        | -7                                               | -4                                         |

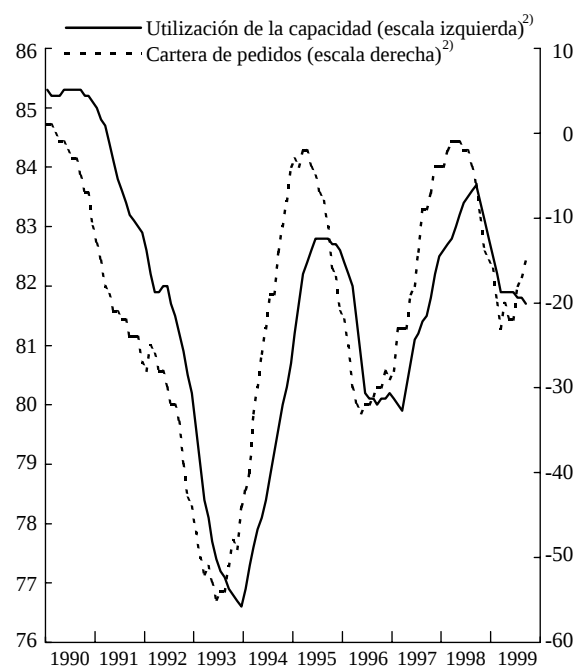
#### Indicadores de confianza de los consumidores y de la industria

(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 parados<sup>1)</sup>

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

|          | Ocupados              |     |             |           |                                         |           | Parados (d) |                                |                                |                                |
|----------|-----------------------|-----|-------------|-----------|-----------------------------------------|-----------|-------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
|          | Total economía        |     |             |           | Industria<br>(excluida<br>construcción) | Servicios | Total       |                                | Adultos <sup>2)</sup>          | Jóvenes <sup>2)</sup>          |
|          | Índice,<br>1995 = 100 |     | Asalariados | Autónomos |                                         |           | Millones    | % de la<br>población<br>activa | % de la<br>población<br>activa | % de la<br>población<br>activa |
|          | 1                     | 2   | 3           | 4         | 5                                       | 6         | 7           | 8                              | 9                              | 10                             |
| 1995     | 100,0                 | .   | .           | .         | .                                       | .         | 14,381      | 11,4                           | 9,6                            | 23,3                           |
| 1996     | 100,2                 | 0,2 | 0,2         | 0,3       | -1,2                                    | 1,3       | 14,808      | 11,6                           | 9,8                            | 23,9                           |
| 1997     | 100,7                 | 0,5 | 0,6         | -0,1      | -0,6                                    | 1,1       | 14,901      | 11,6                           | 10,0                           | 23,3                           |
| 1998     | 101,9                 | 1,2 | 1,3         | 0,5       | 0,9                                     | 1,6       | 14,100      | 10,9                           | 9,4                            | 21,4                           |
| 1998 II  | .                     | .   | 1,0         | .         | .                                       | .         | 14,190      | 11,0                           | 9,5                            | 21,5                           |
| 1998 III | .                     | .   | 1,2         | .         | .                                       | .         | 14,005      | 10,9                           | 9,4                            | 21,3                           |
| 1998 IV  | .                     | .   | 1,5         | .         | .                                       | .         | 13,732      | 10,7                           | 9,2                            | 20,9                           |
| 1999 I   | .                     | .   | .           | .         | .                                       | .         | 13,359      | 10,4                           | 9,0                            | 20,2                           |
| 1999 II  | .                     | .   | .           | .         | .                                       | .         | 13,172      | 10,2                           | 8,9                            | 19,6                           |
| 1998 Ago | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 14,008      | 10,9                           | 9,4                            | 21,2                           |
| 1998 Sep | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,946      | 10,8                           | 9,3                            | 21,3                           |
| 1998 Oct | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,837      | 10,7                           | 9,2                            | 21,2                           |
| 1998 Nov | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,754      | 10,7                           | 9,2                            | 21,0                           |
| 1998 Dic | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,607      | 10,6                           | 9,1                            | 20,7                           |
| 1999 Ene | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,466      | 10,4                           | 9,0                            | 20,5                           |
| 1999 Feb | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,393      | 10,4                           | 9,0                            | 20,2                           |
| 1999 Mar | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,217      | 10,3                           | 8,9                            | 19,9                           |
| 1999 Abr | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,212      | 10,2                           | 8,9                            | 19,7                           |
| 1999 May | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,162      | 10,2                           | 8,9                            | 19,6                           |
| 1999 Jun | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,143      | 10,2                           | 8,9                            | 19,6                           |
| 1999 Jul | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,104      | 10,2                           | 8,8                            | 19,6                           |
| 1999 Ago | -                     | -   | -           | -         | -                                       | -         | 13,128      | 10,2                           | 8,8                            | 19,7                           |

#### 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 <sup>3)</sup> |                   |       |           |           | 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                                                                 | 3,6                         | 1,9                   | .                                                           | .                 | .     | .         | .         | .                                        | 3,7 |
| 1996 |     | 2,0                                                                 | 3,3                         | 1,1                   | 2,8                                                         | 2,4               | 3,8   | 3,4       | 1,1       | .                                        | 3,7 |
| 1997 |     | 0,7                                                                 | 2,5                         | 1,7                   | 2,6                                                         | 2,5               | 3,3   | 2,5       | 2,6       | .                                        | 2,6 |
| 1998 |     | .                                                                   | .                           | .                     | 1,7                                                         | 2,2               | 1,1   | 1,8       | 1,3       | .                                        | 2,4 |
| 1997 | II  | 0,6                                                                 | 2,8                         | 2,2                   | 3,0                                                         | 2,7               | 3,9   | 2,5       | 3,6       | .                                        | 3,0 |
|      | III | 0,3                                                                 | 2,3                         | 1,9                   | 2,4                                                         | 2,4               | 2,9   | 2,5       | 2,2       | .                                        | 2,3 |
|      | IV  | 0,2                                                                 | 2,1                         | 2,1                   | 2,5                                                         | 2,4               | 3,1   | 2,5       | 2,0       | .                                        | 2,4 |
| 1998 | I   | -1,6                                                                | 1,1                         | 2,8                   | 1,8                                                         | 2,4               | 1,1   | 1,5       | 1,6       | .                                        | 2,0 |
|      | II  | -0,1                                                                | 1,2                         | 1,3                   | 1,7                                                         | 2,3               | 0,8   | 1,9       | 1,2       | .                                        | 2,6 |
|      | III | 0,2                                                                 | 1,4                         | 1,2                   | 1,6                                                         | 2,0               | 1,1   | 1,9       | 1,1       | .                                        | 2,4 |
|      | IV  | .                                                                   | .                           | .                     | 1,8                                                         | 2,2               | 1,1   | 2,1       | 1,3       | .                                        | 2,7 |
| 1999 | I   | .                                                                   | .                           | .                     | 2,3                                                         | 2,2               | 2,7   | 2,3       | 2,1       | .                                        | 2,4 |
|      | II  | .                                                                   | .                           | .                     | 2,2                                                         | 2,3               | 2,0   | 2,2       | .         | .                                        | 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)

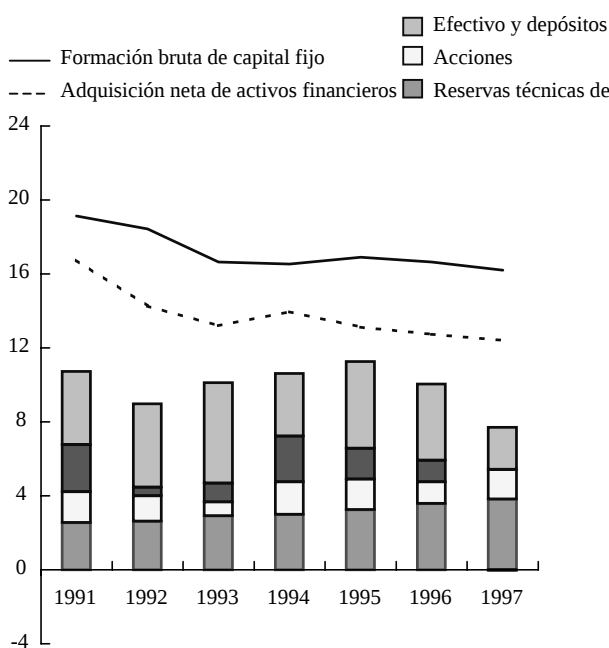
|      | Ahorro e inversión en la zona del euro <sup>1)</sup> |                                       |                                 | Inversión de los sectores privados no financieros <sup>1) 2)</sup> |                                 |                                                  |                         |                                     |                          |          |                                   |
|------|------------------------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------------|-------------------------|-------------------------------------|--------------------------|----------|-----------------------------------|
|      | Ahorro<br>bruto                                      | Formación<br>bruta de<br>capital fijo | Capacidad<br>de<br>financiación | Formación<br>bruta de<br>capital fijo                              | Sociedades<br>no<br>financieras | Adquisición<br>neta de<br>activos<br>financieros | Efectivo y<br>depósitos | Valores<br>distintos de<br>acciones | Valores a<br>largo plazo | Acciones | Reservas<br>técnicas de<br>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 | 21,4                                                 | 20,2                                  | 0,8                             | 16,9                                                               | 12,6                            | 13,1                                             | 4,7                     | 1,9                                 | 1,7                      | 1,6      | 3,3                               |
| 1996 | 21,0                                                 | 19,9                                  | 1,2                             | 16,7                                                               | 12,3                            | 12,7                                             | 4,1                     | 0,2                                 | 1,2                      | 1,2      | 3,6                               |
| 1997 | 21,7                                                 | 19,3                                  | 1,9                             | 16,2                                                               | 12,1                            | 12,4                                             | 2,3                     | -0,5                                | 0,0                      | 1,6      | 3,8                               |
| 1998 | 22,1                                                 | 19,5                                  | 1,4                             | 16,4                                                               | 12,3                            | .                                                | .                       | .                                   | .                        | .        | .                                 |

|      | Financiación de los sectores privados no financieros <sup>1) 2)</sup> |         |                                   |                                     |                          |          |           |                            | Transac-<br>ciones<br>financieras<br>netas<br><br>(col. 6 - 14) | Inversión<br>financiera en<br>% sobre el<br>total de<br>inversión<br>bruta<br>[col. 6÷(4+6)] | Contracción<br>neta de<br>pasivos en<br>% sobre el<br>total de<br>financiación<br>[col. 14÷(12+14)] |
|------|-----------------------------------------------------------------------|---------|-----------------------------------|-------------------------------------|--------------------------|----------|-----------|----------------------------|-----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | Ahorro<br>bruto                                                       | Hogares | Contracción<br>neta de<br>pasivos | Valores<br>distintos de<br>acciones | Valores a<br>largo plazo | Acciones | Préstamos | Préstamos a<br>largo plazo |                                                                 |                                                                                              |                                                                                                     |
|      |                                                                       |         |                                   |                                     |                          |          |           |                            |                                                                 |                                                                                              |                                                                                                     |
|      | 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                                                             | 43,5                                                                                         | 33,9                                                                                                |
| 1993 | 20,4                                                                  | 11,5    | 7,4                               | 1,3                                 | 1,4                      | 1,6      | 3,6       | 4,4                        | 5,6                                                             | 43,8                                                                                         | 26,7                                                                                                |
| 1994 | 20,3                                                                  | 10,6    | 9,6                               | 1,0                                 | 1,1                      | 1,8      | 3,6       | 3,5                        | 4,1                                                             | 45,3                                                                                         | 32,0                                                                                                |
| 1995 | 21,1                                                                  | 10,9    | 5,6                               | -1,7                                | -1,8                     | 1,6      | 4,7       | 2,9                        | 7,6                                                             | 43,7                                                                                         | 20,8                                                                                                |
| 1996 | 20,3                                                                  | 10,7    | 8,4                               | 0,2                                 | 0,1                      | 1,8      | 4,6       | 3,5                        | 4,3                                                             | 43,3                                                                                         | 29,3                                                                                                |
| 1997 | 19,8                                                                  | 9,4     | 8,5                               | 0,0                                 | 0,0                      | 1,4      | 5,7       | 4,0                        | 3,9                                                             | 43,4                                                                                         | 30,0                                                                                                |
| 1998 | 19,0                                                                  | 8,8     | .                                 | .                                   | .                        | .        | .         | .                          | .                                                               | .                                                                                            | .                                                                                                   |

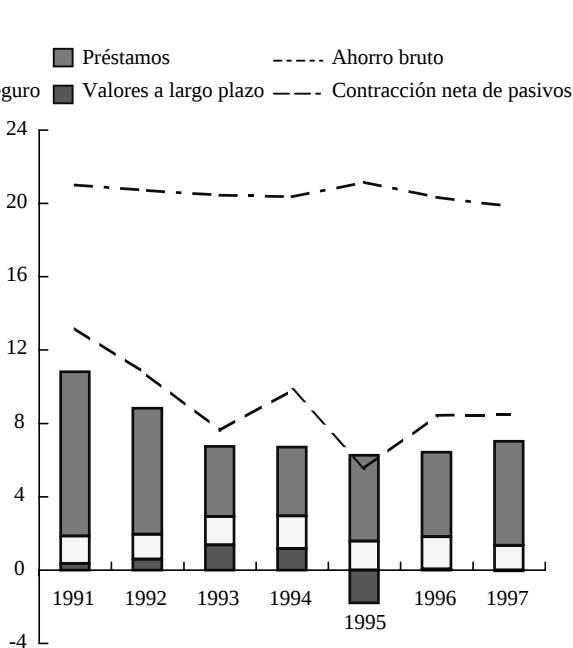
#### Inversión y financiación de los sectores privados no financieros<sup>1) 2)</sup>

(en porcentaje del PIB)

##### Inversión



##### Financiación



Fuente: BCE.

1) Principales categorías de financiación e inversión.

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

## 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<sup>1) 2)</sup>

|      | Recursos |                               |                       |                         |                               |        |                        | Empleos |                       |                                          |                       |           |                                         |                       |           |
|------|----------|-------------------------------|-----------------------|-------------------------|-------------------------------|--------|------------------------|---------|-----------------------|------------------------------------------|-----------------------|-----------|-----------------------------------------|-----------------------|-----------|
|      | Total    | Recur-<br>sos co-<br>rrientes | Impuestos<br>directos | Impuestos<br>indirectos | Cotiza-<br>ciones<br>sociales | Ventas | Recursos<br>de capital | Total   | Empleos<br>corrientes | Remune-<br>ración de<br>asala-<br>riados | Consumo<br>intermedio | Intereses | Trans-<br>ferencias a<br>los<br>hogares | Empleos<br>de capital | Inversión |
|      | 1        | 2                             | 3                     | 4                       | 5                             | 6      | 7                      | 8       | 9                     | 10                                       | 11                    | 12        | 13                                      | 14                    | 15        |
| 1991 | 48,0     | 47,5                          | 12,3                  | 12,9                    | 17,3                          | 2,5    | 0,4                    | 52,4    | 47,7                  | 11,8                                     | 5,5                   | 4,9       | 21,3                                    | 4,6                   | 3,0       |
| 1992 | 49,2     | 48,4                          | 12,3                  | 13,0                    | 17,7                          | 2,7    | 0,8                    | 53,8    | 49,3                  | 12,1                                     | 5,5                   | 5,5       | 22,2                                    | 4,5                   | 3,0       |
| 1993 | 49,9     | 49,4                          | 12,5                  | 13,2                    | 18,2                          | 2,8    | 0,5                    | 55,5    | 51,0                  | 12,3                                     | 5,7                   | 5,7       | 23,1                                    | 4,5                   | 2,9       |
| 1994 | 49,2     | 48,6                          | 12,0                  | 13,4                    | 18,1                          | 2,7    | 0,5                    | 54,3    | 50,1                  | 12,0                                     | 5,5                   | 5,4       | 23,1                                    | 4,2                   | 2,7       |
| 1995 | 49,1     | 48,5                          | 12,1                  | 13,3                    | 18,1                          | 2,8    | 0,6                    | 54,0    | 49,7                  | 11,8                                     | 5,3                   | 5,7       | 23,1                                    | 4,3                   | 2,6       |
| 1996 | 49,3     | 48,8                          | 12,1                  | 13,4                    | 18,3                          | 2,8    | 0,5                    | 53,4    | 49,7                  | 11,9                                     | 5,4                   | 5,5       | 23,2                                    | 3,7                   | 2,4       |
| 1997 | 49,7     | 49,0                          | 12,2                  | 13,5                    | 18,3                          | 2,7    | 0,7                    | 52,2    | 48,6                  | 11,6                                     | 5,2                   | 5,0       | 23,1                                    | 3,6                   | 2,3       |
| 1998 | 49,1     | 48,5                          | 12,5                  | 14,1                    | 17,2                          | 2,7    | 0,5                    | 51,2    | 47,4                  | 11,3                                     | 5,1                   | 4,5       | 22,6                                    | 3,7                   | 2,3       |

#### 2. Ahorro, déficit y deuda de la zona del euro<sup>1) 2)</sup>

|      | Ahorro<br>bruto | Déficit (-) / superávit (+) |        |                                             |                     | Déficit /<br>superávit<br>primario | Ajuste<br>entre<br>déficit y<br>deuda <sup>3)</sup> | Variación de la deuda <sup>4)</sup> |                                           |                             |                                     | Deuda bruta nominal consolidada |                                           |                             |                                        |
|------|-----------------|-----------------------------|--------|---------------------------------------------|---------------------|------------------------------------|-----------------------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------|----------------------------------------|
|      |                 | Total                       | Estado | Adminis-<br>traciones<br>Territoria-<br>les | Seguridad<br>Social |                                    |                                                     | Total                               | Efectivo,<br>depósitos<br>y crédi-<br>tos | Valores a<br>corto<br>plazo | Valores a<br>medio y<br>largo plazo | Total                           | Efectivo,<br>depósitos<br>y crédi-<br>tos | Valores a<br>corto<br>plazo | Valores a<br>medio y<br>largo<br>plazo |
|      | 16              | 17                          | 18     | 19                                          | 20                  | 21                                 | 22                                                  | 23                                  | 24                                        | 25                          | 26                                  | 27                              | 28                                        | 29                          | 30                                     |
| 1991 | -0,2            | -4,4                        | -4,5   | -0,2                                        | 0,3                 | 0,5                                | 0,7                                                 | 5,1                                 | 1,3                                       | 0,0                         | 3,9                                 | 58,3                            | 18,5                                      | 8,5                         | 31,2                                   |
| 1992 | -0,9            | -4,6                        | -4,3   | -0,2                                        | -0,1                | 0,9                                | 2,2                                                 | 6,8                                 | 1,7                                       | 0,9                         | 4,2                                 | 61,9                            | 19,2                                      | 8,9                         | 33,8                                   |
| 1993 | -1,6            | -5,5                        | -5,3   | -0,2                                        | 0,0                 | 0,2                                | 2,5                                                 | 8,1                                 | 1,5                                       | -0,3                        | 6,9                                 | 68,4                            | 20,2                                      | 8,4                         | 39,8                                   |
| 1994 | -1,5            | -5,1                        | -4,9   | -0,2                                        | 0,0                 | 0,3                                | 0,8                                                 | 5,9                                 | 0,2                                       | 0,6                         | 5,1                                 | 70,8                            | 19,4                                      | 8,5                         | 42,9                                   |
| 1995 | -1,3            | -5,0                        | -4,6   | -0,1                                        | -0,3                | 0,7                                | 2,3                                                 | 7,3                                 | 2,0                                       | -0,2                        | 5,5                                 | 74,8                            | 20,6                                      | 7,9                         | 46,4                                   |
| 1996 | -0,9            | -4,1                        | -3,9   | 0,0                                         | -0,2                | 1,3                                | -0,2                                                | 3,9                                 | 0,3                                       | 0,2                         | 3,4                                 | 76,1                            | 20,2                                      | 7,8                         | 48,1                                   |
| 1997 | 0,4             | -2,5                        | -2,6   | 0,0                                         | 0,0                 | 2,5                                | -0,3                                                | 2,2                                 | -0,1                                      | -1,0                        | 3,2                                 | 75,4                            | 19,3                                      | 6,6                         | 49,5                                   |
| 1998 | 1,1             | -2,1                        | -2,3   | 0,2                                         | 0,1                 | 2,4                                | -0,6                                                | 1,5                                 | -0,4                                      | -0,7                        | 2,6                                 | 73,6                            | 18,1                                      | 5,6                         | 49,9                                   |

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

#### 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 | 128,4 | 40,9 | 44,6 | 35,8 | 92,6 | 102,0 | 4,0 | 79,0 | 58,2 | 67,3 | 23,1 |
| 1992 | 130,6 | 43,6 | 47,0 | 39,9 | 89,5 | 109,4 | 4,9 | 79,9 | 58,1 | 59,9 | 41,5 |
| 1993 | 137,6 | 47,5 | 58,8 | 45,4 | 93,1 | 120,0 | 5,9 | 81,1 | 62,8 | 63,2 | 58,0 |
| 1994 | 135,1 | 49,9 | 61,3 | 48,6 | 86,5 | 125,7 | 5,5 | 77,8 | 65,6 | 63,8 | 59,6 |
| 1995 | 132,2 | 58,3 | 64,2 | 52,8 | 78,9 | 125,3 | 5,8 | 79,0 | 69,4 | 65,9 | 58,1 |
| 1996 | 128,0 | 60,8 | 68,6 | 55,7 | 69,4 | 124,6 | 6,3 | 77,0 | 69,8 | 64,9 | 57,8 |
| 1997 | 123,4 | 61,5 | 67,5 | 58,1 | 61,3 | 122,4 | 6,4 | 71,2 | 64,3 | 61,7 | 54,9 |
| 1998 | 117,3 | 61,0 | 65,6 | 58,5 | 52,1 | 118,7 | 6,7 | 67,7 | 63,1 | 57,8 | 49,6 |

Fuentes: BCE para la zona del euro; Comisión Europea (DG de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat —primavera 1999—) para los déficit / superávit y deuda de los países de la zona del euro.

1) Las transferencias entre países miembros de la zona del euro no están consolidadas.

2) Zona del euro, excluyendo Luxemburgo.

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 de la zona del euro y posición de reservas del Eurosistema

**Cuadro 8.1**

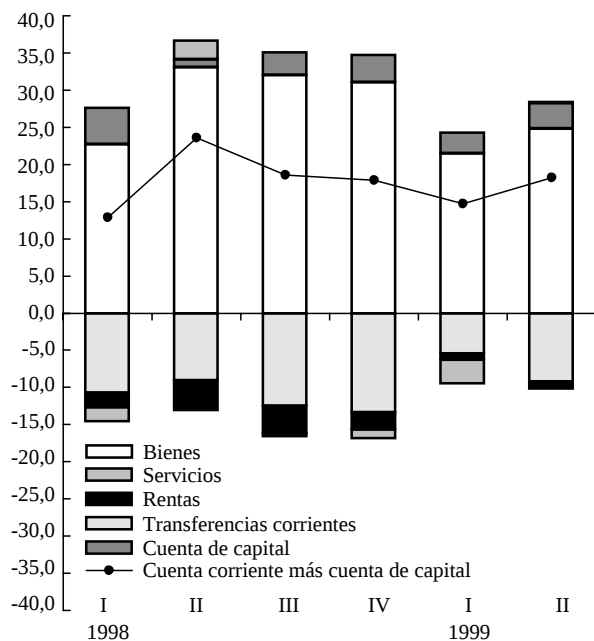
### Resumen de la balanza de pagos<sup>1)</sup>

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

|          | Cuenta corriente |        |           |        |                           | Cuenta de capital | Cuenta financiera <sup>2)</sup> |                      |                        |                                     |                                    |                                  | Errores y omisiones <sup>3)</sup> |
|----------|------------------|--------|-----------|--------|---------------------------|-------------------|---------------------------------|----------------------|------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|
|          | Total            | Bienes | Servicios | Rentas | Transferencias corrientes |                   | Total <sup>3)</sup>             | Inversiones directas | Inversiones de cartera | Derivados financieros <sup>3)</sup> | Otras inversiones <sup>3) 4)</sup> | Activos de reserva <sup>3)</sup> |                                   |
|          | 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 I   | 8,0              | 22,7   | -1,9      | -1,9   | -10,8                     | 4,9               | -14,1                           | -12,1                | -53,4                  | 0,1                                 | 52,5                               | -1,2                             | 1,2                               |
| II       | 22,6             | 33,1   | 2,6       | -4,0   | -9,1                      | 1,0               | -3,3                            | -14,0                | -1,0                   | -4,1                                | 15,5                               | 0,4                              | -20,3                             |
| 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                              |
| 1998 Abr | 5,9              | 10,6   | 0,1       | -1,0   | -3,8                      | 0,5               | -30,7                           | -7,4                 | -21,3                  | -0,9                                | -0,8                               | -0,3                             | 24,3                              |
| May      | 7,0              | 11,3   | 0,4       | -2,0   | -2,8                      | 0,4               | 17,2                            | -1,1                 | 10,2                   | -1,5                                | 8,3                                | 1,2                              | -24,6                             |
| Jun      | 9,8              | 11,2   | 2,1       | -1,1   | -2,5                      | 0,1               | 10,2                            | -5,5                 | 10,0                   | -1,8                                | 8,0                                | -0,6                             | -20,0                             |
| Jul      | 10,5             | 15,1   | 0,3       | -2,3   | -2,6                      | 1,1               | 17,3                            | -5,9                 | 13,4                   | -1,4                                | 11,0                               | 0,1                              | -28,9                             |
| 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                             |

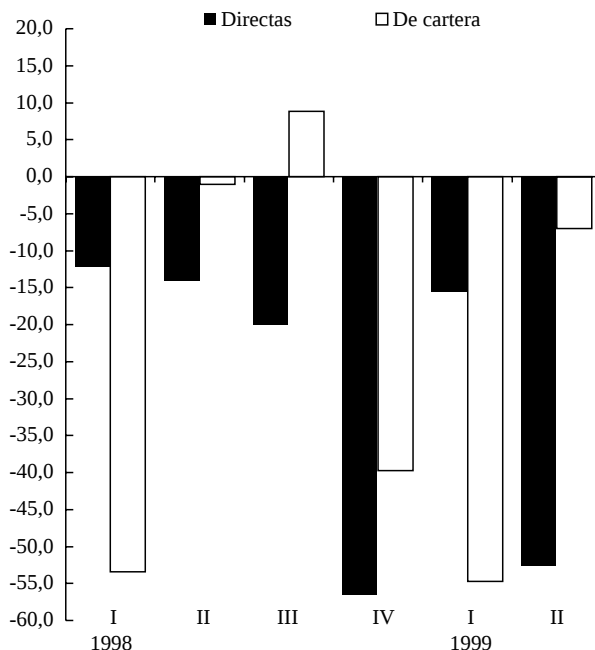
### Cuenta corriente y cuenta de capital

[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) Los datos se han revisado al disponer de nueva información, como se describe en las notas generales.

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

3) Los datos a partir de enero de 1999 no son totalmente comparables con las observaciones anteriores.

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

## Cuadro 8.2

### Cuenta corriente y cuenta de capital<sup>1)</sup>

[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 I   | 314,9            | 306,9   | 189,5    | 166,9 | 52,8      | 54,7  | 48,6     | 50,6  | 24,0                      | 34,7  | 6,1               | 1,2   |
| II       | 321,7            | 299,1   | 197,7    | 164,6 | 59,4      | 56,8  | 52,0     | 56,0  | 12,5                      | 21,7  | 2,2               | 1,2   |
| 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   |
| 1998 Abr | 105,4            | 99,5    | 66,3     | 55,7  | 18,7      | 18,6  | 16,8     | 17,8  | 3,6                       | 7,4   | 0,9               | 0,4   |
| May      | 103,1            | 96,1    | 64,0     | 52,7  | 19,1      | 18,7  | 15,7     | 17,7  | 4,2                       | 7,0   | 0,8               | 0,4   |
| Jun      | 113,2            | 103,5   | 67,5     | 56,2  | 21,5      | 19,5  | 19,5     | 20,6  | 4,7                       | 7,2   | 0,5               | 0,4   |
| Jul      | 113,4            | 102,9   | 70,0     | 55,0  | 21,8      | 21,4  | 16,9     | 19,1  | 4,8                       | 7,4   | 1,5               | 0,5   |
| 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   |

Fuente: BCE.

1) Los datos se han revisado al disponer de nueva información, como se describe en las notas generales.

### Cuadro 8.3

#### Cuenta de renta

(mm de euros; flujos brutos)

|        | Total    |       | Rentas del trabajo |       | Rentas de la inversión |       |                      |       |                        |       |                   |       |
|--------|----------|-------|--------------------|-------|------------------------|-------|----------------------|-------|------------------------|-------|-------------------|-------|
|        |          |       |                    |       | Total                  |       | Inversiones directas |       | Inversiones de cartera |       | Otras inversiones |       |
|        | Ingresos | Pagos | Ingresos           | Pagos | Ingresos               | Pagos | Ingresos             | Pagos | Ingresos               | Pagos | Ingresos          | Pagos |
|        | 1        | 2     | 3                  | 4     | 5                      | 6     | 7                    | 8     | 9                      | 10    | 11                | 12    |
| 1999 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         |       | Renta fija |       | Acciones y participaciones           |       | Renta fija |       |                      |       |                                    |       |
|        |                                    |       |            |       |                                      |       | Total      |       | Bonos y obligaciones |       | Instrumentos del mercado monetario |       |
|        | Ingresos                           | Pagos | Ingresos   | Pagos | Ingresos                             | Pagos | Ingresos   | Pagos | Ingresos             | Pagos | Ingresos                           | Pagos |
|        | 13                                 | 14    | 15         | 16    | 17                                   | 18    | 19         | 20    | 21                   | 22    | 23                                 | 24    |
| 1999 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

### Cuentas de inversiones directas y de cartera<sup>1)</sup>

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

#### 1. Inversiones directas; inversiones de cartera por instrumentos<sup>2)</sup>

|          | Inversiones directas |                     | Inversiones de cartera |                       |                            |                       |            |                      |                                    |                       |                      |                                    |
|----------|----------------------|---------------------|------------------------|-----------------------|----------------------------|-----------------------|------------|----------------------|------------------------------------|-----------------------|----------------------|------------------------------------|
|          | En el exterior       | En la zona del euro | Total                  |                       | Acciones y participaciones |                       | Renta fija |                      |                                    |                       |                      |                                    |
|          |                      |                     | Activos                | Pasivos <sup>3)</sup> | Activos                    | Pasivos <sup>3)</sup> | Activos    |                      |                                    | Pasivos <sup>3)</sup> |                      |                                    |
|          |                      |                     |                        |                       |                            |                       | 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 I   | -48,4                | 36,3                | -103,2                 | 49,8                  | -36,1                      | 21,0                  | -67,1      | -64,5                | -2,6                               | 28,8                  | 31,9                 | -3,1                               |
| II       | -39,3                | 25,3                | -77,3                  | 76,2                  | -29,3                      | 30,2                  | -48,0      | -51,2                | 3,2                                | 46,1                  | 41,8                 | 4,2                                |
| 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                               |
| 1998 Abr | -20,6                | 13,3                | -31,2                  | 9,9                   | -9,3                       | 3,0                   | -22,0      | -28,0                | 6,0                                | 7,0                   | 8,6                  | -1,7                               |
| May      | -12,3                | 11,2                | -16,7                  | 26,9                  | -7,9                       | 7,3                   | -8,9       | -7,7                 | -1,2                               | 19,6                  | 14,7                 | 4,9                                |
| Jun      | -6,4                 | 0,8                 | -29,3                  | 39,4                  | -12,1                      | 19,9                  | -17,2      | -15,5                | -1,7                               | 19,5                  | 18,5                 | 1,0                                |
| Jul      | -2,0                 | -3,9                | -24,3                  | 37,7                  | -4,5                       | 10,9                  | -19,8      | -20,2                | 0,4                                | 26,8                  | 15,5                 | 11,3                               |
| 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                               |

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

|        | Acciones y participaciones |      |                              |                | Renta fija           |      |                              |                |                                    |      |                              |                |
|--------|----------------------------|------|------------------------------|----------------|----------------------|------|------------------------------|----------------|------------------------------------|------|------------------------------|----------------|
|        | Eurosistema                | AAPP | IFM(excluido el Eurosistema) | Otros sectores | Bonos y obligaciones |      |                              |                | Instrumentos del mercado monetario |      |                              |                |
|        |                            |      |                              |                | 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 se han revisado al disponer de nueva información, como se describe en las notas generales.

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

## Cuadro 8.5

### Cuenta de otras inversiones<sup>1)</sup>

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

#### 1. Por sectores<sup>2)3)</sup>

|          | Total   |         | Eurosistema |         | AAPP    |         | IFM (excluyendo el Eurosistema) |         |               |         |               |         | Otros sectores |         |
|----------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|---------------------------------|---------|---------------|---------|---------------|---------|----------------|---------|
|          | Activos | Pasivos | Activos     | Pasivos | Activos | Pasivos | Total                           |         | A largo plazo |         | A corto plazo |         | Activos        | Pasivos |
|          |         |         |             |         |         |         | Activos                         | Pasivos | Activos       | Pasivos | Activos       | Pasivos |                |         |
|          | 1       | 2       | 3           | 4       | 5       | 6       | 7                               | 8       | 9             | 10      | 11            | 12      | 13             | 14      |
| 1998     | -67,5   | 186,0   | -0,7        | 3,5     | -1,4    | -7,7    | -22,6                           | 178,1   | -34,2         | 34,8    | 11,6          | 143,3   | -42,8          | 12,1    |
| 1998 I   | -34,1   | 86,6    | 0,4         | 0,0     | -2,5    | -2,4    | -3,7                            | 82,3    | -3,8          | 10,4    | 0,1           | 71,9    | -28,3          | 6,8     |
| II       | -8,2    | 23,7    | -1,0        | 1,1     | -2,4    | -0,8    | -1,3                            | 22,1    | -13,5         | 8,6     | 12,2          | 13,5    | -3,4           | 1,3     |
| 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    | -15,7         | 13,2    | 23,8          | 6,2     | -15,6          | 7,8     |
| 1998 Abr | 4,5     | -5,3    | 0,0         | 0,4     | 0,7     | 0,3     | 13,0                            | -6,8    | -4,1          | 4,3     | 17,1          | -11,1   | -9,1           | 0,8     |
| May      | -3,9    | 12,2    | 0,0         | -0,2    | -1,0    | -0,5    | -5,7                            | 14,0    | -3,9          | 1,2     | -1,8          | 12,9    | 2,9            | -1,2    |
| Jun      | -8,9    | 16,9    | -0,9        | 0,9     | -2,1    | -0,5    | -8,7                            | 14,9    | -5,6          | 3,1     | -3,1          | 11,8    | 2,8            | 1,6     |
| Jul      | -6,7    | 17,7    | 0,2         | -0,1    | 0,2     | -3,4    | 7,2                             | 21,6    | -2,8          | 0,9     | 10,0          | 20,7    | -14,3          | -0,4    |
| 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     | 13,6          | -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     |

#### 2. 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) Los datos se han revisado al disponer de nueva información, como se describe en las notas generales.

## 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)

|      |    | Préstamos/efectivo y depósitos |         |       | Otros activos/pasivos |         |       |
|------|----|--------------------------------|---------|-------|-----------------------|---------|-------|
|      |    | Activos                        | Pasivos | Saldo | Activos               | Pasivos | Saldo |
|      |    |                                |         |       |                       |         |       |
| 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  |

## Cuadro 8.6

### Reservas del Eurosistema y otros activos

#### 1. Saldos<sup>1)</sup>

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

|      |       | Activos de reserva |               |                                     |                                |                                   |                         |               | Pro memoria:<br>otros activos                                                                            |
|------|-------|--------------------|---------------|-------------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------|-------------------------|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      |       | Total              | Oro monetario | En onzas troy de<br>fino (millones) | Derechos<br>especiales de giro | Posición de<br>reservas en el FMI | Divisas<br>convertibles | Otros activos | Activos financieros<br>denominados en<br>moneda extranjera<br>frente a residentes<br>en la zona del euro |
|      |       | 1                  | 2             | 3                                   | 4                              | 5                                 | 6                       | 7             | 8                                                                                                        |
| 1999 | Ene 1 | 329,4              | 99,7          | 404,131                             | 6,0                            | 22,5                              | 200,6                   | 0,7           | 7,6                                                                                                      |
|      | Ene   | 338,7              | 101,3         | 404,084                             | 6,0                            | 22,7                              | 207,0                   | 1,6           | 7,7                                                                                                      |
|      | Feb   | 340,5              | 105,3         | 404,084                             | 3,0                            | 22,7                              | 208,9                   | 0,7           | 9,7                                                                                                      |
|      | Mar   | 349,3              | 105,1         | 404,084                             | 3,9                            | 23,5                              | 215,1                   | 1,8           | 10,4                                                                                                     |
|      | Abr   | 352,6              | 109,3         | 404,084                             | 5,5                            | 23,9                              | 212,3                   | 1,7           | 11,7                                                                                                     |
|      | May   | 344,7              | 103,8         | 404,084                             | 5,0                            | 24,1                              | 210,1                   | 1,7           | 12,7                                                                                                     |
|      | Jun   | 347,2              | 102,0         | 403,730                             | 3,9                            | 25,2                              | 214,5                   | 1,6           | 12,6                                                                                                     |
|      | Jul   | 340,1              | 96,5          | 403,730                             | 3,6                            | 24,5                              | 213,7                   | 1,7           | 12,8                                                                                                     |
|      | Ago   | 341,5              | 96,9          | 403,730                             | 3,8                            | 24,3                              | 214,9                   | 1,7           | 12,4                                                                                                     |
|      | Sep   | 354,2              | 113,2         | 403,730                             | 3,7                            | 23,7                              | 212,1                   | 1,4           | 12,9                                                                                                     |

#### 2. Flujos de balanza de pagos<sup>2)</sup>

(mm de euros; flujos netos)

|      |    | Activos de reserva |                  |                                   |                                      |                      |                                                 |           |                                    |                              |                                             |                          | Otros<br>activos |
|------|----|--------------------|------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|----------------------|-------------------------------------------------|-----------|------------------------------------|------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------|------------------|
|      |    | Total              | Oro<br>monetario | Derechos<br>especiales<br>de giro | Posición de<br>reservas en<br>el FMI | Divisas convertibles |                                                 |           |                                    |                              |                                             | Derivados<br>financieros |                  |
|      |    |                    |                  |                                   |                                      | Total                | Efectivo y depósitos                            |           | Valores                            |                              |                                             |                          |                  |
|      |    |                    |                  |                                   |                                      |                      | En las<br>autoridades<br>monetarias<br>y el BPI | En bancos | Acciones y<br>participa-<br>ciones | Bonos y<br>obliga-<br>ciones | Instrumentos<br>del<br>mercado<br>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) Los datos no son totalmente comparables con los del cuadro 1.1, por diferencias en cobertura y valoración.

2) Aumento (-); disminución (+).

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

**Cuadro 9**

### 1. Exportaciones<sup>1)</sup>

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

|          | Total | Alimentos,<br>bebidas,<br>tabaco | Materias<br>primas | Productos<br>energéticos | Productos<br>químicos | Otros<br>productos<br>manufacturados | Maquinaria,<br>material de<br>transporte | Otros | Índices de exportaciones<br>1995 = 100 |                       |                   |
|----------|-------|----------------------------------|--------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------------------|------------------------------------------|-------|----------------------------------------|-----------------------|-------------------|
|          |       |                                  |                    |                          |                       |                                      |                                          |       | Valor <sup>2)</sup>                    | Volumen <sup>2)</sup> | Valor<br>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     | 793,2 | 53,4                             | 15,6               | 12,5                     | 103,8                 | 220,3                                | 368,5                                    | 19,0  | 127,4                                  | 119,5                 | 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   | 194,2 | 13,2                             | 4,1                | 3,4                      | 26,5                  | 54,5                                 | 87,4                                     | 5,1   | 124,8                                  | 115,8                 | 107,8             |
| II       | 203,7 | 13,9                             | 3,9                | 3,3                      | 26,8                  | 56,2                                 | 94,7                                     | 4,9   | 130,9                                  | 122,6                 | 106,8             |
| III      | 195,0 | 12,8                             | 3,8                | 3,0                      | 25,7                  | 54,8                                 | 90,3                                     | 4,6   | 125,3                                  | 117,7                 | 106,5             |
| IV       | 200,2 | 13,5                             | 3,8                | 2,8                      | 24,8                  | 54,7                                 | 96,0                                     | 4,5   | 128,6                                  | 122,3                 | 105,2             |
| 1999 I   | 187,2 | 12,1                             | 3,8                | 2,6                      | 25,8                  | 50,8                                 | 86,2                                     | 5,9   | 120,3                                  | 112,2                 | 107,2             |
| II       | 201,6 | 13,1                             | 3,9                | 3,0                      | 28,0                  | 54,7                                 | 93,1                                     | 5,7   | 129,5                                  | .                     | .                 |
| 1998 Ene | 58,5  | 4,0                              | 1,2                | 1,2                      | 8,4                   | 16,2                                 | 25,8                                     | 1,6   | 112,8                                  | 104,8                 | 107,6             |
| Feb      | 63,7  | 4,3                              | 1,4                | 1,0                      | 8,6                   | 18,0                                 | 28,8                                     | 1,6   | 122,8                                  | 114,0                 | 107,8             |
| Mar      | 72,0  | 4,8                              | 1,5                | 1,2                      | 9,6                   | 20,2                                 | 32,9                                     | 1,8   | 138,8                                  | 128,5                 | 108,0             |
| Abr      | 68,0  | 4,7                              | 1,3                | 1,1                      | 9,1                   | 18,9                                 | 31,0                                     | 1,8   | 131,0                                  | 122,6                 | 106,9             |
| May      | 65,7  | 4,5                              | 1,3                | 1,1                      | 8,6                   | 18,2                                 | 30,5                                     | 1,6   | 126,7                                  | 118,5                 | 106,9             |
| Jun      | 70,1  | 4,7                              | 1,3                | 1,1                      | 9,0                   | 19,2                                 | 33,2                                     | 1,5   | 135,0                                  | 126,6                 | 106,7             |
| Jul      | 72,9  | 4,5                              | 1,3                | 1,1                      | 9,2                   | 21,0                                 | 34,0                                     | 1,6   | 140,5                                  | 131,4                 | 106,9             |
| Ago      | 56,2  | 4,0                              | 1,2                | 0,9                      | 7,7                   | 15,5                                 | 25,5                                     | 1,4   | 108,4                                  | 102,4                 | 105,9             |
| Sep      | 65,9  | 4,3                              | 1,3                | 0,9                      | 8,8                   | 18,4                                 | 30,7                                     | 1,5   | 127,1                                  | 119,2                 | 106,6             |
| Oct      | 68,9  | 4,6                              | 1,3                | 1,0                      | 8,6                   | 19,5                                 | 32,3                                     | 1,6   | 132,7                                  | 125,7                 | 105,6             |
| Nov      | 66,7  | 4,5                              | 1,3                | 0,9                      | 8,0                   | 18,0                                 | 32,3                                     | 1,6   | 128,6                                  | 122,8                 | 104,7             |
| Dic      | 64,6  | 4,4                              | 1,2                | 0,9                      | 8,2                   | 17,2                                 | 31,4                                     | 1,3   | 124,6                                  | 118,3                 | 105,3             |
| 1999 Ene | 54,4  | 3,6                              | 1,2                | 0,8                      | 7,8                   | 14,6                                 | 24,9                                     | 1,6   | 104,9                                  | 98,4                  | 106,6             |
| Feb      | 60,1  | 3,9                              | 1,2                | 0,8                      | 8,3                   | 16,5                                 | 27,3                                     | 2,1   | 115,9                                  | 108,5                 | 106,8             |
| Mar      | 72,7  | 4,6                              | 1,4                | 1,0                      | 9,7                   | 19,8                                 | 34,0                                     | 2,2   | 140,2                                  | 129,8                 | 108,0             |
| Abr      | 65,8  | 4,2                              | 1,3                | 1,0                      | 9,2                   | 17,7                                 | 30,6                                     | 1,7   | 126,9                                  | 117,7                 | 107,8             |
| May      | 63,4  | 4,4                              | 1,3                | 1,0                      | 9,0                   | 17,3                                 | 28,7                                     | 1,8   | 122,3                                  | 113,5                 | 107,8             |
| Jun      | 72,3  | 4,5                              | 1,3                | 1,1                      | 9,8                   | 19,7                                 | 33,7                                     | 2,2   | 139,4                                  | .                     | .                 |
| Jul      | 74,9  | .                                | .                  | .                        | .                     | .                                    | .                                        | .     | 144,4                                  | .                     | .                 |
| Ago      | 58,0  | .                                | .                  | .                        | .                     | .                                    | .                                        | .     | 111,8                                  | .                     | .                 |

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. Importaciones<sup>1)</sup>

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

|          | Total | Alimentos,<br>bebidas,<br>tabaco | Materias<br>primas | Productos<br>energéticos | Productos<br>químicos | Otros<br>productos<br>manufacturados | Maquinaria,<br>material de<br>transporte | Otros | Índices de importaciones<br>1995 = 100 |                       |                   |
|----------|-------|----------------------------------|--------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------------------|------------------------------------------|-------|----------------------------------------|-----------------------|-------------------|
|          |       |                                  |                    |                          |                       |                                      |                                          |       | Valor <sup>2)</sup>                    | Volumen <sup>2)</sup> | Valor<br>unitario |
|          | 1     | 2                                | 3                  | 4                        | 5                     | 6                                    | 7                                        | 8     | 9                                      | 10                    | 11                |
| 1996     | 593,9 | 46,6                             | 36,5               | 71,6                     | 54,1                  | 167,0                                | 193,6                                    | 24,6  | 105,5                                  | 102,9                 | 102,6             |
| 1997     | 674,2 | 49,7                             | 41,3               | 81,2                     | 62,0                  | 188,1                                | 228,8                                    | 23,1  | 119,8                                  | 110,3                 | 108,6             |
| 1998     | 711,9 | 50,5                             | 41,1               | 62,0                     | 67,3                  | 200,2                                | 267,3                                    | 23,4  | 126,5                                  | 123,3                 | 102,6             |
| 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 | 12,6                             | 10,8               | 17,5                     | 17,6                  | 51,2                                 | 64,9                                     | 6,2   | 128,5                                  | 119,8                 | 107,3             |
| II       | 179,6 | 12,6                             | 11,1               | 15,9                     | 17,2                  | 50,0                                 | 66,7                                     | 6,1   | 127,6                                  | 122,0                 | 104,6             |
| III      | 171,1 | 12,3                             | 9,6                | 14,7                     | 16,3                  | 50,2                                 | 62,8                                     | 5,2   | 121,6                                  | 119,6                 | 101,7             |
| IV       | 180,4 | 13,0                             | 9,5                | 13,9                     | 16,3                  | 48,8                                 | 73,0                                     | 5,8   | 128,2                                  | 132,0                 | 97,1              |
| 1999 I   | 177,0 | 11,7                             | 9,1                | 13,4                     | 16,9                  | 49,8                                 | 70,3                                     | 5,7   | 125,8                                  | 127,3                 | 98,8              |
| II       | 186,2 | 12,3                             | 10,0               | 16,3                     | 17,6                  | 50,1                                 | 74,0                                     | 6,0   | 132,3                                  | .                     | .                 |
| 1998 Ene | 58,0  | 4,1                              | 3,5                | 6,2                      | 5,6                   | 16,4                                 | 20,2                                     | 2,0   | 123,7                                  | 114,9                 | 107,6             |
| Feb      | 58,2  | 4,0                              | 3,5                | 5,7                      | 5,5                   | 16,6                                 | 20,8                                     | 2,2   | 124,2                                  | 115,2                 | 107,8             |
| Mar      | 64,6  | 4,6                              | 3,8                | 5,6                      | 6,5                   | 18,2                                 | 24,0                                     | 2,0   | 137,8                                  | 129,5                 | 106,4             |
| Abr      | 60,2  | 4,4                              | 3,7                | 5,4                      | 5,7                   | 16,6                                 | 22,4                                     | 2,0   | 128,3                                  | 121,6                 | 105,5             |
| May      | 57,2  | 4,0                              | 3,5                | 5,5                      | 5,6                   | 15,7                                 | 21,0                                     | 1,8   | 121,9                                  | 116,2                 | 104,9             |
| Jun      | 62,2  | 4,2                              | 3,9                | 4,9                      | 5,9                   | 17,7                                 | 23,2                                     | 2,4   | 132,7                                  | 128,4                 | 103,4             |
| Jul      | 59,3  | 4,3                              | 3,6                | 4,9                      | 5,9                   | 17,7                                 | 21,0                                     | 1,8   | 126,5                                  | 123,9                 | 102,1             |
| Ago      | 50,1  | 3,7                              | 2,8                | 4,7                      | 4,7                   | 14,8                                 | 17,9                                     | 1,5   | 106,9                                  | 105,7                 | 101,1             |
| Sep      | 61,7  | 4,2                              | 3,3                | 5,0                      | 5,7                   | 17,8                                 | 23,9                                     | 1,9   | 131,6                                  | 129,3                 | 101,8             |
| Oct      | 62,5  | 4,3                              | 3,3                | 5,0                      | 5,7                   | 17,2                                 | 24,8                                     | 2,1   | 133,2                                  | 134,1                 | 99,3              |
| Nov      | 59,4  | 4,2                              | 3,1                | 4,4                      | 5,3                   | 16,0                                 | 24,5                                     | 1,8   | 126,8                                  | 131,6                 | 96,3              |
| Dic      | 58,5  | 4,5                              | 3,1                | 4,5                      | 5,2                   | 15,6                                 | 23,7                                     | 1,9   | 124,6                                  | 130,4                 | 95,6              |
| 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   | 118,9                                  | 120,9                 | 98,4              |
| Mar      | 66,8  | 4,4                              | 3,3                | 4,9                      | 6,4                   | 18,4                                 | 27,4                                     | 2,0   | 142,4                                  | 142,8                 | 99,7              |
| Abr      | 60,6  | 4,0                              | 3,3                | 5,4                      | 5,8                   | 15,9                                 | 24,2                                     | 2,0   | 129,1                                  | 126,2                 | 102,3             |
| May      | 61,4  | 4,0                              | 3,3                | 5,6                      | 5,7                   | 16,3                                 | 24,5                                     | 1,9   | 131,0                                  | 125,9                 | 104,0             |
| Jun      | 64,2  | 4,2                              | 3,4                | 5,3                      | 6,1                   | 17,9                                 | 25,2                                     | 2,1   | 136,9                                  | .                     | .                 |
| Jul      | 62,9  | .                                | .                  | .                        | .                     | .                                    | .                                        | .     | 134,1                                  | .                     | .                 |
| Ago      | 54,2  | .                                | .                  | .                        | .                     | .                                    | .                                        | .     | 115,6                                  | .                     | .                 |

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 comercial<sup>1)</sup>

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

|          | Total | Alimentos,<br>bebidas, tabaco | Materias primas | Productos<br>energéticos | Productos<br>químicos | Otros productos<br>manufacturados | Maquinaria,<br>material de<br>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     | 81,3  | 2,9                           | -25,5           | -49,4                    | 36,5                  | 20,1                              | 101,1                                    | -4,4  |
| 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   | 13,4  | 0,5                           | -6,7            | -14,1                    | 9,0                   | 3,3                               | 22,5                                     | -1,1  |
| II       | 24,2  | 1,4                           | -7,2            | -12,6                    | 9,6                   | 6,2                               | 28,0                                     | -1,3  |
| III      | 23,9  | 0,6                           | -5,8            | -11,7                    | 9,4                   | 4,6                               | 27,5                                     | -0,7  |
| IV       | 19,8  | 0,4                           | -5,7            | -11,0                    | 8,5                   | 5,9                               | 23,0                                     | -1,3  |
| 1999 I   | 10,2  | 0,4                           | -5,3            | -10,8                    | 8,9                   | 1,0                               | 15,9                                     | 0,2   |
| II       | 15,4  | 0,8                           | -6,0            | -13,3                    | 10,4                  | 4,6                               | 19,1                                     | -0,2  |
| 1998 Ene | 0,5   | -0,1                          | -2,3            | -5,0                     | 2,8                   | -0,2                              | 5,6                                      | -0,4  |
| Feb      | 5,5   | 0,4                           | -2,2            | -4,7                     | 3,1                   | 1,5                               | 8,0                                      | -0,5  |
| Mar      | 7,4   | 0,2                           | -2,3            | -4,4                     | 3,1                   | 2,0                               | 8,9                                      | -0,2  |
| Abr      | 7,8   | 0,3                           | -2,4            | -4,3                     | 3,4                   | 2,3                               | 8,6                                      | -0,2  |
| May      | 8,6   | 0,5                           | -2,3            | -4,4                     | 3,1                   | 2,4                               | 9,5                                      | -0,2  |
| Jun      | 7,8   | 0,5                           | -2,6            | -3,8                     | 3,1                   | 1,5                               | 9,9                                      | -0,9  |
| Jul      | 13,6  | 0,2                           | -2,2            | -3,9                     | 3,3                   | 3,3                               | 13,0                                     | -0,2  |
| Ago      | 6,1   | 0,3                           | -1,6            | -3,8                     | 3,0                   | 0,7                               | 7,6                                      | -0,1  |
| Sep      | 4,2   | 0,1                           | -2,0            | -4,1                     | 3,0                   | 0,6                               | 6,9                                      | -0,3  |
| Oct      | 6,4   | 0,3                           | -2,0            | -4,0                     | 2,9                   | 2,3                               | 7,5                                      | -0,5  |
| Nov      | 7,3   | 0,3                           | -1,9            | -3,5                     | 2,7                   | 2,0                               | 7,8                                      | -0,2  |
| Dic      | 6,2   | -0,1                          | -1,9            | -3,6                     | 2,9                   | 1,7                               | 7,7                                      | -0,6  |
| 1999 Ene | -0,1  | 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                               | 5,5                                      | 0,2   |
| Mar      | 5,9   | 0,1                           | -1,9            | -3,9                     | 3,4                   | 1,3                               | 6,6                                      | 0,2   |
| Abr      | 5,3   | 0,3                           | -1,9            | -4,5                     | 3,4                   | 1,8                               | 6,4                                      | -0,3  |
| May      | 2,0   | 0,3                           | -2,0            | -4,6                     | 3,3                   | 1,0                               | 4,2                                      | -0,1  |
| Jun      | 8,1   | 0,2                           | -2,1            | -4,2                     | 3,7                   | 1,8                               | 8,5                                      | 0,2   |
| Jul      | 12,0  | .                             | .               | .                        | .                     | .                                 | .                                        | .     |
| Ago      | 3,8   | .                             | .               | .                        | .                     | .                                 | .                                        | .     |

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

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadro 8.1). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y fletes están incluidos en el registro de las importaciones, lo que supone alrededor del 3,8% del valor de las importaciones (c.i.f.) en 1998.

# 10 Tipos de cambio

**Cuadro 10**

## Tipos de cambio

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

|                                         |     | Tipo de cambio efectivo del euro <sup>1)</sup> |       | Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>2)</sup> |                |                 |                    |                 |               |
|-----------------------------------------|-----|------------------------------------------------|-------|----------------------------------------------------------|----------------|-----------------|--------------------|-----------------|---------------|
|                                         |     | Nominal                                        | Real  | Dólar<br>estadounidense                                  | Yen<br>japonés | Franco<br>suizo | Libra<br>esterlina | Corona<br>sueca | Corona danesa |
|                                         |     | 1                                              | 2     | 3                                                        | 4              | 5               | 6                  | 7               | 8             |
| 1995                                    |     | 107,8                                          | 108,7 | 1,308                                                    | 123,0          | 1,546           | 0,829              | 9,33            | 7,33          |
| 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          |
| 1998                                    | III | 102,5                                          | 102,5 | 1,118                                                    | 156,3          | 1,642           | 0,676              | 8,95            | 7,50          |
| 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          |
| 1999                                    | II  | 96,1                                           | 96,0  | 1,057                                                    | 127,7          | 1,600           | 0,658              | 8,90            | 7,43          |
| 1999                                    | III | 94,6                                           | 94,7  | 1,049                                                    | 118,7          | 1,602           | 0,655              | 8,71            | 7,44          |
| 1998                                    | Oct | 105,6                                          | 105,2 | 1,194                                                    | 144,2          | 1,596           | 0,705              | 9,37            | 7,44          |
| 1998                                    | Nov | 103,6                                          | 103,2 | 1,164                                                    | 140,1          | 1,612           | 0,701              | 9,31            | 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          |
| 1999                                    | Feb | 99,9                                           | 99,9  | 1,121                                                    | 130,8          | 1,598           | 0,689              | 8,91            | 7,44          |
| 1999                                    | Mar | 98,3                                           | 98,3  | 1,088                                                    | 130,2          | 1,595           | 0,671              | 8,94            | 7,43          |
| 1999                                    | Abr | 97,1                                           | 96,9  | 1,070                                                    | 128,2          | 1,602           | 0,665              | 8,91            | 7,43          |
| 1999                                    | May | 96,6                                           | 96,5  | 1,063                                                    | 129,7          | 1,603           | 0,658              | 8,97            | 7,43          |
| 1999                                    | Jun | 94,7                                           | 94,7  | 1,038                                                    | 125,3          | 1,595           | 0,650              | 8,83            | 7,43          |
| 1999                                    | Jul | 94,8                                           | 95,1  | 1,035                                                    | 123,7          | 1,604           | 0,658              | 8,74            | 7,44          |
| 1999                                    | Ago | 95,4                                           | 95,5  | 1,060                                                    | 120,1          | 1,600           | 0,660              | 8,75            | 7,44          |
| 1999                                    | Sep | 93,6                                           | 93,4  | 1,050                                                    | 112,4          | 1,602           | 0,647              | 8,63            | 7,43          |
| 1999                                    | Oct | 94,4                                           | 94,1  | 1,071                                                    | 113,5          | 1,594           | 0,646              | 8,73            | 7,43          |
| % var. sobre mes anterior <sup>3)</sup> |     | 0,9                                            | 0,8   | 2,0                                                      | 1,0            | -0,5            | -0,1               | 1,1             | 0,0           |
| sobre año anterior                      |     | -10,6                                          | -10,5 |                                                          |                |                 |                    |                 |               |

|                                         |     | Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>2)</sup> |                   |                     |                      |                                     |                                    |
|-----------------------------------------|-----|----------------------------------------------------------|-------------------|---------------------|----------------------|-------------------------------------|------------------------------------|
|                                         |     | Dracma<br>griega                                         | Corona<br>noruega | Dólar<br>canadiense | Dólar<br>australiano | Dólar de<br>Hong Kong <sup>4)</sup> | Dólar de<br>Singapur <sup>4)</sup> |
|                                         |     | 9                                                        | 10                | 11                  | 12                   | 13                                  | 14                                 |
| 1995                                    |     | 303,0                                                    | 8,29              | 1,795               | 1,765                | 10,01                               | 999,7                              |
| 1996                                    |     | 305,5                                                    | 8,20              | 1,731               | 1,623                | 9,68                                | 1.007,9                            |
| 1997                                    |     | 309,3                                                    | 8,02              | 1,569               | 1,528                | 8,75                                | 1.069,8                            |
| 1998                                    |     | 330,7                                                    | 8,47              | 1,665               | 1,787                | 8,69                                | 1.568,9                            |
| 1998                                    | III | 332,7                                                    | 8,54              | 1,690               | 1,867                | 8,67                                | 1.486,8                            |
| 1998                                    | IV  | 331,5                                                    | 8,82              | 1,814               | 1,887                | 9,16                                | 1.516,6                            |
| 1999                                    | I   | 322,7                                                    | 8,60              | 1,696               | 1,770                | 8,69                                | 1.342,6                            |
| 1999                                    | II  | 325,0                                                    | 8,24              | 1,557               | 1,618                | 8,19                                | 1.258,8                            |
| 1999                                    | III | 326,1                                                    | 8,22              | 1,558               | 1,613                | 8,14                                | 1.252,8                            |
| 1998                                    | Oct | 336,5                                                    | 8,88              | 1,842               | 1,932                | 9,31                                | 1.615,7                            |
| 1998                                    | Nov | 329,1                                                    | 8,68              | 1,793               | 1,834                | 9,05                                | 1.511,9                            |
| 1998                                    | Dic | 328,8                                                    | 8,91              | 1,807               | 1,893                | 9,11                                | 1.426,3                            |
| 1999                                    | Ene | 323,6                                                    | 8,65              | 1,765               | 1,839                | 8,99                                | 1.362,4                            |
| 1999                                    | Feb | 322,0                                                    | 8,65              | 1,679               | 1,751                | 8,68                                | 1.330,2                            |
| 1999                                    | Mar | 322,5                                                    | 8,51              | 1,651               | 1,726                | 8,43                                | 1.336,2                            |
| 1999                                    | Abr | 325,5                                                    | 8,32              | 1,594               | 1,668                | 8,30                                | 1.292,2                            |
| 1999                                    | May | 325,2                                                    | 8,23              | 1,553               | 1,605                | 8,24                                | 1.272,1                            |
| 1999                                    | Jun | 324,2                                                    | 8,17              | 1,524               | 1,580                | 8,05                                | 1.212,6                            |
| 1999                                    | Jul | 325,0                                                    | 8,18              | 1,540               | 1,576                | 8,03                                | 1.229,4                            |
| 1999                                    | Ago | 326,4                                                    | 8,26              | 1,583               | 1,645                | 8,23                                | 1.269,1                            |
| 1999                                    | Sep | 327,0                                                    | 8,23              | 1,552               | 1,619                | 8,15                                | 1.260,1                            |
| 1999                                    | Oct | 329,2                                                    | 8,29              | 1,581               | 1,641                | 8,32                                | 1.289,9                            |
| % var. sobre mes anterior <sup>3)</sup> |     | 0,7                                                      | 0,7               | 1,9                 | 1,4                  | 2,0                                 | 2,4                                |
|                                         |     |                                                          |                   |                     |                      |                                     | 0,7                                |

Fuente: BCE.

1) Cálculos del BCE; basados en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro. Las ponderaciones se obtienen a partir de los datos del comercio exterior de bienes manufacturados en el periodo 1995-1997, con los socios comerciales 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 (-) /<br>superávit<br>(+) de<br>AAPP en<br>% del PIB | Deuda<br>bruta de<br>AAPP en<br>% del PIB | Rdto. <sup>1)</sup> de<br>la deuda<br>pública a<br>largo plazo<br>en % | Tipo de<br>cambio <sup>2)</sup> en<br>moneda<br>nacional<br>por ECU<br>o euro | Cuentas<br>corriente y<br>de capital<br>(nueva) <sup>3)</sup> ,<br>% del PIB | Costes<br>laborales<br>unitarios <sup>4)</sup> | PIB a<br>precios<br>constantes | Índice de<br>producción<br>industrial <sup>5)</sup> | Tasa de<br>desempleo<br>normaliza-<br>da en %<br>sobre la<br>población<br>activa (d) | Agregado<br>monetario<br>amplio <sup>6)</sup> | Tipo de<br>interés <sup>1)</sup> a<br>3 meses<br>en % |
|--------------------|------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
|                    | 1    | 2                                                            | 3                                         | 4                                                                      | 5                                                                             | 6                                                                            | 7                                              | 8                              | 9                                                   | 10                                                                                   | 11                                            | 12                                                    |
| <b>Dinamarca</b>   |      |                                                              |                                           |                                                                        |                                                                               |                                                                              |                                                |                                |                                                     |                                                                                      |                                               |                                                       |
| 1995               | -    | -2,4                                                         | 72,1                                      | 8,27                                                                   | 7,33                                                                          | .                                                                            | 0,5                                            | 3,7                            | 4,4                                                 | 7,2                                                                                  | -2,0                                          | 6,20                                                  |
| 1996               | 2,1  | -0,9                                                         | 67,4                                      | 7,19                                                                   | 7,36                                                                          | .                                                                            | 1,4                                            | 2,8                            | 2,0                                                 | 6,8                                                                                  | 7,2                                           | 3,98                                                  |
| 1997               | 1,9  | 0,4                                                          | 63,6                                      | 6,26                                                                   | 7,48                                                                          | 0,6                                                                          | 2,8                                            | 3,1                            | 5,6                                                 | 5,6                                                                                  | 4,7                                           | 3,73                                                  |
| 1998               | 1,3  | 0,8                                                          | 58,1                                      | 4,94                                                                   | 7,50                                                                          | -1,2                                                                         | 2,4                                            | 2,7                            | 2,5                                                 | 5,1                                                                                  | 4,6                                           | 4,28                                                  |
| 1998               | III  | 1,2                                                          | -                                         | 4,82                                                                   | 7,50                                                                          | 1,9                                                                          | 2,1                                            | 3,6                            | 3,7                                                 | 5,0                                                                                  | 6,6                                           | 4,47                                                  |
| 1998               | IV   | 1,1                                                          | -                                         | 4,51                                                                   | 7,44                                                                          | -3,8                                                                         | 3,5                                            | 2,5                            | 0,3                                                 | 4,7                                                                                  | 3,7                                           | 4,51                                                  |
| 1999               | I    | 1,4                                                          | -                                         | 4,22                                                                   | 7,44                                                                          | 1,8                                                                          | 5,9                                            | 0,8                            | -0,9                                                | 4,8                                                                                  | 4,5                                           | 3,64                                                  |
| 1999               | II   | 1,8                                                          | -                                         | 4,50                                                                   | 7,43                                                                          | 1,5                                                                          | 4,6                                            | 1,5                            | 5,3                                                 | 4,5                                                                                  | 4,9                                           | 3,12                                                  |
| 1999               | III  | 2,3                                                          | -                                         | 5,35                                                                   | 7,44                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | .                                                   | .                                                                                    | 3,4                                           | 3,19                                                  |
| 1999               | Abr  | 1,7                                                          | -                                         | 4,22                                                                   | 7,43                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | 7,8                                                 | 4,6                                                                                  | 3,9                                           | 3,12                                                  |
| 1999               | May  | 1,6                                                          | -                                         | 4,46                                                                   | 7,43                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | 11,8                                                | 4,5                                                                                  | 5,2                                           | 3,11                                                  |
| 1999               | Jun  | 1,9                                                          | -                                         | 4,81                                                                   | 7,43                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | -2,7                                                | 4,4                                                                                  | 5,5                                           | 3,13                                                  |
| 1999               | Jul  | 2,0                                                          | -                                         | 5,11                                                                   | 7,44                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | -2,6                                                | 4,4                                                                                  | 3,1                                           | 3,17                                                  |
| 1999               | Ago  | 2,4                                                          | -                                         | 5,38                                                                   | 7,44                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | -3,5                                                | .                                                                                    | 4,9                                           | 3,21                                                  |
| 1999               | Sep  | 2,4                                                          | -                                         | 5,55                                                                   | 7,43                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | .                                                   | .                                                                                    | 2,2                                           | 3,18                                                  |
| 1999               | Oct  | .                                                            | -                                         | 5,76                                                                   | 7,43                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 3,69                                                  |
| <b>Grecia</b>      |      |                                                              |                                           |                                                                        |                                                                               |                                                                              |                                                |                                |                                                     |                                                                                      |                                               |                                                       |
| 1995               | -    | -10,3                                                        | 110,1                                     | -                                                                      | 303,0                                                                         | -2,8                                                                         | 11,6                                           | .                              | 2,1                                                 | 7,1                                                                                  | 6,4                                           | 16,09                                                 |
| 1996               | 7,9  | -7,5                                                         | 112,2                                     | -                                                                      | 305,5                                                                         | -3,7                                                                         | 10,6                                           | 2,4                            | 0,6                                                 | 7,5                                                                                  | 9,8                                           | 13,54                                                 |
| 1997               | 5,4  | -3,9                                                         | 109,4                                     | 9,92                                                                   | 309,3                                                                         | -4,0                                                                         | 7,2                                            | 3,4                            | 1,0                                                 | 7,9                                                                                  | 14,5                                          | 12,48                                                 |
| 1998               | 4,5  | -2,4                                                         | 106,5                                     | 8,48                                                                   | 330,7                                                                         | -3,1                                                                         | .                                              | 3,7                            | 3,4                                                 | 10,0                                                                                 | 4,0                                           | 13,53                                                 |
| 1998               | III  | 4,8                                                          | -                                         | 7,83                                                                   | 332,7                                                                         | .                                                                            | .                                              | .                              | 3,7                                                 | 11,7                                                                                 | 2,3                                           | 13,18                                                 |
| 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                                                 |
| 1999               | II   | 2,2                                                          | -                                         | 5,87                                                                   | 325,0                                                                         | .                                                                            | .                                              | .                              | 0,5                                                 | .                                                                                    | .                                             | 9,80                                                  |
| 1999               | III  | 1,7                                                          | -                                         | 6,56                                                                   | 326,1                                                                         | .                                                                            | .                                              | .                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 9,86                                                  |
| 1999               | Abr  | 2,6                                                          | -                                         | 5,85                                                                   | 325,5                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | 0,0                                                 | .                                                                                    | .                                             | 9,85                                                  |
| 1999               | May  | 2,2                                                          | -                                         | 5,75                                                                   | 325,2                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | 1,6                                                 | .                                                                                    | .                                             | 9,72                                                  |
| 1999               | Jun  | 1,8                                                          | -                                         | 6,02                                                                   | 324,2                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | 0,0                                                 | .                                                                                    | .                                             | 9,84                                                  |
| 1999               | Jul  | 1,8                                                          | -                                         | 6,37                                                                   | 325,0                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | 0,3                                                 | .                                                                                    | .                                             | 9,83                                                  |
| 1999               | Ago  | 1,6                                                          | -                                         | 6,66                                                                   | 326,4                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 9,90                                                  |
| 1999               | Sep  | 1,5                                                          | -                                         | 6,64                                                                   | 327,0                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 9,85                                                  |
| 1999               | Oct  | .                                                            | -                                         | 7,03                                                                   | 329,2                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 10,11                                                 |
| <b>Suecia</b>      |      |                                                              |                                           |                                                                        |                                                                               |                                                                              |                                                |                                |                                                     |                                                                                      |                                               |                                                       |
| 1995               | -    | -6,9                                                         | 77,6                                      | 10,24                                                                  | 9,33                                                                          | .                                                                            | 0,7                                            | 3,7                            | 10,6                                                | 8,8                                                                                  | -1,3                                          | 8,83                                                  |
| 1996               | 0,8  | -3,5                                                         | 76,7                                      | 8,02                                                                   | 8,51                                                                          | .                                                                            | 4,7                                            | 1,3                            | 1,8                                                 | 9,6                                                                                  | 10,0                                          | 6,03                                                  |
| 1997               | 1,8  | -0,7                                                         | 76,7                                      | 6,62                                                                   | 8,65                                                                          | .                                                                            | 0,7                                            | 1,8                            | 7,2                                                 | 9,9                                                                                  | 4,2                                           | 4,43                                                  |
| 1998               | 1,0  | 2,0                                                          | 75,1                                      | 4,99                                                                   | 8,92                                                                          | 2,8                                                                          | 2,0                                            | 2,6                            | 4,2                                                 | 8,3                                                                                  | 3,5                                           | 4,36                                                  |
| 1998               | III  | 0,6                                                          | -                                         | 4,82                                                                   | 8,95                                                                          | 3,1                                                                          | 2,6                                            | 2,5                            | 5,2                                                 | 8,1                                                                                  | 4,7                                           | 4,29                                                  |
| 1998               | IV   | 0,1                                                          | -                                         | 4,50                                                                   | 9,38                                                                          | 3,1                                                                          | 2,2                                            | 3,2                            | 1,3                                                 | 7,6                                                                                  | 4,5                                           | 3,94                                                  |
| 1999               | I    | 0,2                                                          | -                                         | 4,21                                                                   | 8,98                                                                          | 1,9                                                                          | 0,2                                            | 3,7                            | 1,2                                                 | 7,5                                                                                  | 5,4                                           | 3,31                                                  |
| 1999               | II   | 0,3                                                          | -                                         | 4,54                                                                   | 8,90                                                                          | 0,7                                                                          | -0,1                                           | 3,6                            | .                                                   | 7,0                                                                                  | 6,4                                           | 3,07                                                  |
| 1999               | III  | 0,7                                                          | -                                         | 5,48                                                                   | 8,71                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | .                                                   | .                                                                                    | 6,1                                           | 3,23                                                  |
| 1999               | Abr  | 0,3                                                          | -                                         | 4,24                                                                   | 8,91                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | 0,3                                                 | 7,3                                                                                  | 6,7                                           | 2,99                                                  |
| 1999               | May  | 0,3                                                          | -                                         | 4,50                                                                   | 8,97                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | 4,0                                                 | 6,8                                                                                  | 6,6                                           | 3,10                                                  |
| 1999               | Jun  | 0,4                                                          | -                                         | 4,87                                                                   | 8,83                                                                          | .                                                                            | .                                              | .                              | .                                                   | 7,0                                                                                  | 5,9                                           | 3,12                                                  |
| 1999               | Jul  | 0,2                                                          | -                                         | 5,26                                                                   | 8,74                                                                          | -                                                                            | -                                              | -                              | .                                                   | 6,8                                                                                  | 4,5                                           | 3,23                                                  |
| 1999               | Ago  | 0,8                                                          | -                                         | 5,49                                                                   | 8,75                                                                          | -                                                                            | -                                              | -                              | .                                                   | 7,0                                                                                  | 6,5                                           | 3,25                                                  |
| 1999               | Sep  | 1,1                                                          | -                                         | 5,69                                                                   | 8,63                                                                          | -                                                                            | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | 7,3                                           | 3,22                                                  |
| 1999               | Oct  | .                                                            | -                                         | .                                                                      | 8,73                                                                          | -                                                                            | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 3,74                                                  |
| <b>Reino Unido</b> |      |                                                              |                                           |                                                                        |                                                                               |                                                                              |                                                |                                |                                                     |                                                                                      |                                               |                                                       |
| 1995               | -    | -5,7                                                         | 53,0                                      | 8,32                                                                   | 0,829                                                                         | -0,4                                                                         | 1,5                                            | 2,8                            | 1,5                                                 | 8,7                                                                                  | 7,2                                           | 6,75                                                  |
| 1996               | 2,5  | -4,4                                                         | 53,6                                      | 7,94                                                                   | 0,814                                                                         | 0,0                                                                          | 1,7                                            | 2,6                            | 0,4                                                 | 8,2                                                                                  | 9,9                                           | 6,11                                                  |
| 1997               | 1,8  | -1,9                                                         | 52,1                                      | 7,13                                                                   | 0,692                                                                         | 0,9                                                                          | 2,9                                            | 3,5                            | 1,3                                                 | 7,0                                                                                  | 11,2                                          | 6,92                                                  |
| 1998               | 1,5  | 0,6                                                          | 49,4                                      | 5,60                                                                   | 0,676                                                                         | 0,1                                                                          | 3,5                                            | 2,2                            | 0,4                                                 | 6,3                                                                                  | 9,6                                           | 7,43                                                  |
| 1998               | III  | 1,4                                                          | -                                         | 5,57                                                                   | 0,676                                                                         | 0,4                                                                          | 3,5                                            | 2,0                            | 0,6                                                 | 6,3                                                                                  | 9,5                                           | 7,67                                                  |
| 1998               | IV   | 1,4                                                          | -                                         | 4,82                                                                   | 0,702                                                                         | 0,2                                                                          | 4,1                                            | 1,6                            | -0,5                                                | 6,3                                                                                  | 8,6                                           | 6,89                                                  |
| 1999               | I    | 1,6                                                          | -                                         | 4,39                                                                   | 0,687                                                                         | -2,1                                                                         | 4,4                                            | 1,3                            | -1,3                                                | 6,3                                                                                  | 7,3                                           | 5,60                                                  |
| 1999               | II   | 1,4                                                          | -                                         | 4,82                                                                   | 0,658                                                                         | -1,4                                                                         | 4,5                                            | 1,4                            | -1,3                                                | 6,1                                                                                  | 6,7                                           | 5,30                                                  |
| 1999               | III  | 1,2                                                          | -                                         | 5,39                                                                   | 0,655                                                                         | .                                                                            | .                                              | .                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 5,28                                                  |
| 1999               | Abr  | 1,5                                                          | -                                         | 4,54                                                                   | 0,665                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | -1,4                                                | 6,2                                                                                  | 7,5                                           | 5,32                                                  |
| 1999               | May  | 1,3                                                          | -                                         | 4,83                                                                   | 0,658                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | -0,9                                                | 6,1                                                                                  | 7,1                                           | 5,35                                                  |
| 1999               | Jun  | 1,4                                                          | -                                         | 5,09                                                                   | 0,650                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | -1,7                                                | 6,0                                                                                  | 5,4                                           | 5,22                                                  |
| 1999               | Jul  | 1,3                                                          | -                                         | 5,27                                                                   | 0,658                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | -1,4                                                | .                                                                                    | 3,4                                           | 5,17                                                  |
| 1999               | Ago  | 1,3                                                          | -                                         | 5,31                                                                   | 0,660                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | -0,4                                                | .                                                                                    | 4,3                                           | 5,25                                                  |
| 1999               | Sep  | 1,2                                                          | -                                         | 5,60                                                                   | 0,647                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 5,41                                                  |
| 1999               | Oct  | .                                                            | -                                         | .                                                                      | 0,646                                                                         | -                                                                            | -                                              | -                              | .                                                   | .                                                                                    | .                                             | 6,02                                                  |

Fuentes: Eurostat (columnas 1, 8 y 10 —excepto Grecia—); Comisión Europea (DG de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat) (columnas 2 y 3); Reuters (columna 12); datos nacionales [columnas 4, 5, 6, 7 (excepto Suecia), 9, 10 (Grecia) y 11]; cálculos del BCE [columna 7 (Suecia)].

1) Medias de los periodos.

2) Para más información, véase cuadro 10.

3) MBP4; MBP5 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.

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

**Cuadro 12.1**

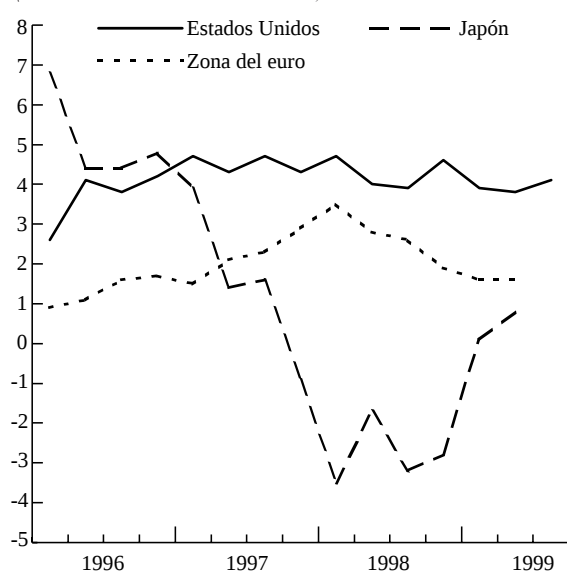
## Evolución económica y financiera

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

|                       | Índice de precios de consumo | Costes laborales unitarios <sup>1)</sup> | PIB a precios constantes | Índice de producción industrial <sup>1)</sup> | Tasa de desempleo normalizada en % sobre la población activa(d) | M2 <sup>2)</sup> | Tipos <sup>3)</sup> de depósitos interbancarios a 3 meses en % | Rendimiento <sup>3)</sup> de la deuda pública a 10 años en % | Tipo de cambio <sup>4)</sup> en moneda nacional por ECU o euro | Déficit (-) / superávit (+) fiscal en % del PIB | Deuda pública bruta <sup>5)</sup> en % del PIB |
|-----------------------|------------------------------|------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|------------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------------------|
|                       | 1                            | 2                                        | 3                        | 4                                             | 5                                                               | 6                | 7                                                              | 8                                                            | 9                                                              | 10                                              | 11                                             |
| <b>Estados Unidos</b> |                              |                                          |                          |                                               |                                                                 |                  |                                                                |                                                              |                                                                |                                                 |                                                |
| 1995                  | 2,8                          | -1,6                                     | 2,7                      | 5,4                                           | 5,6                                                             | 2,1              | 5,44                                                           | 6,69                                                         | 1,308                                                          | -2,2                                            | 60,8                                           |
| 1996                  | 2,9                          | -2,3                                     | 3,7                      | 4,8                                           | 5,4                                                             | 4,8              | 5,43                                                           | 6,54                                                         | 1,270                                                          | -1,2                                            | 59,9                                           |
| 1997                  | 2,3                          | 0,0                                      | 4,5                      | 6,7                                           | 4,9                                                             | 5,0              | 5,62                                                           | 6,45                                                         | 1,134                                                          | 0,1                                             | 57,8                                           |
| 1998                  | 1,6                          | 0,7                                      | 4,3                      | 4,2                                           | 4,5                                                             | 7,4              | 5,00                                                           | 5,33                                                         | 1,121                                                          | 1,4                                             | 55,1                                           |
| 1998 III              | 1,6                          | 1,4                                      | 3,9                      | 3,2                                           | 4,5                                                             | 7,3              | 5,20                                                           | 5,27                                                         | 1,118                                                          | -                                               | 55,3                                           |
| 1998 IV               | 1,5                          | -0,8                                     | 4,6                      | 2,5                                           | 4,4                                                             | 8,4              | 5,00                                                           | 4,72                                                         | 1,177                                                          | -                                               | 55,1                                           |
| 1999 I                | 1,7                          | -1,6                                     | 3,9                      | 2,2                                           | 4,3                                                             | 8,4              | 4,99                                                           | 5,00                                                         | 1,122                                                          | -                                               | 54,8                                           |
| 1999 II               | 2,1                          | -1,4                                     | 3,8                      | 2,7                                           | 4,3                                                             | 7,9              | 5,04                                                           | 5,54                                                         | 1,057                                                          | -                                               | .                                              |
| 1999 III              | 2,3                          | .                                        | 4,1                      | 3,4                                           | 4,2                                                             | 7,3              | 5,44                                                           | 5,88                                                         | 1,049                                                          | -                                               | .                                              |
| 1999 Abr              | 2,3                          | -                                        | -                        | 2,3                                           | 4,3                                                             | 8,1              | 4,97                                                           | 5,18                                                         | 1,070                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 May              | 2,1                          | -                                        | -                        | 2,2                                           | 4,2                                                             | 7,9              | 4,98                                                           | 5,54                                                         | 1,063                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Jun              | 2,0                          | -                                        | -                        | 3,5                                           | 4,3                                                             | 7,6              | 5,17                                                           | 5,90                                                         | 1,038                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Jul              | 2,1                          | -                                        | -                        | 4,1                                           | 4,3                                                             | 7,7              | 5,30                                                           | 5,80                                                         | 1,035                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Ago              | 2,3                          | -                                        | -                        | 2,9                                           | 4,2                                                             | 7,5              | 5,46                                                           | 5,94                                                         | 1,060                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Sep              | 2,6                          | -                                        | -                        | 3,2                                           | 4,2                                                             | 6,9              | 5,56                                                           | 5,91                                                         | 1,050                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Oct              | .                            | -                                        | -                        | .                                             | .                                                               | .                | 6,20                                                           | 6,10                                                         | 1,071                                                          | -                                               | -                                              |
| <b>Japón</b>          |                              |                                          |                          |                                               |                                                                 |                  |                                                                |                                                              |                                                                |                                                 |                                                |
| 1995                  | -0,1                         | -2,2                                     | 1,5                      | 3,4                                           | 3,2                                                             | 3,0              | 0,50                                                           | 3,32                                                         | 123,0                                                          | -3,6                                            | .                                              |
| 1996                  | 0,1                          | -1,9                                     | 5,1                      | 2,3                                           | 3,4                                                             | 3,3              | 0,31                                                           | 3,03                                                         | 138,1                                                          | -4,3                                            | .                                              |
| 1997                  | 1,7                          | -2,2                                     | 1,4                      | 3,6                                           | 3,4                                                             | 3,1              | 0,36                                                           | 2,15                                                         | 137,1                                                          | -3,3                                            | .                                              |
| 1998                  | 0,6                          | 6,3                                      | -2,8                     | -7,1                                          | 4,1                                                             | 4,4              | 0,18                                                           | 1,30                                                         | 146,4                                                          | -5,9                                            | .                                              |
| 1998 III              | -0,2                         | 7,6                                      | -3,2                     | -8,5                                          | 4,3                                                             | 4,2              | 0,12                                                           | 1,14                                                         | 156,3                                                          | -                                               | -                                              |
| 1998 IV               | 0,5                          | 5,1                                      | -2,8                     | -6,8                                          | 4,4                                                             | 4,5              | 0,18                                                           | 1,03                                                         | 140,6                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 I                | -0,1                         | 3,6                                      | 0,1                      | -4,2                                          | 4,6                                                             | 4,1              | 0,31                                                           | 1,96                                                         | 130,7                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 II               | -0,3                         | -1,3                                     | 0,8                      | -1,0                                          | 4,8                                                             | 4,1              | 0,13                                                           | 1,50                                                         | 127,7                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 III              | 0,0                          | .                                        | .                        | 2,5                                           | 4,7                                                             | 3,6              | 0,13                                                           | 1,78                                                         | 118,7                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Abr              | -0,1                         | 0,4                                      | -                        | -2,4                                          | 4,8                                                             | 4,0              | 0,18                                                           | 1,55                                                         | 128,2                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 May              | -0,4                         | -2,1                                     | -                        | -0,5                                          | 4,6                                                             | 4,1              | 0,12                                                           | 1,36                                                         | 129,7                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Jun              | -0,3                         | -2,1                                     | -                        | 0,0                                           | 4,9                                                             | 4,3              | 0,10                                                           | 1,60                                                         | 125,3                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Jul              | -0,1                         | -2,6                                     | -                        | 0,2                                           | 4,9                                                             | 3,9              | 0,12                                                           | 1,69                                                         | 123,7                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Ago              | 0,3                          | .                                        | -                        | 5,2                                           | 4,7                                                             | 3,5              | 0,13                                                           | 1,89                                                         | 120,1                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Sep              | -0,2                         | .                                        | -                        | 2,5                                           | 4,6                                                             | 3,3              | 0,14                                                           | 1,75                                                         | 112,4                                                          | -                                               | -                                              |
| 1999 Oct              | .                            | .                                        | -                        | .                                             | .                                                               | .                | 0,24                                                           | 1,79                                                         | 113,5                                                          | -                                               | -                                              |

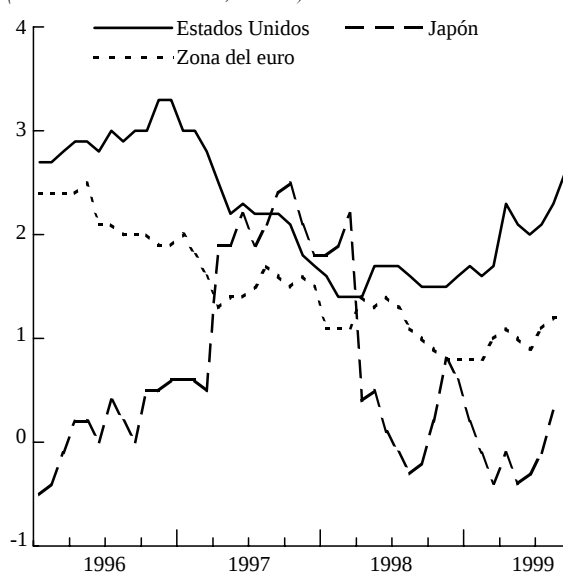
### Producto interior bruto a precios constantes

(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 11]; OCDE (columna 2 para Japón); Eurostat (datos de la zona del euro en el gráfico); Reuters [columnas 7 y 8 (desde enero de 1999)]; Comisión Europea (DG de Asuntos Económicos y Financieros) (columna 10).

1) Manufacturas.

2) Media de los valores del periodo; M2 + CD para Japón.

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

4) Para más información, véase cuadro 10.

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

## Cuadro 12.2

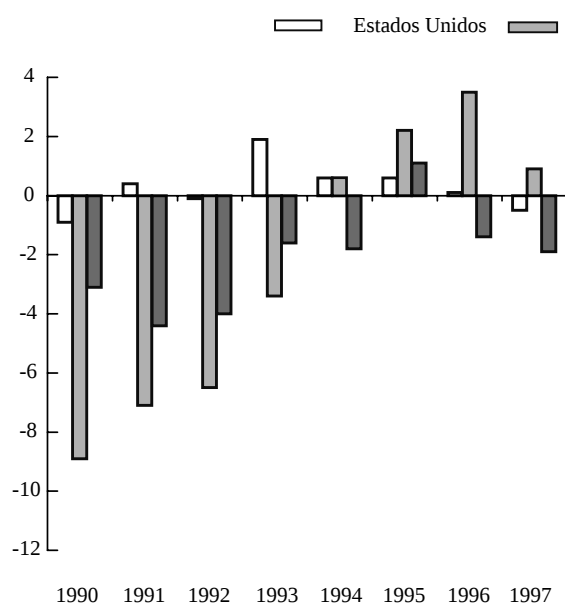
### Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

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

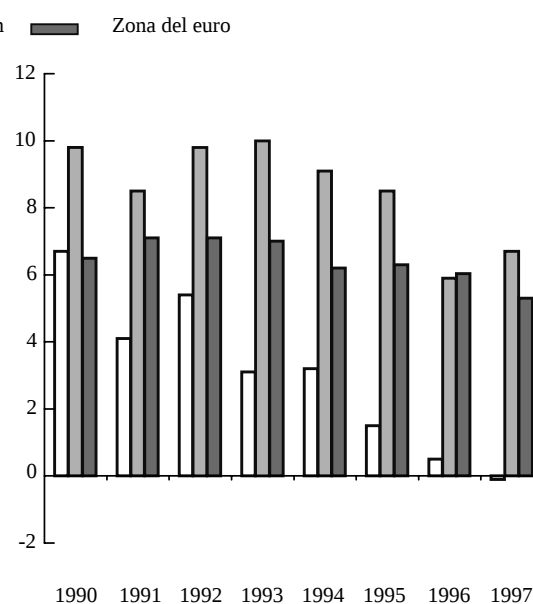
### Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(en porcentaje del PIB)



### Capacidad de financiación de los hogares<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)



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

# Notas técnicas

## Relativas al cuadro 2.4

### Desestacionalización de los agregados monetarios de la zona del euro

Se utilizan la versión multiplicativa de X-12-ARIMA (versión 0.2.2<sup>1</sup>) y TRAMO/SEATS<sup>2</sup> (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.<sup>1</sup>

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 3 de noviembre de 1999.

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*» (IME, abril 1998)<sup>2</sup> se detallan las definiciones de sectores. El Manual «*Money and Banking Statistics Compilation Guide*» (IME, abril 1998)<sup>2</sup> 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 con-

<sup>1</sup> 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).

<sup>2</sup> N. del T. Este Manual está en proceso de traducción al castellano.

forme al Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector instituciones financieras monetarias (BCE/1998/16).

El BCE elabora las estadísticas de tipos de interés del mercado monetario, rendimientos de la deuda pública a largo plazo e índices de los mercados bursátiles (cuadros 3.1 a 3.3), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias. Los detalles relativos a las estadísticas de tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela (cuadro 3.4) pueden consultarse en la nota al pie, que figura al final de la página correspondiente.

El cuadro 3.5 de la presente edición del *Boletín mensual* recoge las estadísticas sobre emisiones, amortizaciones y saldos en circulación. El recuadro 2 de las páginas 20 y 21 ofrece más información sobre las nuevas series. 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. 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.

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 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.

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 omnicomprensivas, 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.

El próximo 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. Estos datos han sido facilitados por la Comisión Europea.

## **Balanza de pagos de la zona del euro, posición de reservas del Eurosistema 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 (se publicarán antes de final de 1999 con saldos a final de 1998) 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 explican en la página 30 de la edición de mayo del *Boletín mensual* y en la dirección de Internet del BCE.

La balanza de pagos de la zona del euro la elabora el BCE. Hasta diciembre de 1998 inclusive, los datos se expresan en ECU. Las estadísticas de balanza de pagos correspondientes a 1998 y al segundo trimestre de 1999 se han revisado al disponer de nueva información.

En el cuadro 8.6. se recogen, a partir de 1999, los saldos de los activos de reserva del Eurosistema y de otros activos relacionados con los anteriores junto al detalle trimestral de los flujos. En el cuadro 8.1 aparece el resumen de los flujos netos correspondientes. Los datos sobre flujos

netos que, hasta diciembre de 1998, aparecen en el cuadro 8.1, no son totalmente comparables con los datos posteriores, ya que estos se han elaborado agregando datos obtenidos de acuerdo con las definiciones nacionales e incluyen instrumentos emitidos por otros residentes de la zona del euro.

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 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 y 33 de la edición de octubre 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, comercio exterior y tipos de cambio de la zona del euro.

## **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” 10<sup>9</sup>

(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 deci-

sión 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.

# 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.

---

### **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.

---

#### **Folletos informativos**

«TARGET», julio 1998.

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

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



