



BANCO CENTRAL EUROPEO

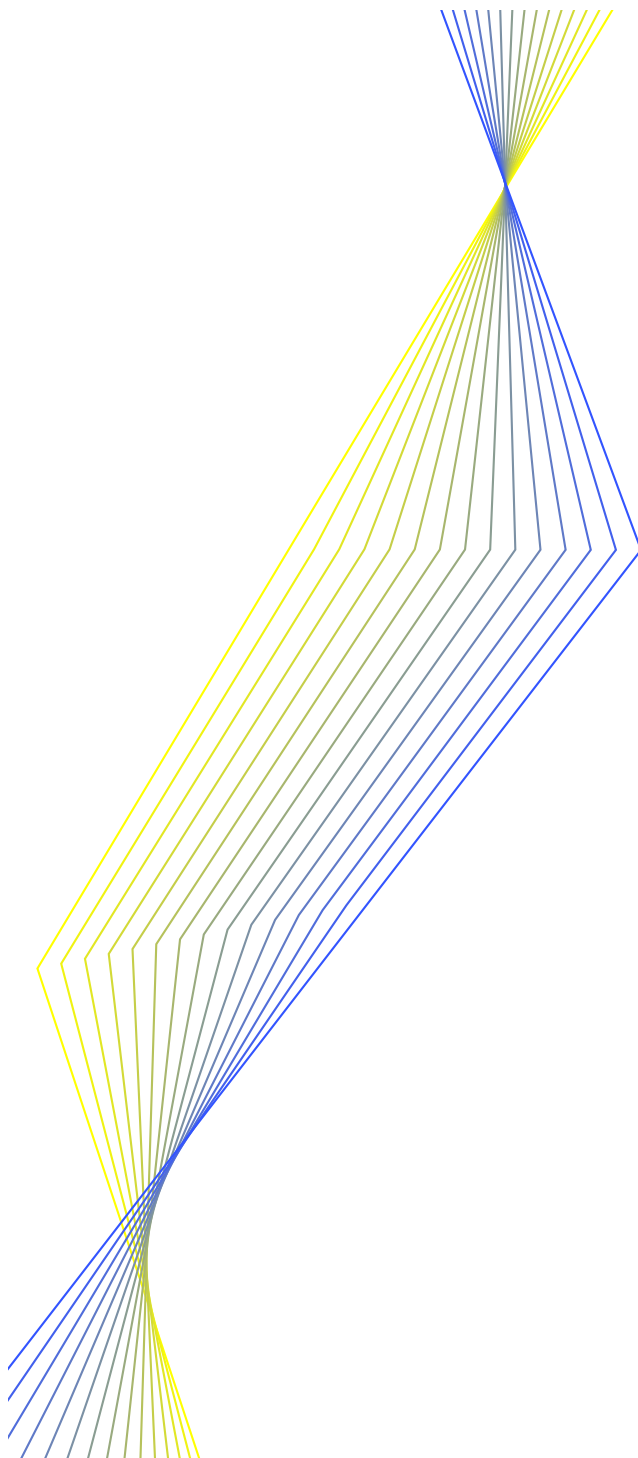
ECB EZB EKT BCE EKP

B O L E T Í N
M E N S U A L

Diciembre 1999



BANCO CENTRAL EUROPEO



**B O L E T Í N
M E N S U A L**

Diciembre 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**

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 1 de diciembre de 1999.

ISSN 1561-0268

Índice

Editorial	5
Evolución económica de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	9
Evolución de los precios	30
Producto, demanda y mercado de trabajo	35
Evolución presupuestaria	44
Entorno macroeconómico mundial, tipos de cambio y balanza de pagos	49
Estadísticas de la zona del euro	I*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	53*
El sistema TARGET (sistema de transferencia urgente automatizado transeuropeo para la liquidación bruta en tiempo real)	57*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	59*

Abreviaturas

Países

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

Otras

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CD	Certificados de Depósito
c.i.f.	Coste, seguro y fletes (<i>Cost, insurance and freight</i>)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme del comercio internacional (revisión 3)
ECU	Unidad Europea de Cuenta
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo (<i>Free on board</i>)
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
MBP4	Cuarto manual de Balanza de Pagos
MBP5	Quinto manual de Balanza de Pagos
mm	miles de millones
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

De acuerdo con la práctica de la Comunidad, los países de la UE se listan en este Boletín usando el orden alfabético de los mismos en las respectivas lenguas nacionales.

Editorial

La situación económica de la zona del euro ha continuado mejorando en el curso de los últimos meses. Se ha confirmado la recuperación gradual de la actividad interna, especialmente en el sector industrial. Asimismo, han aparecido nuevos indicios de un crecimiento más fuerte en el entorno exterior, y ello se refleja en la evolución de la zona del euro. Adoptando una perspectiva de futuro, las previsiones disponibles señalan un repunte del crecimiento del PIB real en un plazo de uno a dos años. Conforme a lo previsto, la subida de los precios del petróleo ha presionado al alza sobre los precios de consumo, y se espera que esa presión continúe a corto plazo. La subida en 50 puntos básicos de los tres tipos de interés principales del BCE a comienzos de noviembre ha ayudado a contener las expectativas de inflación y contribuirá de manera significativa a mantener a medio plazo un crecimiento no inflacionista.

En sus reuniones de 18 de noviembre y 2 de diciembre de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación los tipos de interés del BCE, tras examinar toda la información disponible sobre los últimos acontecimientos monetarios, financieros y otros de carácter económico. El tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantiene, por tanto, en el 3%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito permanecieron también invariantes en el 2% y el 4%, respectivamente.

En el contexto del primer pilar de la estrategia de política monetaria del Eurosistema, el Consejo de Gobierno decidió, en su reunión de 2 de diciembre de 1999, confirmar, asimismo, el valor de referencia del 4,5% para la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio M3. El motivo de la decisión, según se explica con mayor detalle en el artículo de la presente edición del *Boletín mensual del BCE* titulado «Evolución económica de la zona del euro», fue que prácticamente no variaron los elementos utilizados como base para fijar el valor de referencia, anunciado por primera vez en diciembre de 1998: concretamente, la definición de estabilidad de precios adoptada por el Eurosistema y las estimaciones realizadas sobre el crecimiento

tendencial del PIB real y sobre la disminución tendencial de la velocidad de circulación de M3.

La tasa de crecimiento interanual de M3 ha ido elevándose desde el inicio de 1999. La última media de tres meses del crecimiento interanual de M3 (correspondiente al período comprendido entre agosto y octubre de 1999) se mantuvo en el 6%, sin variación con respecto al anterior período de tres meses que finalizó en septiembre 1999, lo que supone 1,5 puntos porcentuales por encima del valor de referencia, fijado en el 4,5%. La tasa de expansión del crédito concedido al sector privado se mantuvo prácticamente inalterada, pero a un nivel todavía muy elevado, el 10,5%. Esta evolución monetaria y crediticia parece estar determinada, principalmente, por el bajo nivel de los tipos de interés y por el repunte de la actividad económica en la zona del euro. Estas tasas de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios —todavía referidas al período anterior a la decisión de elevar los tipos de interés adoptada el 4 de noviembre— implican la existencia de una liquidez abundante en la zona del euro.

El análisis de los últimos acontecimientos registrados en los mercados financieros muestra que la reacción a la subida de los tipos de interés del BCE fue favorable. Los rendimientos de los bonos a largo plazo de la zona del euro descendieron a comienzos de noviembre, como resultado de la revisión a la baja efectuada por los agentes del mercado de sus expectativas de inflación. Sin embargo, dicho descenso se invirtió en gran medida durante la segunda quincena del mes, debido al contagio provocado por el alza de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos —que siguió a la elevación de los tipos oficiales de ese país—, a la subida de los precios del petróleo y al descenso del euro. Al inicio de diciembre, los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro eran ligeramente inferiores a los registrados a finales de octubre.

El descenso experimentado por el tipo de cambio efectivo nominal del euro desde finales de octubre se sitúa en torno al 3,25%. El dólar estadounidense se revalorizó frente al euro durante el mes de noviembre, ante la publicación de datos relativos a Estados Unidos que señala-

ban una continuación del sólido crecimiento económico y la moderación simultánea de las expectativas de inflación. El yen japonés se apreció frente al dólar estadounidense y frente al euro tras la aparición de nuevos signos de recuperación de la economía de Japón. La apreciación del yen frente al euro registrada desde finales de octubre se aproxima al 6%.

Por lo que se refiere a otros datos económicos, las noticias aparecidas recientemente sobre el entorno exterior siguen siendo positivas. En especial, los últimos datos indican que continúa el sólido crecimiento de la economía estadounidense. La información disponible sobre otros países y zonas tiende también a confirmar la mejora de las expectativas de crecimiento de la economía mundial. Pese a ello, persisten ciertos riesgos: en concreto, los referidos a los importantes desequilibrios exteriores de algunas de las principales zonas económicas del mundo. Subsiste, asimismo, cierto grado de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas de algunos mercados emergentes. De cara al futuro, sin embargo, existe una expectativa generalizada de que el diferencial de crecimiento entre las principales zonas económicas se reduzca con el tiempo, lo que pone de manifiesto el potencial de apreciación del euro.

Los datos sobre el PIB real para el conjunto de la zona del euro correspondientes al tercer trimestre de 1999 no se espera que se publiquen hasta después del 1 de diciembre de 1999, fecha de cierre de la presente edición del *Boletín mensual del BCE*. Ahora bien, la evolución reciente queda trazada por los últimos datos sobre la producción industrial y los resultados de diversas encuestas, de los que emerge un panorama general de continua expansión económica. La estimación del nivel alcanzado por la producción industrial del conjunto de la zona en septiembre (y, por tanto, en el tercer trimestre de 1999) indica que, desde la primavera, se ha venido produciendo un repunte gradual de la actividad. Los resultados de las últimas encuestas respaldan esta opinión, con un nivel de confianza empresarial en continua mejora. Las principales instituciones internacionales y privadas han tendido a revisar al alza sus expectativas de crecimiento económico para el año 2000, y existe una previsión generalizada de que el crecimiento del PIB

real aumentará desde aproximadamente el 2% registrado en 1999 hasta cerca del 3% en los dos próximos años.

Conforme a lo previsto, los incrementos de los precios de consumo fueron mayores en octubre, con lo que la tasa interanual de variación del índice general del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) subió en 0,2 puntos porcentuales hasta alcanzar el 1,4%. La trayectoria de los precios de consumo de la zona del euro acusa el impacto de la subida de los precios del petróleo. No obstante, esta subida fue sólo uno de los factores que han influido en la evolución del índice general del IAPC. La mayor tasa de incremento de los precios de los alimentos y de los productos industriales no energéticos contribuyó también al alza del índice general del IAPC, mientras que la tasa de variación de los precios de los servicios, en cambio, prosiguió su descenso. Las previsiones disponibles indican que, pese a la subida esperada de la tasa de incremento del IAPC en los próximos meses, los incrementos de precios se mantendrán por debajo del 2% en los años 2000 y 2001.

En términos generales, las perspectivas de evolución de los precios dependerán, en gran medida, de una serie de factores, y, en particular, del hecho de que los salarios mantengan un comportamiento compatible con la estabilidad de precios. Además, al evaluar las perspectivas de estabilidad de los precios, es necesario tener en cuenta la existencia de diversos factores de incertidumbre. Entre los factores alcistas, figuran el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios, la evolución de los precios del petróleo y la trayectoria del tipo de cambio efectivo en el próximo período, factores todos ellos que son objeto de estrecha vigilancia por su impacto en la estabilidad de precios. Los principales factores que pueden ejercer presión a la baja están relacionados con los efectos de la desregulación y liberalización. En conjunto, los riesgos para la estabilidad de precios se han desplazado al alza. La política monetaria debe, por lo tanto, mantener una actitud vigilante en el próximo período y actuar oportunamente.

Dado que la fase expansiva del ciclo se manifiesta ya con más claridad en la zona del euro, los

responsables de la política económica deben centrar su atención en problemas cuya resolución mejoraría a medio y largo plazo los resultados económicos de la zona del euro. En particular, todavía se puede avanzar mucho tanto en lo referente al funcionamiento de los mercados de trabajo y de bienes como al saneamiento presupuestario.

La tasa de desempleo continuó descendiendo a lo largo de 1999, aunque a un ritmo algo menor en los últimos meses, situándose en septiembre de 1999 en un nivel del 10%. Se prevé que este descenso prosiga gradualmente en los próximos uno o dos años, como consecuencia de la intensificación del crecimiento, siempre y cuando se mantenga la moderación salarial. Pero este factor no bastará por sí solo para mejorar de forma significativa y duradera la situación del mercado de trabajo, sino que se precisan reformas estructurales adicionales para promover un crecimiento sustancial del empleo.

Las últimas estimaciones de la situación presupuestaria en los países de la zona del euro, a las que también se pasa revista en la presente edición trimestral del *Boletín mensual del BCE*, indican que el porcentaje medio de déficit de las Administraciones Públicas registrado en 1999 respecto del PIB (aproximadamente el 1,5%) podría ser resultar más favorable que la cifra de alrededor del 2% prevista anteriormente. En

particular, se espera que aumenten en mayor medida los ingresos públicos de muchos Estados miembros, debido, en parte, a la mejora de la situación económica, por lo que parece probable que se cumplan, en su mayoría, los objetivos presupuestarios anunciados por los Estados miembros para este año. De cara al futuro, se espera que continúe el descenso de los déficit y la reducción de las ratios de deuda pública como consecuencia de la fase expansiva del ciclo y de una reducción adicional de los intereses en relación con el PIB (derivada de la disminución de los tipos medios de interés de la deuda pública). Sin embargo, la cuantía total del déficit prevista para la zona del euro en el 2000 indica que el saneamiento presupuestario tendrá un alcance limitado y el descenso de las ratios de deuda será reducido. Es necesario preservar las finanzas públicas de la carga derivada del excesivo nivel de las ratios de deuda y de las consecuencias del envejecimiento de la población. Sin perjuicio de cumplir los objetivos establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que exige el logro a medio plazo de saldos presupuestarios cercanos al equilibrio, o incluso en superávit, podría hacerse hincapié en reducir la elevada presión fiscal que pesa sobre las economías, lo que podría servir para fomentar el crecimiento y el empleo, así como en seguir avanzando en la liberalización de los mercados y en la reforma del sector público.

Evolución económica de la zona del euro

I Evolución monetaria y financiera

Decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE

En las reuniones celebradas los días 18 de noviembre y 2 de diciembre de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE confirmó los niveles vigentes de los tipos de interés del BCE. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvo en el 3%, y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito permanecieron en el 4% y 2%, respectivamente (véase gráfico 1). Además, en su reunión del 2 de diciembre, el Consejo de Gobierno ratificó el valor de referencia del 4,5% para el crecimiento anual del agregado monetario amplio M3 (véase recuadro 1).

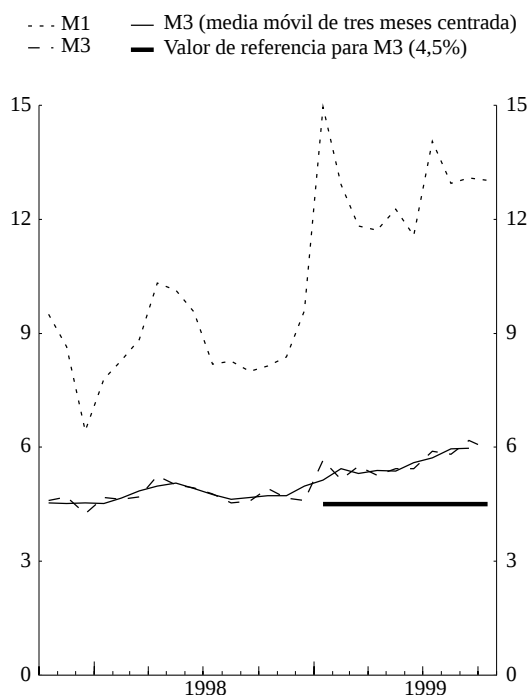
El crecimiento de M3 registró una tendencia alcista durante 1999

En octubre de 1999, la tasa de variación interanual de M3 fue del 6%, frente al 6,2% registrado en el mes anterior (tasa ésta revisada al alza

Gráfico 2

Agregados monetarios en la zona del euro

(tasas interanuales de variación)

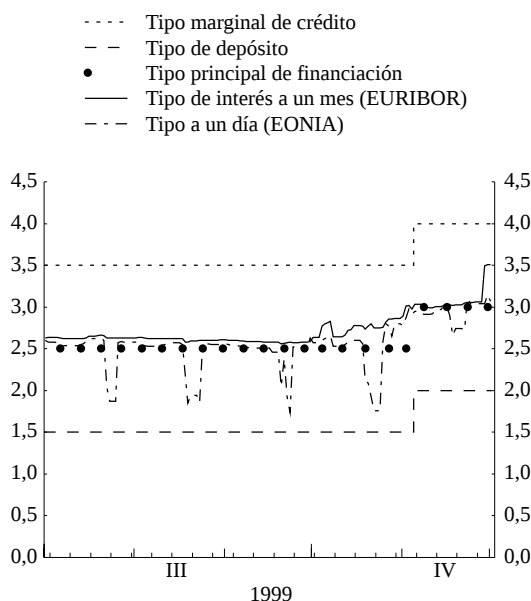


Fuente: BCE.

Gráfico 1

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

desde el 6,1%). La media trimestral de las tasas de crecimiento interanual de M3, que abarca el período comprendido entre agosto y octubre de 1999, se mantuvo en el 6%, una cifra igual a la del período de tres meses que finalizó en septiembre de 1999 (cifra revisada al alza desde el 5,9%); esto la sitúa 1,5 puntos porcentuales por encima del valor de referencia del 4,5% (véase recuadro 1). Los datos monetarios existentes hasta octubre de 1999 confirmaron, por lo tanto, una situación de abundante liquidez en la zona del euro antes del aumento de los tipos de interés del BCE el 4 de noviembre.

Desde comienzos de 1999, el crecimiento de M3 ha experimentado una tendencia al alza, superando, por lo tanto, con creces el valor de referencia (véase gráfico 2). Si bien la desviación interanual entre el crecimiento de M3 y el valor de referencia se ha visto influida por el aumento excepcionalmente alto de M3 registrado en enero de 1999, al inicio de la tercera fase de la UEM,

Recuadro I

Revisión del valor de referencia para el crecimiento monetario

En la reunión del 2 de diciembre de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE revisó el valor de referencia para el crecimiento monetario. Después de realizar una revisión exhaustiva de los elementos en que se basa el cálculo de dicho valor, el Consejo de Gobierno decidió confirmar el valor de referencia que se anunció en diciembre de 1998, es decir, una tasa de crecimiento interanual del 4,5% para el agregado monetario amplio M3. Al igual que se hizo anteriormente, dado que los datos monetarios mensuales pueden mostrar una cierta volatilidad, se evaluará la evolución monetaria en relación con el valor de referencia sobre la base de medias móviles de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3. El Consejo de Gobierno decidió, asimismo, revisar en lo sucesivo el valor de referencia para el crecimiento monetario con periodicidad anual, debiéndose realizar la próxima revisión en diciembre del 2000. En el presente recuadro se explican las razones de estas decisiones.

Dado que el objetivo principal del Eurosistema es el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro, el Consejo de Gobierno asigna un papel destacado al dinero en la estrategia de política monetaria del Eurosistema en reconocimiento del origen monetario de la inflación a largo plazo. Para señalar el importante papel que desempeña el dinero, se anuncia un valor de referencia cuantitativo para la tasa de crecimiento de un agregado monetario amplio. En el marco del primer pilar de la estrategia del Eurosistema, se analiza la evolución monetaria para obtener información sobre las perspectivas de evolución futura de los precios y los riesgos para su estabilidad (véase el artículo titulado «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad» en el *Boletín mensual del BCE* de enero de 1999).

En este contexto, el valor de referencia para el crecimiento monetario es un instrumento analítico utilizado para alcanzar y mantener la estabilidad de precios. Por lo tanto, el valor de referencia se basa en la definición de estabilidad de precios adoptada por el Eurosistema, de tal forma que unas desviaciones prolongadas o sustanciales del crecimiento monetario respecto del valor de referencia indican, en circunstancias normales, un riesgo para la estabilidad de precios.

Para que cumpla esta función, el valor de referencia debe estar asociado con un agregado monetario que deberá mostrar una relación estable con el nivel de precios a medio plazo y ser, a la vez, un indicador adelantado de la evolución futura de los precios. Los estudios empíricos realizados sugieren que M3 posee estas propiedades.

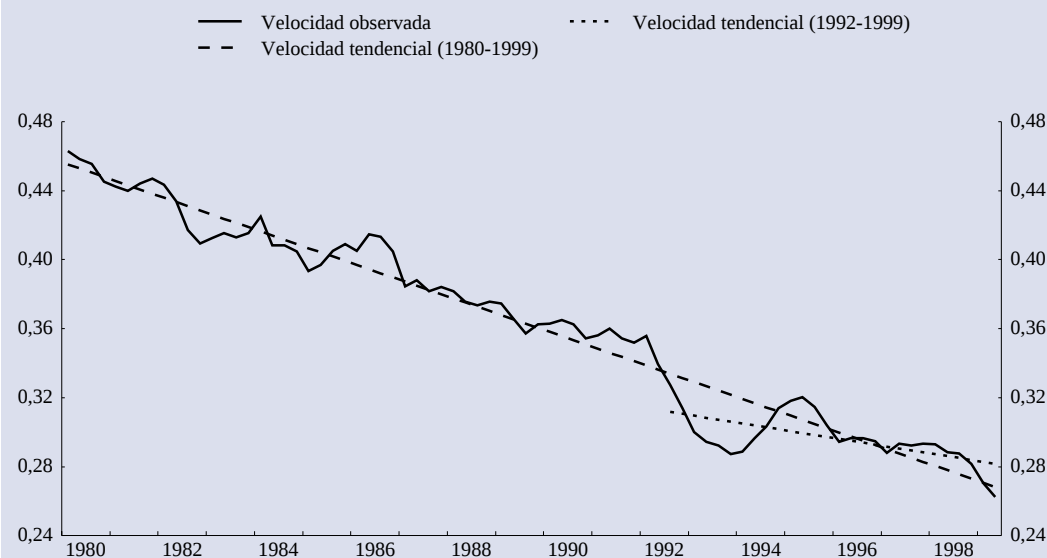
El valor de referencia para el crecimiento de M3 se obtiene, pues, utilizando la relación entre el dinero, por un lado, y los precios, el PIB real y la velocidad de circulación, por otro. Reflejando la orientación a medio plazo de la política monetaria única, la obtención del valor de referencia se basa en la definición de estabilidad de precios adoptada por el Eurosistema y en estimaciones sobre la evolución a medio plazo del PIB real y de la velocidad de circulación de M3.

El Consejo de Gobierno revisó las estimaciones de la evolución a medio plazo del PIB real y de la velocidad de circulación de M3 sobre la base de la experiencia práctica proporcionada por la utilización del valor de referencia a lo largo del año pasado, de los datos actualmente disponibles sobre los cuatro trimestres adicionales transcurridos desde que se calculó el primer valor de referencia y de las revisiones de las series de datos históricos del PIB y de los agregados monetarios realizadas en los doce últimos meses. Tras evaluar estas nuevas evidencias, el Consejo de Gobierno decidió confirmar el supuesto utilizado en la obtención del valor de referencia en diciembre de 1998, es decir, que la disminución tendencial de la velocidad de circulación de M3 está comprendida entre el 0,5% y el 1% anual (véase gráfico adjunto).

Por otro lado, el Consejo de Gobierno concluyó que no había motivo para modificar el supuesto utilizado en la obtención del primer valor de referencia, es decir, que el crecimiento tendencial del PIB real se sitúa entre el 2% y el 2,5% anual. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno señaló que el crecimiento tendencial potencial de la zona del euro podría mejorar considerablemente con reformas estructurales de los mercados de trabajo y de bienes, y que estos cambios se tendrían debidamente en cuenta en la estrategia de política monetaria del Eurosistema.

Tendencias de la velocidad de M3 en la zona del euro

(niveles logarítmicos)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales, estimaciones del BCE.

Nota: La velocidad se mide por la relación entre el PIB nominal efectivo y M3. Las series trimestrales utilizadas son series desestacionalizadas que se han elaborado agregando los datos nacionales convertidos en euros a los tipos de cambio irrevocables anunciados el 31 de diciembre de 1998. M3: hasta el tercer trimestre de 1997, se basa en magnitudes fondo; a partir del cuarto trimestre de 1997 se basa en un índice elaborado utilizando estadísticas de flujos. Los datos trimestrales son promedios de las observaciones de fin de mes. PIB nominal: hasta el cuarto trimestre de 1994, se basa en el sistema de cuentas nacionales SEC 79; a partir del primer trimestre de 1995, se amplía utilizando las tasas de crecimiento del SEC 95.

Basándose en la definición de estabilidad de precios adoptada por el Eurosistema, es decir, un incremento anual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%, y en las estimaciones a medio plazo del crecimiento del PIB real y del descenso de la velocidad de circulación de M3, que no han variado, el Consejo de Gobierno confirmó el valor de referencia del 4,5% para la tasa de crecimiento interanual de M3.

El valor de referencia es un elemento clave del primer pilar de la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Debe recordarse que el análisis de la evolución monetaria en relación con el valor de referencia se realiza en conjunción con una evaluación de las perspectivas de evolución de los precios y de los riesgos para su estabilidad para la totalidad de la zona del euro basada en un conjunto amplio de indicadores, lo que constituye el denominado segundo pilar de la estrategia del Eurosistema. Las decisiones de política monetaria que tienen por objetivo el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo se basan en la información proporcionada por los dos pilares de la estrategia.

El valor de referencia es un concepto a medio plazo, que difiere de un objetivo monetario anual en varios aspectos. En primer lugar, no se trata de un valor de referencia para un año natural, sino de la expresión de una evolución a medio plazo a lo largo de varios años. Por este motivo, al evaluar, en el futuro, la información sobre la evolución monetaria, deberá tenerse en cuenta la holgada situación de liquidez existente en 1999. En segundo lugar, el valor de referencia no supone que el Eurosistema se comprometa a corregir mecánicamente las desviaciones del crecimiento monetario respecto del valor de referencia, sino, más bien, que debe analizarse detenidamente la evolución monetaria para determinar sus causas y sus implicaciones para la estabilidad de precios futura.

A la vista de estas consideraciones, el Consejo de Gobierno decidió adoptar una tasa de referencia específica, en lugar de anunciar un intervalo de referencia, que podría interpretarse erróneamente en el sentido de que se produciría una respuesta mecánica por parte del Consejo de Gobierno frente a una determinada tasa de crecimiento monetario. Este enfoque sería contrario a la estrategia de política monetaria del Eurosistema, que se basa en dos pilares, y al concepto de valor de referencia.

El Consejo de Gobierno anunció que seguirá analizando a fondo y regularmente la evolución monetaria en

relación con el valor de referencia y que explicará al público las implicaciones de este análisis para las decisiones de política monetaria. El Consejo de Gobierno indicó también que la confirmación del valor de referencia implica la continuidad de la estrategia de política monetaria ejecutada en el pasado y no supone ningún cambio en la valoración por el Consejo de Gobierno de la orientación actual de la política monetaria.

también ha sido resultado de la tendencia en curso; esto se pone de manifiesto, por ejemplo, en la tasa de crecimiento de ocho meses anualizada de M3, que alcanzó el 6,1% en octubre de 1999. Hay algunos motivos para suponer que el bajo nivel de los tipos de interés vigentes en la zona del euro ha estimulado la demanda de los componentes más líquidos de M3, esto es, el efectivo en circulación y los depósitos a la vista. Además, es razonable pensar que la recuperación de la actividad económica en la zona del euro ha incrementado la demanda de liquidez. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual de la mayoría de los otros componentes de M3 fueron negativas o moderadas. Esta evolución tiene que entenderse no solo en relación con la elevada demanda de depósitos a la vista, sino también con el aumento de pendiente de la estructura temporal de los tipos de interés registrado en la zona del euro durante la mayor parte del año.

Si se consideran las variaciones mensuales no desestacionalizadas, M3 experimentó un ascenso de 20 mm de euros en octubre de 1999. Si se tienen en cuenta los factores estacionales, el incremento mensual de M3 en el mes de octubre

fue de 22 mm de euros, es decir, en torno al 0,5% (véase cuadro I). La subida desestacionalizada de M3 en octubre reflejó la expansión de todos sus componentes principales. La variación mensual desestacionalizada de los componentes de M1 (efectivo en circulación y depósitos a la vista) fue de 9 mm de euros, o un 0,5%, y la de los otros depósitos a corto plazo, de 6 mm de euros, o un 0,3%. El ascenso de los instrumentos negociables en términos desestacionalizados fue de 8 mm de euros, es decir, el 1,2%.

La tasa de variación interanual del efectivo en circulación alcanzó el 5,5% en octubre, desde el 5,2% observado el mes anterior. La demanda de billetes y monedas se ha recuperado considerablemente en los últimos meses, probablemente estimulada por la mejora de la situación económica en la zona del euro. En octubre, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se mantuvo prácticamente estable en el 14,8% (frente al 14,9% registrado en septiembre). Como se mencionó anteriormente, la elevada demanda de depósitos a la vista parece estar muy relacionada con el bajo nivel de los costes de oportunidad de mantener dichos depósitos, así como con la recuperación de la acti-

Cuadro I

M3: Principales componentes

(saldos a fin de mes desestacionalizados y variaciones intermensuales)

	Oct 1999 saldos	Ago 1999 variaciones		Sep 1999 variaciones		Oct 1999 variaciones		Ago-Oct 1999 variación media	
	mm de euros	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%
M3	4.672,7	1,2	0,0	30,5	0,7	22,2	0,5	18,0	0,4
Efectivo en circulación y depósitos a la vista (= M1)	1.890,9	-0,7	0,0	12,4	0,7	8,8	0,5	6,8	0,4
Otros depósitos a corto plazo (= M2 - M1)	2.141,1	-3,7	-0,2	4,4	0,2	5,7	0,3	2,1	0,1
Instrumentos negociables (= M3 - M2)	640,6	5,6	0,9	13,7	2,2	7,7	1,2	9,0	1,5

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.

vidad económica. Además, la transición a un entorno de baja inflación puede haber estimulado la demanda de estos instrumentos tan líquidos. Como consecuencia de esta evolución del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista, la tasa de variación interanual de M1 se mantuvo casi constante en octubre, situándose en el 13%.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo que no son depósitos a la vista fue bastante moderada, aunque se elevó al 2,5% en octubre, desde el 2,2% registrado el mes anterior. Durante los diez primeros meses de 1999, la tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos tendió a fluctuar entre el 2% y el 3%. Estas moderadas tasas de variación tienen que entenderse en un contexto de tipos de interés de estos depósitos bancarios relativamente bajos. El ligero ascenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo que no son depósitos a la vista observado en octubre obedeció a la divergente evolución de sus dos componentes. Por una parte, la tasa de disminución interanual de los depósitos a plazo de hasta dos años se hizo menos pronunciada (2% en octubre, tras un 3,2% en septiembre). Por otro, la tasa de crecimiento de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses descendió hasta situarse en el 5,7%, frente al 6,1% registrado en el mes anterior. Hasta cierto punto, el movimiento divergente de las dos categorías de depósitos a corto plazo que no son depósitos a la vista podría estar relacionado con la evolución reciente de sus correspondientes tipos de interés. El tipo de interés aplicado por las entidades de crédito a los depósitos a plazo de hasta dos años, que generalmente suele seguir las variaciones experimentadas por los tipos de interés a corto plazo, tendió a elevarse durante los meses de septiembre y octubre. Por el contrario, el tipo de interés aplicado por las entidades de crédito a los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses se ha estabilizado en un nivel bajo durante los últimos meses (véase gráfico 3). La tasa de variación interanual del agregado monetario intermedio M2, que incluye el efectivo en circulación y todos los depósitos a corto plazo, alcanzó el 7,2% en octubre, en comparación con el 7% observado el mes anterior.

A pesar del pronunciado crecimiento intermensual registrado en octubre de 1999 (1,2%), la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 se tornó negativa, pasando del 0,9% en septiembre al -1,2% en octubre. Durante buena parte de 1999, la tasa de variación interanual de este componente de M3 ha sido negativa, reflejando en su mayor parte, con toda probabilidad, el bajo nivel de remuneración de estos instrumentos financieros a corto plazo, en particular, si se comparan con el nivel gradualmente creciente de los tipos de interés a largo plazo a lo largo del año. Sin embargo, en octubre de 1999, la caída de la tasa de crecimiento interanual también se debió a un efecto de base, ya que el incremento mensual de estos instrumentos fue especialmente alto en octubre de 1998. Las tasas interanuales de crecimiento de los diversos componentes de los instrumentos negociables incluidos en M3 difirieron considerablemente en octubre de 1999. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a menos de dos años y la de las participaciones en fondos del mercado monetario y los instrumentos del mercado monetario fueron muy elevadas, situándose en el 16,4% y 13,7%, respectivamente (frente al 16,1% y al 13,9%, respectivamente, registrados en el mes anterior). Por otro, la tasa de variación interanual de las cesiones temporales fue negativa (-28,3% en octubre, en comparación con el -23,3% observado en septiembre). Parece haber algunos indicios que apuntan a que parte del elevado crecimiento de los valores distintos de acciones y de los instrumentos del mercado monetario tiene su origen en las compras realizadas por los no residentes en la zona del euro. Aunque las tenencias de valores de los no residentes deberían, en principio, quedar excluidas de M3, actualmente no es posible identificar su cuantía con precisión, en particular, teniendo en cuenta la actividad de los mercados secundarios. Sin embargo, con arreglo a la información disponible, las compras de valores distintos de acciones y de instrumentos del mercado monetario realizadas por los no residentes en la zona no afectan de forma significativa a la interpretación general de la evolución monetaria.

Fuerte crecimiento del crédito al sector privado

Por lo que respecta a las contrapartidas de M3 en el balance consolidado del sector IFM, el total del crédito concedido a los residentes en la zona del euro continuó su expansión a un fuerte ritmo en octubre de 1999, estabilizándose su tasa de crecimiento interanual alrededor del 8%. La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado se mantuvo a un nivel elevado, cercano al 10,5%, como el registrado en septiembre. Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares y a las empresas apenas registró variaciones, situándose en el 10% (nivel observado durante la mayor parte de 1999), la tasa de variación de los valores distintos de acciones emitidos por el sector privado en el activo de las IFM pasó del 4,9% en el mes de septiembre al -0,4% en octubre. La tasa de crecimiento interanual de las acciones y participaciones en el activo de las IFM se mantuvo en torno al 28%. La tasa de variación interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas fue del 1,7%, frente al 1% registrado en septiembre. Esta subida moderada se debió a las mayores tasas de crecimiento tanto de los valores distintos de acciones en la cartera de las IFM como, en menor medida, de los préstamos a las Administraciones Públicas.

Durante la mayor parte de 1999, la tasa interanual de expansión del crédito a los hogares y a las empresas ha superado el nivel del 10%, lo que muestra las favorables condiciones de financiación existentes en la zona del euro. La fortaleza continuada de la demanda de crédito por parte del sector privado parece estar relacionada, en gran medida, con el bajo nivel de los tipos de interés de los préstamos bancarios desde un punto de vista histórico. La mejora continuada de la situación económica en la zona del euro, el gran número de fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en 1999, en comparación con el año anterior, así como la interacción entre los préstamos hipotecarios y el aumento de los precios inmobiliarios en algunos países de la zona también han contribuido a esta evolución.

La tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo del sector IFM au-

mentó considerablemente, pasando del 5,5% registrado en septiembre al 6,9% observado en octubre de 1999, lo que constituye la tasa de crecimiento intermensual más elevada desde que se iniciaron las series en septiembre de 1998. Esta recuperación se debió, principalmente, a la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM con un vencimiento inicial superior a dos años (que creció a una tasa del 9,4% en octubre, frente al 7,5% registrado en septiembre). La demanda de estos valores puede haberse visto estimulada por la ampliación del diferencial medio entre el rendimiento de los bonos a largo plazo y el de los valores a corto plazo. Además, hay que contar con un efecto de base, dado que las adquisiciones netas de tales activos fueron ligeramente negativas en octubre de 1998 a raíz de las tensiones que afectaron a los mercados de capitales durante aquel período. Un efecto de base similar podría también explicar, en parte, el incremento de la tasa de crecimiento del capital y las reservas de las IFM, que pasaron del 7,4% en septiembre al 8,6% en octubre de 1999. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo superior a dos años también registró un aumento (situándose en el 4,1% en octubre, desde el 3,2% observado en el mes anterior). Por el contrario, el saldo vivo de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses se redujo a una elevada tasa interanual (8% en octubre, frente al 7,6% de septiembre).

En el mes de octubre de 1999, la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior descendió en 35 mm de euros, en términos absolutos y sin desestacionalizar, tras haber registrado un aumento de 18 mm de euros en el mes de septiembre de 1999. Esta disminución fue resultado del hecho de que el incremento de los pasivos exteriores de las IFM (41 mm de euros) superó el de los activos exteriores (6 mm de euros), reflejando una salida neta de fondos de los residentes en la zona del euro que no son IFM.

En resumen, el aumento de 259 mm de euros experimentado por M3 en los doce meses anteriores a octubre de 1999 se vio acompañado por las siguientes variaciones en el balance consolidado del sector IFM (véase cuadro 2). El crecimiento interanual del crédito concedido al sec-

Cuadro 2

M3 y sus principales contrapartidas

(flujos interanuales; mm de euros)

	1999 Abr	1999 May	1999 Jun	1999 Jul	1999 Ago	1999 Sep	1999 Oct
Crédito al sector privado	520,6	548,6	588,0	578,2	587,3	574,8	570,5
Créditos a las AAPP	16,4	33,3	-5,6	-4,1	-3,4	20,5	35,2
Activos exteriores netos	-161,4	-215,4	-227,5	-202,1	-241,2	-230,4	-208,4
Pasivos financieros a más largo plazo ¹⁾	-185,0	-179,1	-177,5	-183,3	-180,1	-182,5	-225,3
Otras contrapartidas	35,9	47,3	58,8	67,3	88,7	84,9	87,4
M3	226,4	234,8	236,2	256,0	251,2	267,3	259,4

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.

tor privado se cifró en 571 mm de euros, mientras que el crédito otorgado a las Administraciones Públicas alcanzó los 35 mm de euros. La significativa diferencia existente entre los flujos anuales del crédito y de M3 se reflejó en una reducción de los activos exteriores netos (208 mm de euros) y en una expansión de los pasivos financieros a más largo plazo (225 mm de euros). Las otras contrapartidas (activos netos) registraron un incremento interanual de 87 mm de euros en el mes de octubre.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela se elevaron en el mes de octubre para los plazos más largos

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela apenas registraron cambios entre el comienzo del verano y el mes de octubre, a pesar de que los tipos de interés de mercado a corto plazo se elevaron en octubre, anticipando la subida de los tipos de interés del BCE llevada a cabo a principios de noviembre. Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo experimentaron fuertes aumentos, posiblemente como resultado del crecimiento tendencial de los tipos de interés a largo plazo de los mercados de capitales a partir de mayo de 1999.

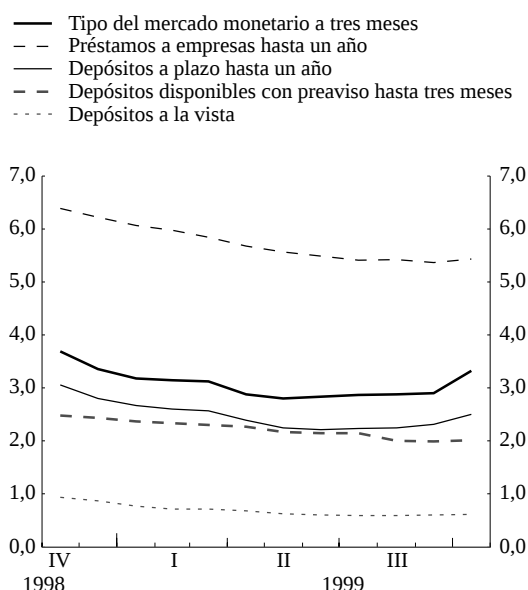
En el período comprendido entre agosto y octubre, los tipos de interés medios de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses se mantuvieron, por lo general, estables, situándose en torno al 0,6% y 2%,

respectivamente, en octubre (véase gráfico 3). El tipo de interés medio de los préstamos a corto plazo a empresas permaneció prácticamente sin alterar, en torno al 5,4%, entre julio y octubre de 1999. El tipo de interés medio de los créditos al consumo también se mantuvo, en general, estable, en torno al 9,3%, entre agosto y octubre. Solo los tipos medios de los depósitos a plazo de hasta un año mostraron una tendencia al alza a partir de agosto, situándose en el 2,5% en octubre.

Gráfico 3

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

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuente: Datos de los distintos países agregados por el BCE.

Se observaron aumentos más pronunciados en los tipos de interés a largo plazo en el contexto de un fuerte crecimiento de los tipos de interés de los mercados de capitales durante el período comprendido entre mayo y octubre de 1999. Los tipos de interés de los depósitos y de los préstamos y créditos a largo plazo mostraron una tendencia al alza desde comienzos del verano, tendencia que continuó en el mes de octubre (véase gráfico 4). El tipo de interés medio de los depósitos a plazo a más de dos años alcanzó el 4% en octubre, con un incremento de 80 puntos básicos con respecto al mes de mayo. Los tipos de interés medios de los préstamos a hogares destinados a la compra de vivienda se elevaron hasta el 5,7% en octubre, lo que supone casi 90 puntos básicos por encima de la media observada en mayo de 1999. El tipo de interés medio aplicado por las entidades de crédito en los préstamos a largo plazo a empresas también continuó su ascenso, hasta alcanzar el 5,4% en octubre.

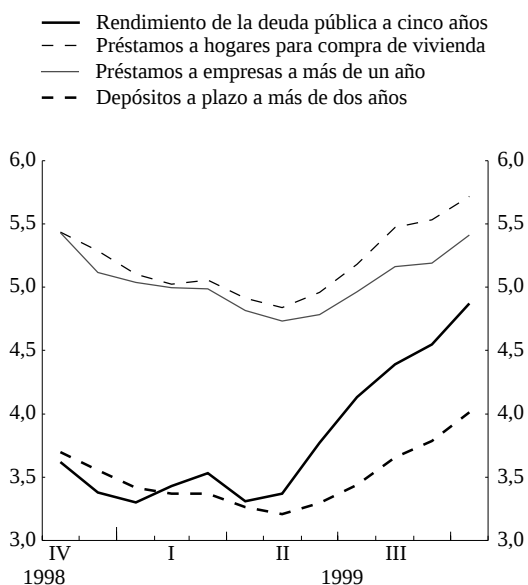
Los tipos de interés del mercado monetario se estabilizaron en un nivel más alto en el mes de noviembre

En las semanas que precedieron a la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 4 de noviembre de 1999, los tipos de interés del mercado monetario se movieron gradualmente al alza, anticipando la decisión de elevar los tipos de interés del BCE. Mientras que, en septiembre, los tipos de interés a corto plazo apenas habían registrado variaciones, situándose el tipo de interés EURIBOR a un mes cerca del 2,6% y el tipo de interés EURIBOR a tres meses en torno al 2,7%, estos mismos tipos aumentaron significativamente a comienzos de octubre. Las buenas noticias sobre la economía de la zona del euro y la confirmación de una tendencia alcista del crecimiento monetario durante los meses de verano habían provocado un fortalecimiento de las expectativas de los mercados respecto a una inminente subida de los tipos de interés del BCE. En los últimos días de octubre, los tipos de interés del mercado monetario aumentaron aún más, como respuesta, entre otras cosas, a los datos sobre el crecimiento de M3 en septiembre de 1999 (publicados el 27 de octubre). En los primeros días

Gráfico 4

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

(en porcentaje; medias mensuales)



Fuente: BCE, datos agregados de los distintos países.

de noviembre, los mercados financieros esperaban que, en la reunión del 4 de noviembre, el Consejo de Gobierno elevara los tipos de interés aproximadamente unos 50 puntos básicos.

Tras la decisión, adoptada el 4 de noviembre por el Consejo de Gobierno, de elevar 50 puntos básicos los tipos de interés principales del BCE, los tipos del mercado monetario se estabilizaron, en el mes de noviembre, en un nivel más elevado. El tipo de interés a un día, medido por el EONIA, ya había alcanzado niveles cercanos al 3% antes de que se adoptara la decisión sobre los tipos de interés, ya que los participantes en el mercado habían anticipado esta medida de política monetaria (véase gráfico 1). Tras la subida de los tipos de interés del BCE, el tipo EONIA se acercó, la mayor parte del tiempo, al nuevo nivel del 3% aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Únicamente en los últimos días del período de mantenimiento de reservas que terminó el 23 de noviembre de 1999, se produjeron algunas fluctuaciones en el tipo EONIA, como consecuencia de las condiciones de liquidez existentes en relación con el volumen de fondos que necesitaba el sistema bancario para cumplir el coeficiente de caja (véase recuadro 2).

Recuadro 2

Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el décimo período de mantenimiento de reservas

Adjudicaciones de las operaciones de política monetaria

Durante el décimo período de mantenimiento de reservas, que comenzó el 24 de octubre y terminó el 23 de noviembre de 1999, el Eurosistema llevó a cabo cinco operaciones principales de financiación y una operación de financiación a más largo plazo. Mientras que las dos primeras operaciones principales de financiación (adjudicadas el 27 de octubre y el 2 de noviembre) se realizaron a un tipo fijo del 2,5%, las tres siguientes (adjudicadas los días 9, 16 y 23 de noviembre) se realizaron al 3%, tras el aumento de los tipos de interés anunciado el 4 de noviembre. El volumen adjudicado fluctuó entre 66 mm de euros y 74 mm de euros. La cuantía total de las solicitudes presentadas en las operaciones principales de financiación alcanzó un nuevo máximo en la última operación realizada al 2,5%, situándose en 2.344 mm de euros, para caer de forma pronunciada hasta 405 mm de euros en la primera operación realizada al 3%. El máximo alcanzado en el volumen de solicitudes presentadas en la operación del 3 de noviembre reflejó los intentos de las entidades de crédito de anticipar el cumplimiento de las reservas mínimas en un contexto de expectativas de aumento en los tipos de interés del BCE. La cuantía media de solicitudes presentadas en las operaciones principales de financiación descendió a 1.171,7 mm de euros, desde los 1.244,9 mm de euros registrados en el anterior período de mantenimiento de reservas.

El porcentaje de adjudicaciones de las operaciones principales de financiación fluctuó entre el 2,8% y el 18,3%, en comparación con el período anterior en el que dicho porcentaje varió entre el 3,9% y el 6,8%. La considerable volatilidad de las solicitudes y de los porcentajes de adjudicación se debió a las mencionadas expectativas sobre un aumento de los tipos de interés en la primera mitad del período de mantenimiento de reservas y a la desaparición de estas expectativas tras el anuncio del aumento. Las crecientes expectativas sobre un aumento de los tipos de interés contribuyeron también a explicar las fluctuaciones del tipo EONIA durante el período de mantenimiento. El último día de dicho período, una moderada escasez de liquidez tuvo que ser cubierta mediante el recurso a la facilidad marginal de crédito y el tipo EONIA subió hasta el 3,11%. El 27 de octubre, 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 adjudicación anunciado con antelación ascendió a 25 mm de euros, 10 mm de euros más que el nivel concedido anteriormente en esta clase de operaciones. Este incremento, que debe aplicarse también a las operaciones de financiación a más largo plazo de 24 de noviembre y 22 de diciembre, refleja la intención del BCE de

Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

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

	Inyección de liquidez	Drenaje de liquidez	Contribuciones netas
(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema	194,7	0,4	+ 194,3
Operaciones principales de financiación	140,6	-	+ 140,6
Operaciones de financiación a más largo plazo	53,7	-	+ 53,7
Facilidades permanentes	0,4	0,4	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0
(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario	351,8	442,0	- 90,2
Billetes en circulación	-	343,1	- 343,1
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	51,5	- 51,5
Activos exteriores netos (incluido el oro)	351,8	-	+ 351,8
Otros factores (netos)	-	47,4	- 47,4
(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)			104,1
(d) Reservas mínimas exigidas			103,4

Fuente: BCE.

Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

contribuir a facilitar la transición al año 2000. El número total de entidades de contrapartida que participaron en esta operación fue de 313 y el número total de solicitudes ascendió a 74,4 mm de euros. El tipo marginal se fijó en el 3,19%, mientras que el tipo ponderado se situó en el 3,42%. El diferencial entre los dos tipos fue mucho más elevado que en todas las operaciones de financiación a más largo plazo realizadas anteriormente mediante los procedimientos de adjudicación a tipo múltiple, en las que había sido de 1 punto básico. El carácter excepcional de la dispersión experimentada por las solicitudes aceptadas obedeció al hecho de que el plazo de la operación abarcaba, por primera vez, la transición al año 2000, lo que daba lugar a una elevada heterogeneidad en la predisposición a presentar solicitudes y en las expectativas sobre el tipo marginal.

Utilización de las facilidades permanentes

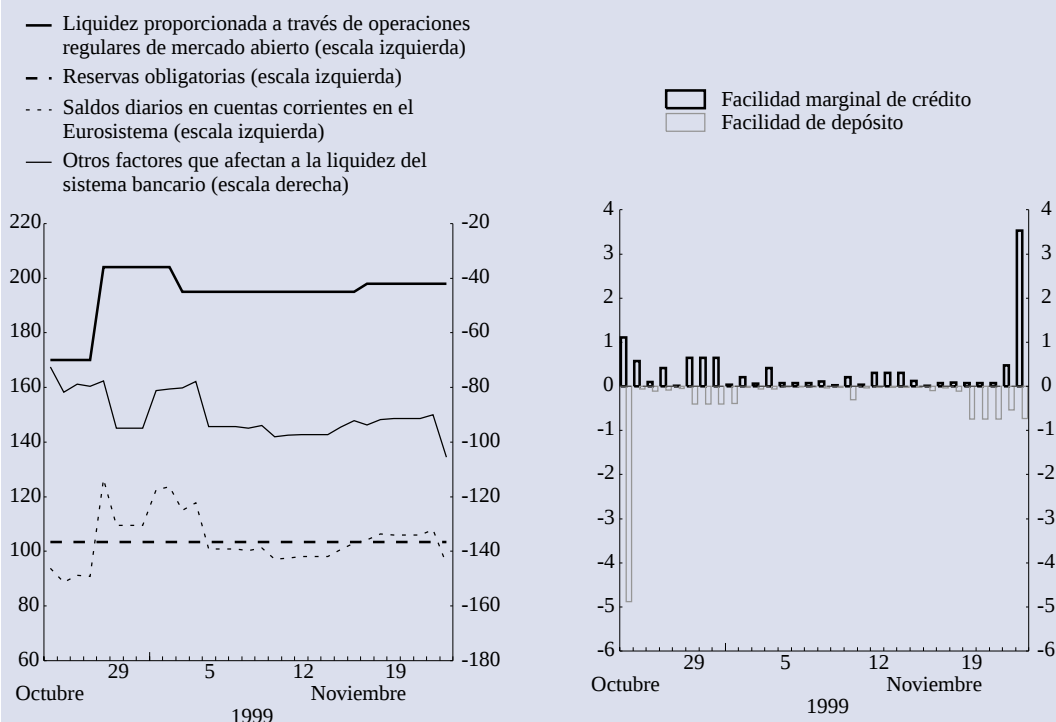
La utilización media de la dos facilidades permanentes ascendió a 0,4 mm de euros cada una. El mayor recurso se observó en los primeros y los últimos días del período de mantenimiento. El primer día de ese período fue un domingo, por lo que el recurso al final del período de mantenimiento anterior estaba todavía vigente. El 23 de noviembre, se produjo la absorción de un importe total neto de 2,8 mm de euros mediante la utilización de la facilidad marginal de crédito, en 3,5 mm de euros, y de la facilidad de depósito, en 0,7 mm de euros. Respecto a los últimos días de anteriores períodos de mantenimiento de reservas, la utilización total de las facilidades permanentes fue relativamente baja, reflejando una situación de liquidez relativamente equilibrada.

Factores de liquidez que no están relacionados con la política monetaria

El efecto neto de drenaje de liquidez de los factores autónomos (es decir, de los que no están relacionados con la política monetaria) sobre la liquidez del sistema bancario [rúbrica (b) del cuadro anterior] fue de 90,2 mm de euros en promedio, es decir, 6 mm de euros más que durante el anterior período de mantenimiento de reservas, lo que se debió, principalmente, al aumento de los depósitos de las Administraciones Públicas. La suma de los factores

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

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

autónomos fluctuó entre 72,6 mm de euros y 105,4 mm de euros, reflejando, en este caso también, la volatilidad de los depósitos de las Administraciones Públicas.

Saldos de las entidades de contrapartida en cuentas corrientes

En el décimo período de mantenimiento de reservas, el saldo medio en cuentas corrientes fue de 104,1 mm de euros, mientras que las reservas mínimas obligatorias ascendieron a 103,4 mm de euros. Si se compara con el anterior período de mantenimiento de reservas, la diferencia entre estas dos variables se mantuvo en el mismo nivel, es decir, 0,7 mm de euros. Una vez más, alrededor de 0,2 mm de euros de esta cantidad correspondió a los saldos en cuentas corrientes que no contribuyen al cumplimiento de las reservas mínimas. El exceso de reservas se elevó a unos 0,5 mm de euros.

Del mismo modo, otros tipos de interés a corto plazo tampoco registraron variaciones significativas como resultado del anuncio de elevar los tipos de interés del BCE, lo que reflejó el hecho de que los mercados financieros ya habían anticipado la decisión. El tipo EURIBOR a un mes, que en los días que precedieron a la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 4 de noviembre se situaba en torno al 3%, no aumentó después de forma significativa. Solo a partir del 29 de noviembre, cuando los contratos a un mes con vencimiento en el año 2000 se negociaron por primera vez, el tipo EURIBOR a un mes se elevó 43 puntos básicos, lo que puede atribuirse a la incertidumbre del mercado respecto a la transición al año 2000; el 1 de diciembre, el tipo EURIBOR a un mes se situó en el 3,51% (véase recuadro 3). El tipo de interés EURIBOR a tres meses, que ya se había visto afectado por la incertidumbre relacionada con el nuevo milenio desde finales de septiembre de 1999, cayó ligeramente durante el mes de noviembre, hasta alcanzar el 3,45%. El 1 de diciembre, los tipos de interés EURIBOR a tres meses implícitos en los contratos de futuros con entrega en marzo y junio del 2000 se situaron en el 3,56% y 3,88%, respectivamente, prácticamente sin cambios con respecto a los niveles registrados a finales de octubre. Igualmente, a comienzos de diciembre, los niveles de los tipos de interés EURIBOR a seis y a doce meses apenas eran diferentes de los observados a finales de octubre, situándose el 1 de diciembre en el 3,47% y el 3,76%, respectivamente.

Como se explica con más detalle en el recuadro 4, las medidas de la volatilidad esperada de los

tipos a corto plazo futuros contienen una valiosa información sobre la dispersión de las expectativas de los mercados o de su incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés. Una de estas medidas es la volatilidad implícita derivada del precio de las opciones. La volatilidad de los tipos de interés a corto plazo implícitos en los contratos de opciones con vencimiento en diciembre de 1999 y marzo del año 2000 descendió de forma acusada tras el anuncio efectuado el 4 de noviembre sobre el aumento de los tipos. Si bien durante la primera parte de octubre la volatilidad implícita se mantuvo en niveles relativamente altos, reflejando la incertidumbre del mercado acerca del momento y de la magnitud de un aumento de los tipos de interés, esta comenzó a disminuir en los últimos días del mes, a medida que los mercados se fueron convenciendo de la inminencia de la decisión.

Los tipos de interés aplicados en la operación regular de financiación a más largo plazo del Eurosistema, que se liquidó el 25 de noviembre de 1999, resultaron ser, en término medio, menos dispersos que los de la operación anterior. El tipo de interés marginal de las adjudicaciones fue el 3,18%, es decir, un tipo casi igual al de la operación de financiación a más largo plazo realizada en octubre. En cambio, el tipo de interés medio ponderado de la adjudicación fue el 3,27%, considerablemente por debajo del tipo de adjudicación ponderado anterior, que se situó en el 3,42%. En noviembre, el Eurosistema adjudicó un importe total de 25 mm de euros, el mismo que se había adjudicado en la operación de financiación a más largo plazo de octubre, pero superior al de las operaciones celebradas con anterioridad a septiembre de 1999, en las

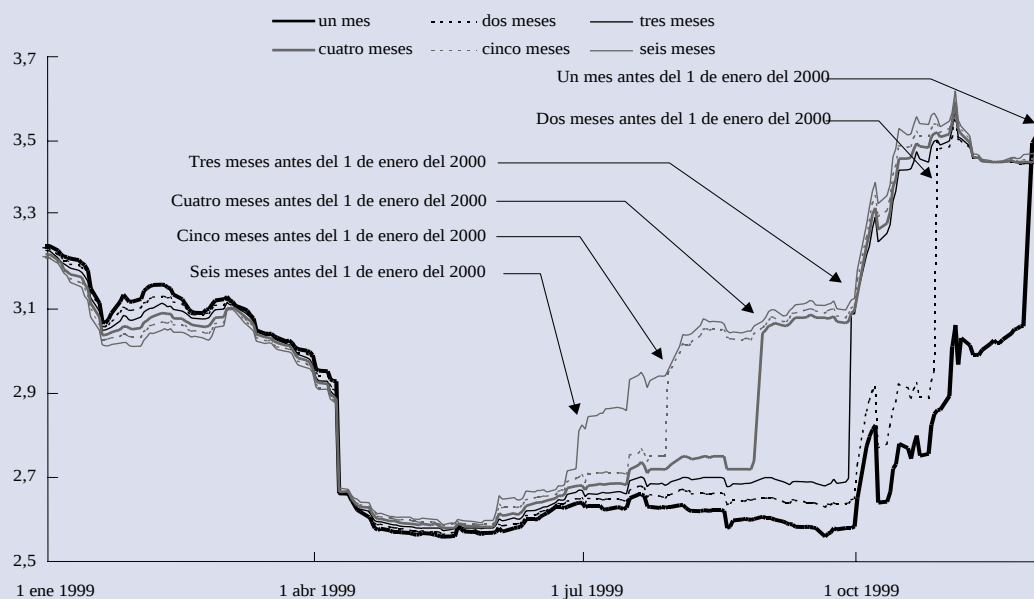
Recuadro 3

El efecto de la transición al año 2000 sobre los tipos de interés del mercado monetario

En los últimos meses, se ha observado que los tipos de interés del mercado monetario, tanto dentro como fuera de la zona del euro, han mostrado una tendencia al alza en los plazos que empiezan a abarcar el final del año (véase también el artículo titulado «Los preparativos del SEBC para el año 2000» en el *Boletín mensual del BCE* de octubre de 1999). Este incremento de los tipos de interés del mercado monetario ha sido particularmente acusado en el caso de los tipos de interés interbancarios sin garantía. Como muestra el gráfico siguiente, esto se vio claramente, por ejemplo, cuando el tipo de interés EURIBOR a seis meses abarcó el milenio a finales de junio. Posteriormente, el tipo de interés EURIBOR a tres meses se elevó a finales de septiembre de 1999 y, más recientemente, el tipo de interés a un mes se incrementó a finales de noviembre. Las explicaciones de este comportamiento se han centrado en la percepción por los participantes en el mercado financiero de los riesgos operativos relacionados con el cambio de milenio. Esta percepción puede originarse en la anticipación de riesgos de fallos en los sistemas informáticos de los intermediarios financieros, que podrían crear problemas de circulación de liquidez entre las entidades de crédito. Existe, por lo tanto, el temor de que los intermediarios que no reciban fondos de las entidades de contrapartida como consecuencia de estos fallos técnicos pudieran incurrir en costes, como los relacionados con la búsqueda de fondos alternativos a principios de enero del 2000 o con las penalizaciones impuestas por el incumplimiento de sus obligaciones.

Efecto de la transición al año 2000 sobre los tipos de interés EURIBOR

(en porcentaje)

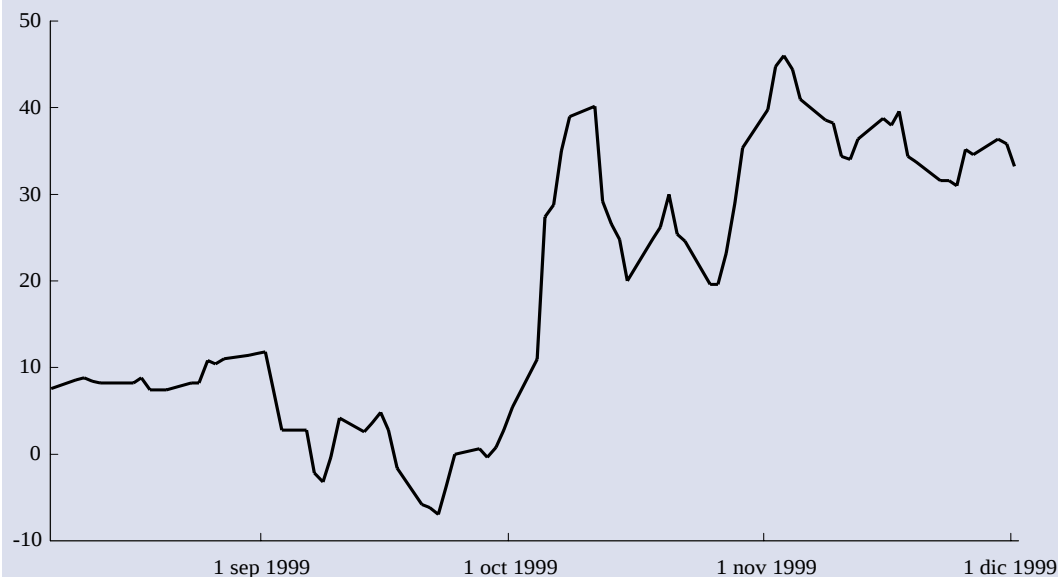


Fuente: BCE.

El aumento de los tipos de interés del mercado monetario ha sido mucho más limitado para las operaciones con garantía, por ejemplo, de deuda pública, como puede verse observando la ampliación del diferencial entre los tipos de interés EURIBOR y el tipo de demanda de las operaciones dobles a tres meses en la zona del euro a finales de septiembre (véase gráfico siguiente). Esto parece reflejar el hecho de que las entidades de crédito consideran que la existencia de garantías reduce considerablemente el riesgo de no poder obtener la cantidad deseada de fondos al inicio del 2000, dado que la garantía les permitiría acceder a la facilidad marginal de crédito del Eurosistema. A comienzos de diciembre, el diferencial entre el tipo de interés EURIBOR a tres meses y el tipo de demanda de las operaciones dobles a tres meses era del orden de 35 puntos básicos. Los tipos de interés de adjudicación de la operación de financiación a más largo plazo (con garantía) del Eurosistema se situaban también muy por debajo de los tipos EURIBOR correspondientes en noviembre.

Diferenciales entre los tipos de interés a tres meses de los depósitos interbancarios y de las operaciones dobles

(puntos básicos; media móvil de cinco días)

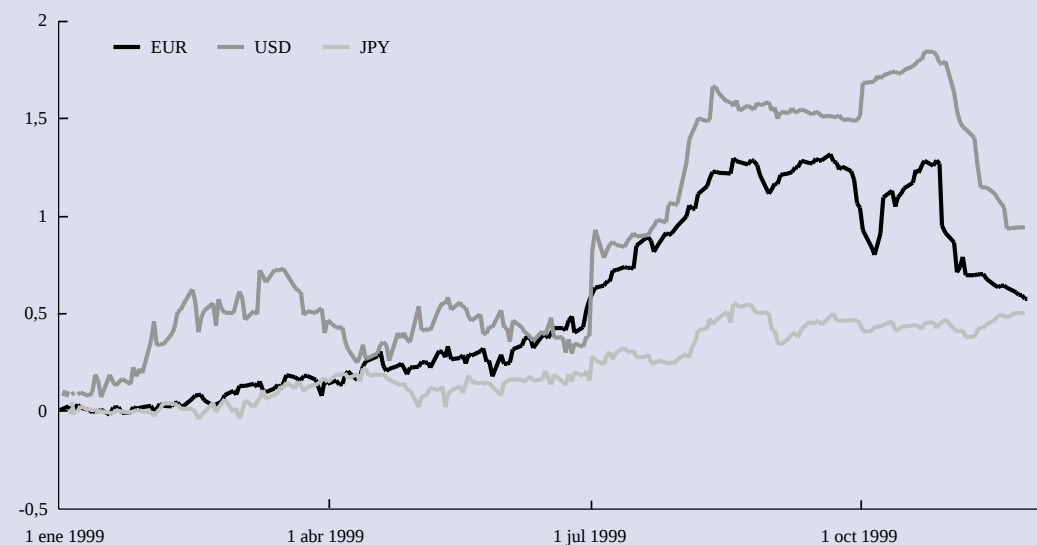


Fuente: Reuters.

Puede obtenerse una simple cuantificación de la prima de tipos de interés exigida por el efecto de la transición al año 2000 utilizando los tipos de interés *forward* implícitos en la curva de rendimientos del mercado monetario. Como puede apreciarse en el gráfico siguiente, «la cresta» de los tipos de interés, estimada sobre la base de tipos *forward* a un mes, ha variado considerablemente en los últimos meses, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

«Cresta» de fin de año de los tipos de interés de los depósitos interbancarios en 1999

(en porcentaje)



Fuente: Bloomberg y estimaciones del BCE.

Nota: La «cresta» de fin de año de los tipos de interés se calcula sobre la base de unos tipos *forward* a un mes derivados de la curva del EURIBOR. Este máximo se calcula como la diferencia entre el tipo *forward* a un mes que abarca el final del año y un tipo obtenido por interpolación lineal entre el tipo *forward* a un mes con entrega en diciembre de 1999 (el tipo al contado a un mes después del final de octubre) y el tipo *forward* a un mes con entrega en febrero del 2000. La última observación incluida se refiere al 26 de noviembre de 1999, ya que, a partir de esa fecha, el máximo no puede medirse de acuerdo con esa metodología. Debe tenerse en cuenta que si existe la percepción de que el riesgo relacionado con el cambio de siglo está concentrado en los primeros días de contratación de enero del 2000, la prima por estos días debería ser varias veces superior a la prima medida de forma mensual.

En dicha zona, la «cresta» descendió en septiembre, tras haber ascendido en los meses de verano y, después de un aumento transitorio en octubre, volvió a caer en la segunda mitad de noviembre. La prima de los contratos denominados en dólares estadounidenses, calculada sobre la base de los tipos LIBOR, mostró una tendencia a mantenerse por encima de la de los tipos de interés de la zona del euro y disminuyó en aproximadamente la misma medida que la prima correspondiente de los tipos de interés de la zona del euro registrada en el mes de noviembre. Por el contrario, la prima de los contratos denominados en yenes, también basada en los tipos LIBOR, ha permanecido, en general, invariante en los últimos meses, en niveles inferiores a los existentes en la zona del euro.

La evolución reciente de la prima sugiere que ha disminuido la preocupación de los participantes en los mercados financieros. Esto puede deberse a la realización, con todo éxito, de una serie de pruebas sobre el año 2000, que ha dado lugar a una percepción más favorable de una transición al año 2000 sin problemas.

que el importe adjudicado había quedado fijado en 15 mm de euros. Este hecho refleja la intención de incrementar la cuantía adjudicada en las tres últimas operaciones de financiación a más largo plazo realizadas en 1999 con el fin de facilitar la transición al año 2000.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo siguió mostrándose volátil en noviembre

El fuerte aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro, que se había venido observando desde el comienzo del verano de 1999, se invirtió parcialmente a partir de finales del mes de octubre. Sin embargo, el rendimiento de dicha deuda mostró una cierta volatilidad en noviembre al invertirse, al final de ese mes, en gran parte, los acusados descensos del rendimiento que se habían producido a principios de ese período. La disminución del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro registrada a finales de octubre y principios de noviembre se enmarcó en el contexto de las crecientes expectativas sobre un aumento de los tipos de interés del BCE. Se observaron unos descensos adicionales tras el anuncio de la decisión de elevar los tipos de interés del BCE. Sin embargo, en la segunda mitad de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo volvió a experimentar presiones alcistas originadas por factores tanto internos como internacionales. En conjunto, el 1 de diciembre de 1999, el rendimiento medio de la deuda pública a diez años se situó en el 5,24%, es decir, 5 puntos básicos por debajo del nivel alcanzado a finales de octubre. Respecto a este último período, el

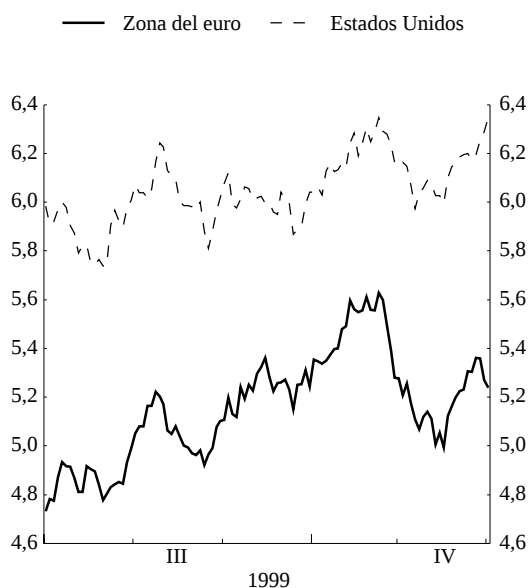
diferencial entre el rendimiento de los bonos a largo plazo estadounidenses y los rendimientos de activos similares de la zona del euro se amplió en aproximadamente 25 puntos básicos, hasta alcanzar los 110 puntos básicos el 1 de diciembre.

Por lo que se refiere a la influencia de la evolución de los mercados de deuda pública internacionales sobre los mercados de deuda pública nacionales, el rendimiento de los bonos a largo plazo de Estados Unidos mostró una cierta

Gráfico 5

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.

Recuadro 4

Determinación de la volatilidad prevista de los tipos de interés a partir de los precios de las opciones

Las medidas de la volatilidad prevista de los futuros tipos de interés a corto y largo plazo pueden proporcionar a un banco central una información valiosa sobre la dispersión de las expectativas o de las incertidumbres del mercado respecto de la evolución futura de los tipos de interés. Una medida particularmente útil de la volatilidad prevista es la volatilidad implícita que puede extraerse de los precios de las opciones. Dado el precio de mercado observado de una opción, la volatilidad implícita puede obtenerse utilizando una fórmula estándar de precios de opciones, que depende explícitamente, entre otras cosas, de la volatilidad prevista del precio del activo subyacente. Basándose en los supuestos adecuados, la volatilidad implícita puede interpretarse como la expectativa por parte del mercado de la volatilidad a lo largo de la vida residual de la opción.

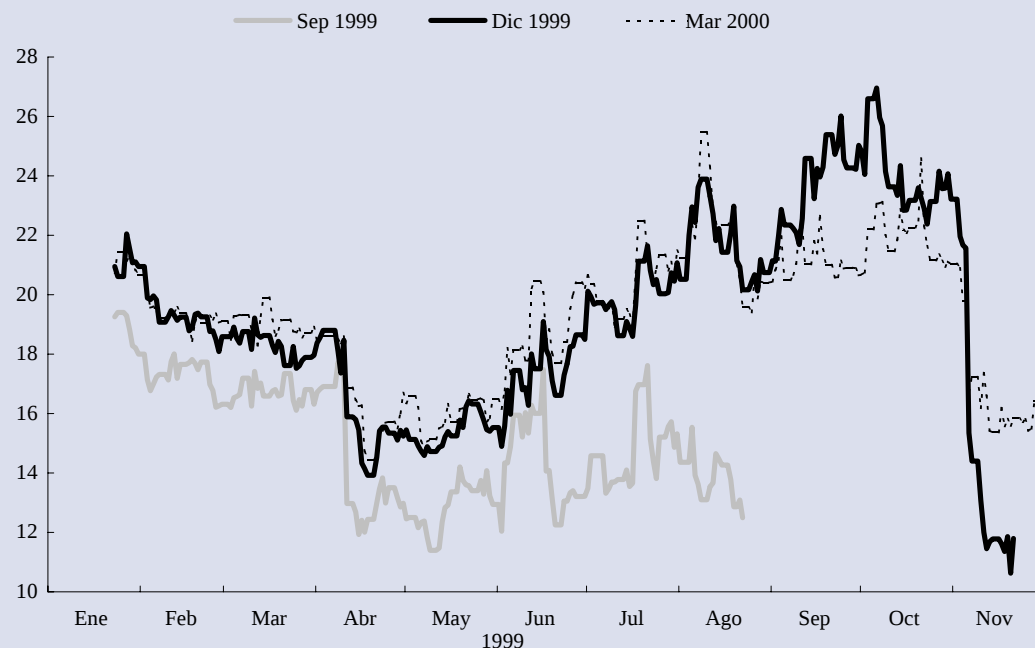
La volatilidad implícita puede complementar las medidas de las expectativas de evolución de las variables financieras en el futuro, tales como los tipos de interés *forward* y los precios de futuros, proporcionando una medida de la incertidumbre que rodea estas expectativas. La volatilidad implícita de los tipos de interés a corto plazo y la de los precios de la deuda pública a largo plazo se analizan con más detalle a continuación. La primera medida se refiere a la incertidumbre respecto de la evolución de los tipos de interés a corto plazo a lo largo de la vida de la opción. Además, como los tipos de interés nominales a largo plazo reflejan las expectativas del mercado sobre la inflación y los tipos de interés reales a largo plazo, esta última medida podría considerarse como un indicador de la incertidumbre acerca de la evolución futura de estos factores.

Volatilidad implícita del mercado monetario

La volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses puede proporcionar indicaciones de la incertidumbre respecto de la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro. En el gráfico siguiente se puede observar la evolución de la volatilidad del mercado monetario implícita en los precios de las opciones derivados de contratos con vencimiento en septiembre y diciembre de 1999 y en marzo del 2000, con datos a partir de enero de 1999.

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

(negociadas en LIFFE)



Fuente: Bloomberg.

Tras la introducción del euro, la volatilidad implícita derivada de cada uno de estos contratos de opciones descendió gradualmente. En el período que precedió la decisión de reducir los tipos de interés del BCE adoptada por el Consejo de Gobierno el 8 de abril de 1999, la volatilidad prevista experimentó un ligero aumento transitorio. Sin embargo, después del anuncio de esta decisión, la volatilidad implícita disminuyó de forma acusada en todos los plazos. A partir de mayo de 1999, la volatilidad implícita empezó a elevarse lentamente, al tiempo que los tipos de interés a corto plazo implícitos en los contratos de futuros ascendían también, dado que las crecientes señales de recuperación de la actividad económica en la zona del euro volvían a generar incertidumbres sobre la evolución de los tipos de interés. El gráfico muestra, asimismo, que cuando se produjo el aumento de los tipos de interés del BCE anunciado el 4 de noviembre de 1999, la caída de la volatilidad implícita era muy pronunciada en todos los plazos. Esto indica que esta medida ha reducido considerablemente la incertidumbre del mercado acerca de las decisiones de política monetaria a corto plazo.

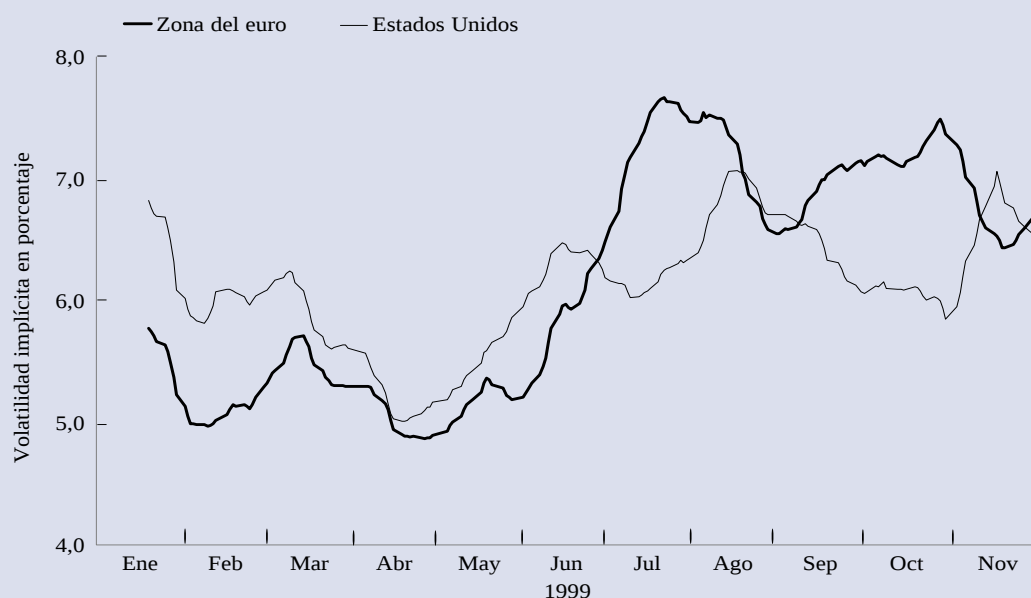
Volatilidad implícita del mercado de deuda pública a largo plazo

En contraste con la volatilidad implícita de los futuros a corto plazo del mercado monetario, que está estrechamente vinculada con la incertidumbre del mercado respecto de los futuros tipos de interés a corto plazo y, en particular, de las decisiones de política monetaria futuras, la volatilidad implícita de los futuros de deuda pública a largo plazo está más relacionada con la incertidumbre a corto plazo acerca de las variables fundamentales a largo plazo, además de con otros factores, como el contagio de los mercados de renta fija internacionales. En particular, la volatilidad implícita derivada de los contratos de opciones sobre deuda pública a largo plazo proporciona una indicación del grado de incertidumbre respecto del tipo de interés real a largo plazo, de la tasa media de inflación y de las primas de riesgo esperadas por los participantes en el mercado a la expiración de los contratos de opciones. El hecho de que las expectativas sobre todos estos componentes afecten al precio de las opciones sobre deuda pública a largo plazo hace, en cierta medida, más difícil extraer de la volatilidad implícita de los instrumentos de renta fija a largo plazo la información pertinente para hacer previsiones, dificultando, asimismo, su interpretación.

Para la zona del euro, la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de los bonos alemanes a diez años parece ser la que representa mejor la volatilidad implícita del mercado de deuda pública a largo plazo de la zona del euro. En la primera mitad de 1999, la volatilidad implícita de los mercados de deuda pública de la zona del euro pareció seguir, en general, la evolución de la volatilidad implícita de los bonos estadounidenses a diez años (véase el gráfico siguiente). Sin embargo, a lo largo del verano, la volatilidad implícita de los contratos de bonos alemanes a diez años se incrementó hasta niveles considerablemente más elevados que la volatilidad implícita correspondiente de los bonos estadounidenses. Durante aquel período, el aumento del rendimiento de la deuda pública en la zona del euro fue más pronunciado que en Estados Unidos a raíz de las crecientes expectativas sobre la recuperación económica de la zona del euro. Esta combinación de mayor rendimiento de la deuda pública y volatilidad implícita más elevada sugiere que estas expectativas más optimistas estuvieron, sin embargo, asociadas a una creciente incertidumbre respecto de la fortaleza y sostenibilidad de esta recuperación y de sus implicaciones para la estabilidad de precios. Durante el otoño, la tendencia al alza experimentada por la volatilidad del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro parece haber llegado a su fin, a medida que disminuía la incertidumbre sobre las perspectivas económicas de la zona del euro. En cuanto a la evolución observada en las últimas semanas, parece que el aumento de los tipos de interés del BCE, anticipado por los participantes en el mercado en el curso de la semana anterior al 4 de noviembre, rebajó el grado de incertidumbre acerca de la evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en el próximo futuro. Sin embargo, en la segunda mitad de noviembre, la volatilidad implícita volvió a registrar un ligero avance, mientras se elevaban los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos y se producía también una inversión de la pronunciada caída del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro (véase la evolución del mercado de deuda pública en el texto).

Volatilidad implícita de los contratos de futuros sobre bonos alemanes a diez años y bonos del Tesoro estadounidenses a diez años

(en porcentaje; media móvil de 10 días de datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Nota: Las series de volatilidad implícita del gráfico anterior representan la volatilidad implícita próxima de los contratos de futuros genéricos con vencimientos más próximos, renovados 20 días antes de su expiración, según la definición de Bloomberg. Esto significa que 20 días antes de la expiración de los contratos se efectúa un cambio en la elección del contrato utilizado para obtener la volatilidad implícita, pasando del contrato más próximo al vencimiento al contrato siguiente.

volatilidad en el mes de noviembre. Durante la primera semana de dicho mes, el rendimiento de la deuda pública a diez años estadounidense registró un pronunciado descenso, como consecuencia, en parte, de la publicación, a principios de noviembre, de datos sobre el crecimiento del empleo y los costes laborales en Estados Unidos, que resultaron ser mejores de lo que los participantes en los mercados habían previsto. Sin embargo, pese a ello, tras la decisión adoptada el 16 de noviembre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de elevar los tipos de interés, en un clima de preocupación por las condiciones tensas de los mercados de trabajo, el rendimiento de los bonos estadounidenses se vio sometido a nuevas presiones alcistas. Por otro lado, los nuevos datos publicados en noviembre mostraron la persistencia de la fortaleza de la economía de Estados Unidos, lo cual, unido a unos aumentos adicionales de los precios del petróleo, puede haber acrecentado la inquietud suscitada por el riesgo de inflación en dicho país. Estas influencias opuestas ejercidas sobre los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos en el curso del

mes de noviembre se tradujeron en un aumento acumulado del rendimiento de los bonos a diez años estadounidenses de unos 20 puntos básicos entre finales de octubre y el 1 de diciembre, fecha en que se situó en el 6,35%. En Japón, el rendimiento de los bonos a largo plazo apenas registró cambios respecto a finales de octubre, manteniéndose alrededor del 1,8% el 1 de diciembre.

Como se ha mencionado anteriormente, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro descendió de forma significativa en la primera parte de noviembre, como consecuencia de las crecientes expectativas, confirmadas por la decisión adoptada el 4 de noviembre, acerca de un aumento de los tipos de interés del BCE en 50 puntos básicos.

El fuerte descenso del rendimiento de la deuda pública pareció sugerir que, tras la elevación de los tipos de interés del BCE, los participantes en el mercado revisaron sus expectativas de inflación a largo plazo y rebajaron la magnitud de la prima por riesgo de inflación exigida para tener

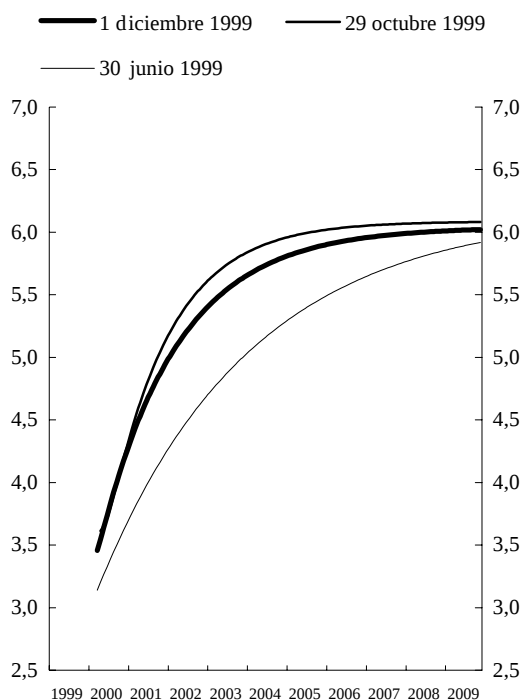
deuda pública denominada en euros. La incertidumbre de los mercados en relación con las perspectivas de rendimiento futuro de la deuda pública a largo plazo se redujo considerablemente tras el anuncio del aumento de los tipos de interés del BCE, tal como lo demostró el descenso de la volatilidad implícita observada en el mercado de opciones sobre los bonos alemanes a diez años (véase recuadro 4). Sin embargo, durante la segunda mitad del mes, los anteriores descensos del rendimiento de la deuda pública a largo plazo se invirtieron. En particular, los citados incrementos del rendimiento de los bonos estadounidenses tras la decisión de la Reserva Federal de elevar los tipos de interés parecieron extenderse a los mercados de deuda pública de la zona del euro. Por otra parte, los nuevos aumentos que experimentaron los precios del petróleo, así como el hecho de que el euro volviera a depreciarse, parecieron generar presiones alcistas sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Los datos económicos publicados en noviembre proporcionaron unas indicaciones algo confusas sobre las perspectivas de la economía de la zona del euro. Pero, en conjunto, estos datos tendieron a apuntar a unas perspectivas de recuperación más prometedoras, sustentando, en consecuencia, un mayor rendimiento de la deuda pública. En general, estas influencias sobre el mercado de deuda pública de la zona del euro en la segunda mitad de noviembre compensaron, en gran medida, los descensos iniciales registrados en el rendimiento de estos instrumentos en la primera parte del mes. Como resultado, los segmentos a medio y largo plazo de la curva de tipos *forward* implícitos a un día en la zona del euro apenas registraron cambios el 1 de diciembre, en comparación con finales de octubre (véase gráfico 6).

Si se dan determinados supuestos, la evolución del mercado francés de bonos indicados con la inflación puede ofrecer algunas indicaciones tanto sobre las variaciones de los tipos de interés reales a largo plazo como sobre las expectativas de inflación a largo plazo. En particular, puede considerarse que la tasa de inflación «equivalente», derivada de la diferencia entre el rendimiento nominal y el rendimiento real de bonos con plazos similares, proporciona información acerca de la tasa de inflación prevista del mercado a

Gráfico 6

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

(en porcentaje; datos diarios)



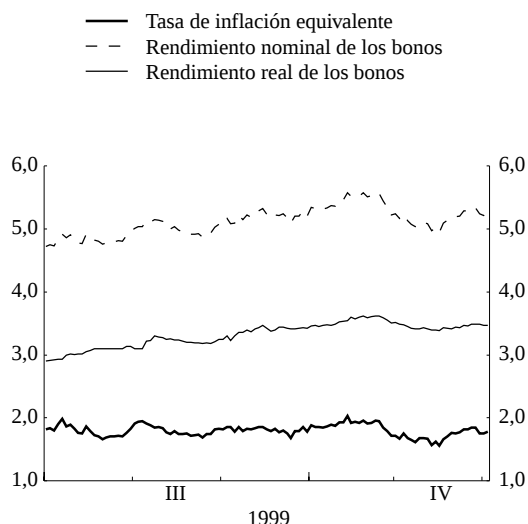
Fuente: Estimación del BCE. La curva de tipos *forward*, que se deriva de la estructura de tipos de interés de mercado observada, recoge las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipos *forward* se 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*.

lo largo del plazo residual de los bonos. En este sentido, cabe destacar que la tasa de inflación equivalente descendió de forma acusada a finales de octubre y en la primera mitad de noviembre, reflejando las expectativas iniciales sobre una modificación de los tipos de interés por parte del BCE y, posteriormente, la decisión efectiva de elevar dichos tipos (véase gráfico 7). Desde una perspectiva a más largo plazo, la tasa de inflación equivalente se mantuvo, en general, estable desde principios de verano, mientras que el rendimiento real aumentó significativamente durante el mismo período. Esta evolución puede interpretarse como una indicación de que, mientras que, en conjunto, las expectativas de inflación no han registrado grandes variaciones en los últimos meses, los tipos de interés reales han experimentado un incremento como resultado

Gráfico 7

Tasa de inflación equivalente calculada para el IPC francés

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Tesoro francés, ISMA y Reuters.

Nota: Los rendimientos reales se derivan de los precios de mercado de los bonos franceses indicados con el IPC francés (excluidos los precios del tabaco) que vencen en el año 2009. Los rendimientos nominales se derivan de los precios de mercado de los bonos de renta fija franceses que vencen también en el año 2009.

del creciente optimismo respecto de las perspectivas de la economía de la zona del euro. Como siempre, cualquier inferencia en relación con las expectativas de inflación de la zona del euro basada en esta medida de la tasa de inflación equivalente requiere cierta cautela en razón de consideraciones de liquidez, de primas de riesgo y del índice de precios específico utilizado para los bonos indicados con la inflación franceses.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro aumentaron significativamente en noviembre

En el marco de unas expectativas más optimistas acerca de las perspectivas de la actividad económica, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, crecieron un 12% entre finales de 1998 y el final del mes de octubre de 1999 (véase gráfico 8). En noviembre, un incremento significativo de más del 9% situó la tasa de crecimiento acumulado desde finales de 1998 en el 22%. El ascenso relativamente rápido de las co-

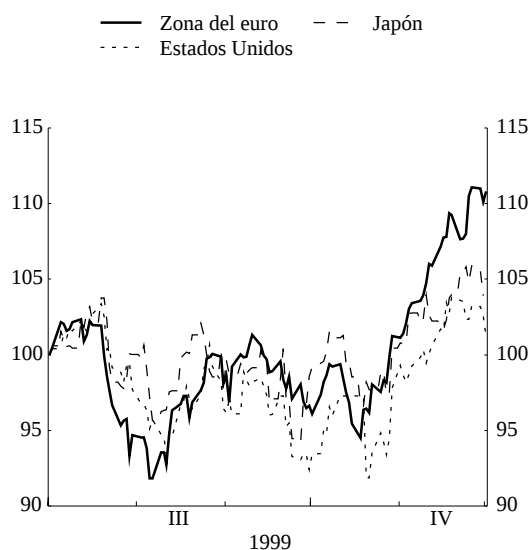
tizaciones bursátiles de la zona del euro observado en noviembre se debió tanto a los aumentos de las cotizaciones bursátiles en otros importantes mercados como a determinados factores específicos de la zona.

Por lo que se refiere al contexto general de los mercados de renta variable, en Estados Unidos el índice Standard and Poor's 500 registró un avance ligeramente inferior al 3% entre finales de octubre y el 1 de diciembre, situándose un 13% por encima del nivel alcanzado a finales de 1998. Uno de los principales factores que parecieron explicar el comportamiento de las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos en noviembre fue la decisión adoptada el 16 de noviembre por la Reserva Federal de elevar los tipos de interés, pero de mantener la orientación neutral de su futura política monetaria. Al reducir la incertidumbre del mercado sobre la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo, esta decisión pareció tener un efecto positivo sobre las cotizaciones bursátiles estadounidenses. El hecho de que el mercado de renta variable estadounidense reaccionara de forma positiva al aumento de los tipos de interés en ese país pareció

Gráfico 8

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

(1 julio 1999=100; datos diarios)



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

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

reflejar, asimismo, la opinión de los participantes en el mercado de que las medidas de contención de las presiones inflacionistas deberían ejercer una influencia favorable sobre la actividad económica y los beneficios empresariales a largo plazo. La fortaleza del mercado de renta variable estadounidense fue especialmente evidente en el sector de tecnología. En particular, el índice Nasdaq 100, que incluye una mayor proporción de acciones del sector de tecnología que el índice Standard and Poor's 500, registró un incremento cercano al 14% entre finales de octubre y el 1 de diciembre, hasta situarse un 64% por encima del nivel alcanzado a finales de 1998.

En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, crecieron un 3% entre finales de octubre y el 1 de diciembre, situándose un 34% por encima del nivel registrado a finales de 1998. En este aumento parece que influyeron, en cierta medida, unos indicios adicionales de mejora de las perspectivas de la economía japonesa, así como el efecto esperado de las medidas de estímulo fiscal, previstas para el otoño, sobre el crecimiento del PIB a corto plazo.

Aunque la expansión experimentada por los mercados internacionales de renta variable proporcionó un entorno favorable al mercado de renta variable de la zona del euro, el incremento de más del 9% de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro entre finales de octubre y el 1 de diciembre indica que otros factores intervinieron en esta evolución. Los principales deter-

minantes de esta evolución parecen haber sido unas señales adicionales de mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro, en conjunción con una disminución de las expectativas de inflación a largo plazo, especialmente tras la decisión de elevar los tipos de interés del BCE. Estos factores parecieron mejorar las expectativas de los mercados financieros acerca de los beneficios empresariales futuros en la zona del euro. El descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, que se produjo a finales de octubre y principios de noviembre, tendió a sustentar el ascenso de las cotizaciones bursátiles.

Por lo que se refiere a los componentes por sectores de la evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro desde finales de 1998, el hecho más destacado fue la rápida progresión de las cotizaciones bursátiles del sector de tecnología que se reflejó en un incremento del 84% entre finales de 1998 y el final de noviembre de 1999 en el índice Dow Jones EURO STOXX de ese sector (véase cuadro 3). La evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro en dicho sector en el curso de 1999 puede haberse debido, en parte, a unos aumentos igualmente elevados de las cotizaciones del mismo sector en Estados Unidos y Japón. Por otro lado, las cotizaciones bursátiles en el sector industrial, en especial las del subsector de bienes y servicios industriales, crecieron muy rápidamente, un 46%, entre finales de 1998 y el 1 de diciembre de 1999, lo que parece haber obedecido, en parte, a la mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro desde finales de 1998.

Cuadro 3
Variación de los precios y volatilidad histórica en los índices Dow Jones EURO STOXX del sector económico

	Extracción y metales	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Grupos	Industrial	Tecnología	Gas, agua, electricidad
Variaciones de los precios desde fin de oct a 1 dic 1999 fin 1998 a 1 dic 1999	8,7% 30,2%	2,8% 5,4%	2,5% 0,7%	2,2% 30,9%	2,9% 3,1%	5,9% 27,8%	16,0% 46,3%	22,5% 83,6%	20,7% 35,5%
Volatilidades desde fin de oct a 1 dic 1999 fin 1998 a 1 dic 1999	19,5% 18,4%	12,8% 17,1%	9,9% 18,6%	21,0% 22,8%	10,5% 18,5%	12,4% 21,1%	26,9% 18,8%	28,6% 26,6%	21,4% 22,2%

Fuente: STOXX.

Nota: Las volatilidades históricas se calculan como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias del índice en el periodo. Los índices de los subsectores figuran en la sección de «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín mensual.

De acuerdo con el hecho de que esta mejora estuvo, principalmente, relacionada con un entorno exterior más favorable en la mayor parte del año, las cotizaciones bursátiles de las grandes empresas con actividades internacionales que están incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 experimentaron, por término medio, un incremento más rápido que las de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX amplio. Por otra parte, el sector de agua, gas y electricidad (*utilities*) registró un avance relativamente importante, de un 35%, entre finales de 1998 y el 1 de diciembre de 1999, lo que parece haber reflejado no solo unas perspectivas económicas más optimistas, sino también la percepción de un crecimiento a medio plazo de los beneficios empresariales relacionado con las fusiones y adquisiciones llevadas a cabo, en particular, en los últimos meses.

Desde finales de 1998, se han registrado variaciones más modestas en las cotizaciones bursátiles del sector de bienes de consumo no cíclico (1%) y del sector financiero (3%). El comportamiento débil del sector de bienes de consumo no cíclico puede haber estado relacionado con incertidumbres en la confianza de los consumidores en la zona del euro, en particular en la primera mitad de 1999. La debilidad de las cotizaciones bursátiles en el sector financiero reflejó, principalmente, la del subsector de seguros. Esto puede haber estado relacionado con el hecho de que los precios de la deuda pública en el activo de las compañías de seguros experimentaron, en general, presiones a la baja en 1999, mientras que, en algunos casos, su pasivo aumentó debido a unos desembolsos relativamente elevados.

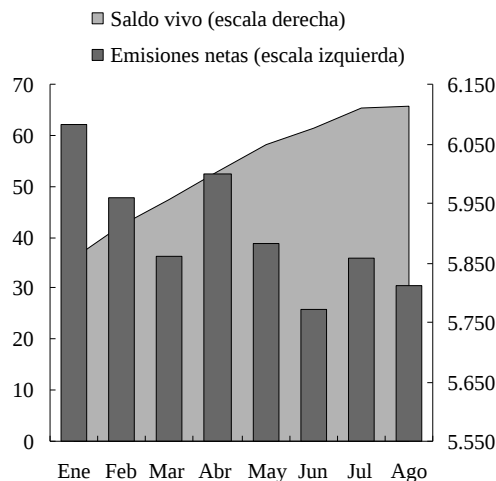
Bajo nivel de la emisión neta de valores en agosto

En agosto, la emisión bruta de valores distintos de acciones por los residentes en la zona del euro fue de 234,5 mm de euros. Considerando que las amortizaciones de valores distintos de acciones ascendieron a 204 mm de euros, la emisión neta se cifró en 30,4 mm de euros, situándose por debajo del nivel medio mensual de emisión neta en los siete primeros meses de

Gráfico 9

Valores emitidos en euros por los residentes en la zona del euro, en 1999

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

1999, que fue de 42,8 mm de euros. De las emisiones netas realizadas en agosto, solo el 53% correspondió a valores a largo plazo. Este porcentaje es mucho más bajo que la participación media mensual de emisión neta a largo plazo en la emisión neta total efectuada en el período comprendido entre enero y julio de 1999, que alcanzó el 96%. La participación de la emisión neta denominada en euros por los residentes en la zona del euro registrada en agosto fue del 88%, frente a una participación media mensual de la emisión neta de valores distintos de acciones denominados en euros en la emisión neta total por los residentes en la zona del euro del 92% durante los siete primeros meses de 1999. En el gráfico 9 se observa que la emisión neta por los residentes en la zona del euro alcanzó su nivel más alto en enero de 1999.

Según los nuevos datos del Banco de Pagos Internacionales, la emisión bruta de valores distintos de acciones denominados en euros por los no residentes fue de 90,3 mm de euros en el tercer trimestre de 1999. En cifras netas, estas emisiones ascendieron a 63,7 mm de euros, situándose un 42% por encima del nivel medio de emisión neta en el primer y el segundo trimestre de 1999.

2 Evolución de los precios

Mayores aumentos de los precios de consumo debidos a los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos

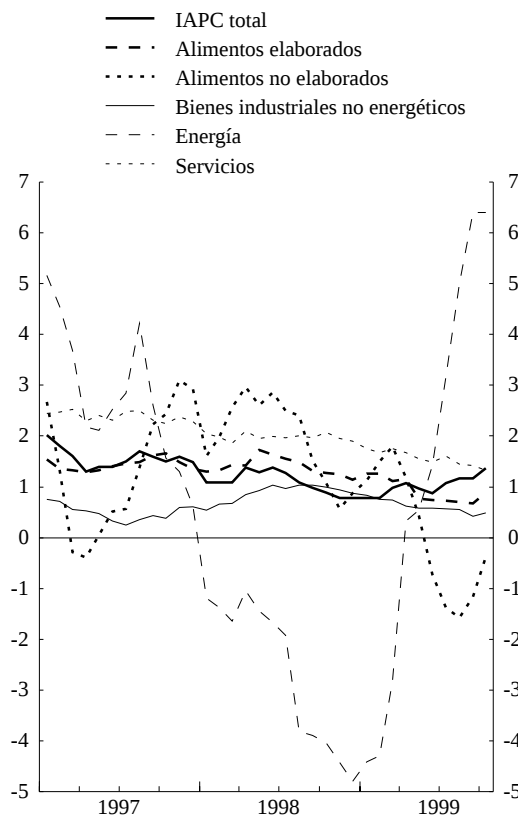
La marcada tendencia alcista de la tasa de variación interanual del IAPC general, presente desde junio de 1999, continuó en el mes de octubre, mes en el que dicha tasa aumentó hasta el 1,4%, desde el 1,2% de septiembre. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en los meses anteriores, este incremento no se debió a los precios de la energía, sino que fue reflejo del aumento de los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos (véase gráfico 10).

Por primera vez en 1999, la tasa de variación interanual de los precios energéticos no aumentó de septiembre a octubre, sino que se mantuvo en

Gráfico 10

IAPC de la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas interanuales de variación; datos mensuales)

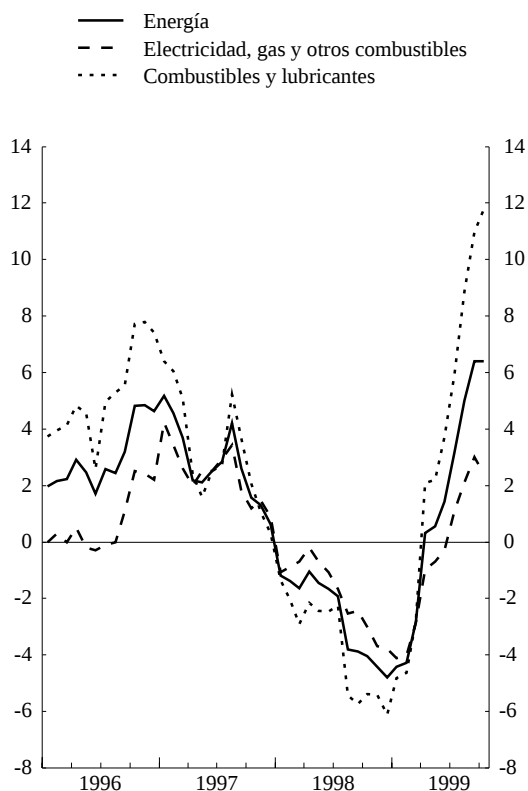


Fuente: Eurostat.

Gráfico 11

El componente energético del IAPC de la zona del euro y su desagregación

(tasas interanuales de variación; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

el 6,4%. Esta evolución fue el resultado de evoluciones divergentes dentro de esta categoría. Por un lado, la tasa de variación interanual de los precios del gas y la electricidad cayó entre septiembre y octubre, debido a la desregulación adicional de los mercados de la electricidad y a una reducción de los precios administrados del gas. Por otro lado, aunque los precios del petróleo se moderaron algo en octubre (20,8 euros por barril en octubre, en comparación con los 21,8 de septiembre), seguían siendo claramente más altos que en los meses anteriores, y su tasa de variación interanual continuaba creciendo. En consecuencia, la tasa de variación interanual de los precios de los combustibles y los lubricantes —el subcomponente que acusa la mayor parte del impacto directo de las variaciones de los precios del petróleo— siguió aumentando en octubre (véase gráfico 11).

Al contrario de lo ocurrido en meses anteriores, los precios de los alimentos contribuyeron en cierta medida al movimiento alcista del IAPC. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados creció hasta el 0,9% en octubre, después de haber permanecido estable en el 0,7% entre junio y septiembre (véase cuadro 4). Este aumento fue consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios del tabaco en un país importante. El índice de precios de las bebidas alcohólicas y el tabaco representa casi un tercio del componente de alimentos elaborados. Los movimientos intermensuales más intensos de este índice tienden a reflejar, sobre todo, las variaciones de los impuestos indirectos y del comportamiento de fijación de precios de las empresas de la industria tabaquera. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados fue del -0,4% en octubre, aumentando desde el -1,2% de septiembre, debido a la evolución de los precios de la carne y la fruta. Existe un conjunto de razones por las que era de esperar que esta reversión gradual de la contribución negativa de los precios de los productos alimenticios no elaborados. Para más información sobre este tema, véase el recuadro 5 sobre la evolución reciente de los precios de los alimentos sin elaborar.

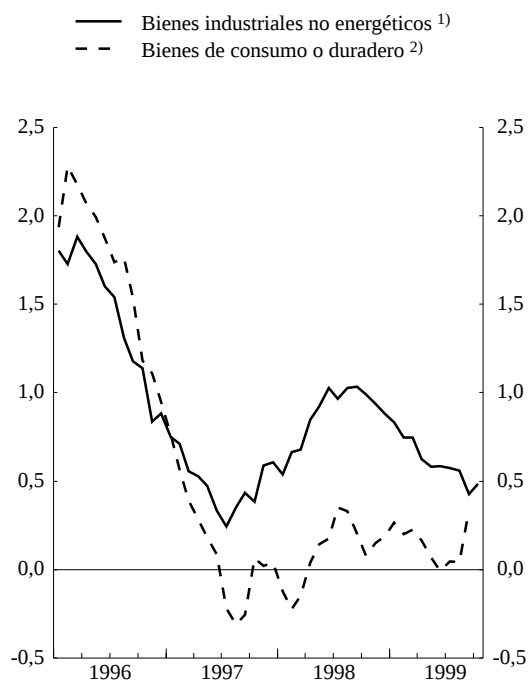
Además, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos subió en octubre hasta el 0,5%, desde el 0,4% registrado en septiembre. Este aumento es reflejo del incremento de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes duraderos, mientras que la tasa de variación de los precios de los bienes semiduraderos y no duraderos siguió cayendo en octubre. Los precios de consumo de los bienes duraderos están estrechamente relacionados con la evolución de los precios industriales de los bienes de consumo duradero, aunque con un retardo de unos meses. El aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos en octubre podría estar relacionado, por tanto, con el alza de los precios industriales de los bienes de consumo duradero del mes de septiembre (véase gráfico 12).

Mientras que los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos contribuyeron al movimiento alcista del IAPC entre sep-

Gráfico 12

Precios de los bienes industriales no energéticos y precios de producción de los bienes de consumo duradero

(tasas interanuales de variación; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

1) IAPC.

2) Precios de producción industrial.

tiembre y octubre, la tendencia a la baja de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios continuó en octubre, mes en que se situó en el 1,3%, frente al 1,4% correspondiente al mes de septiembre. Si bien en los meses anteriores el impacto en el sector servicios de la desregulación y del aumento de la competencia resultaba más evidente, en octubre la desaceleración fue consecuencia, en gran medida, de la evolución de los servicios relacionados con la vivienda. Esto se debió principalmente a una considerable reducción del tipo del IVA aplicable a ciertos servicios (mantenimiento y reparación de viviendas) en un país importante.

Aumento de los precios industriales como reflejo, principalmente, del alza de los precios del petróleo

Los precios industriales se incrementaron un 1,3% en tasa interanual en septiembre, desde el

Cuadro 4

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

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.

0,6% de agosto. Este aumento fue el reflejo del registrado en la tasa de variación de los precios de los bienes intermedios, que estuvo relacionado con la evolución de los precios del petróleo y, en menor medida, con la de los precios de los bienes de consumo. Teniendo en cuenta el aumento sustancial de los precios del petróleo, que alcanzaron los 23,5 euros el barril en noviembre, y su disminución durante el cuarto trimestre de 1998, lo probable es que los precios del petróleo continúen ejerciendo una presión alcista, no solo sobre la tasa interanual del componente energético del IAPC, sino también sobre la tasa de variación interanual de los precios industriales en los próximos meses.

El incremento transitorio de la inflación no debería afectar a los salarios

Los últimos datos disponibles sobre salarios se refieren tan sólo a la primera mitad de 1999 e

indican un incremento moderado de los costes laborales durante dicho período. Las tasa de variación interanuales de los costes laborales totales por hora en el primer y segundo trimestres de 1999, fueron del 2,3% y el 2,1%, respectivamente. Puesto que la evolución de los salarios en 1998 se ha visto distorsionada por un factor técnico referente a la reforma fiscal puesta en práctica en un país importante, es mejor comparar la evolución reciente con la ocurrida en 1997. La tasa interanual de los costes laborales por hora presentaba una tendencia decreciente en 1997, aunque se situaba a niveles más altos que los del primer trimestre de 1999. Considerando el futuro cercano, la ronda de negociación de convenios colectivos de finales de este año coincidirá con el máximo de la presión alcista de los precios energéticos sobre la tasa de variación interanual del IAPC para la zona del euro en su conjunto. Dado que los salarios son un importante factor determinante de las pers-

pectivas sobre precios, es fundamental que este repunte de los precios a corto plazo no alimente expectativas inflacionistas ni estimule incrementos salariales, sino que la evolución de los salarios refleje el nivel todavía elevado de desempleo existente en la zona del euro. Aunque se espera que la evolución de los precios siga siendo compatible con su estabilidad, la

mejora de las condiciones empresariales y del mercado de trabajo podría ejercer una cierta presión alcista sobre los precios de consumo a medio plazo. Para mayor información sobre las perspectivas de evolución de los precios, véase el recuadro 6, en el que se examinan las de la zona del euro para el período que abarca de 1999 al 2001.

Recuadro 5

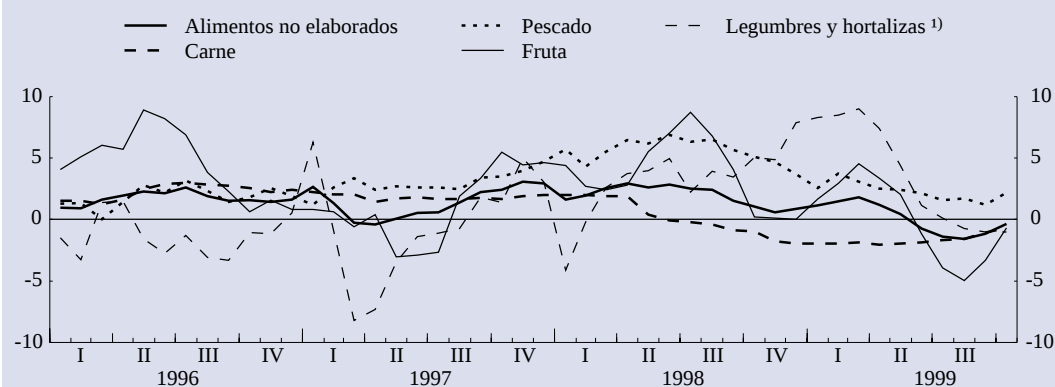
Evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados

En el pasado reciente, la evolución del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) ha estado con frecuencia fuertemente influida por sus dos componentes más variables, los alimentos no elaborados y los precios energéticos (véase gráfico 10 del texto). Desde principios de este año, la tasa de variación interanual de los precios energéticos ha aumentado continuadamente a consecuencia de los incrementos registrados en el precio del petróleo en los mercados mundiales. Sin embargo, el efecto alcista de los aumentos de los precios de la energía sobre el IAPC ha sido contrarrestado por la ralentización de la tasa de variación de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos; no obstante, los precios de los alimentos no elaborados han desempeñado también un papel importante. La evolución de los precios energéticos y su relación con las oscilaciones sustanciales del precio del petróleo en los mercados mundiales en los últimos años se ha analizado con detalle en ediciones anteriores de este *Boletín mensual del BCE* (véase, en particular, el recuadro 2, titulado «El efecto de los precios del petróleo sobre el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)» del número de septiembre). El presente recuadro proporciona, a su vez, información adicional sobre la evolución de los precios de los alimentos no elaborados y sus determinantes.

Los precios de los alimentos no elaborados suponen el 9% del IAPC de la zona del euro, es decir, una cifra aproximadamente similar a la correspondiente a los precios energéticos. Estos alimentos incluyen cuatro subcomponentes, de los que el precio de la carne es el más significativo (4,6% del IAPC de la zona del euro en su conjunto). Los otros tres componentes, conocidos en su conjunto como alimentos estacionales, son los precios de las legumbres y hortalizas, que tienen una ponderación del 1,8%, y los precios del pescado y las frutas, ambos con ponderaciones del 1,3%. Los precios de los alimentos estacionales son mucho más variables que los de la carne (véase el gráfico siguiente). Con propósitos analíticos, puede ser útil examinar una medida de la evolución de los precios de consumo que no esté distorsionada por los movimientos erráticos de los alimentos estacionales.

Índice de precios de los alimentos no elaborados y de sus componentes

(tasas interanuales de variación; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

1) Incluyendo patatas y otros tubérculos.

La tasa de disminución interanual de los precios de los alimentos no elaborados descendió desde el 1,6% de agosto del 1999 hasta el 0,4% de octubre, debido a la evolución de los precios de la fruta y de la carne. Aunque por el momento no se ha registrado movimiento alcista alguno, parece que el descenso acusado de la tasa de variación interanual de los precios de las legumbres y hortalizas desde marzo de 1999 ha llegado a su fin.

Factores explicativos de la evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados

Los precios de las frutas y de las legumbres y hortalizas están, por lo general, fuertemente influidos por las condiciones climatológicas, por lo que la fuerte disminución de la tasa de variación interanual de dichos precios a mediados de 1999 refleja las favorables condiciones meteorológicas en el conjunto de la zona del euro. Generalmente, el nivel del índice de precios de las legumbres y hortalizas cae entre abril/mayo y agosto con la llegada de la nueva cosecha, mientras que el nivel del índice de precios de la fruta tiende a bajar entre junio/julio y octubre/noviembre. Este año, sin embargo, la caída estacional del nivel de precios de ambos índices fue mayor que la media de los cuatro veranos anteriores. Por su parte, los precios de la carne vienen determinados, en mayor medida, por la evolución de la demanda mundial, y la disminución sostenida de su tasa interanual desde principios de 1998 se debe, en particular, a una serie de alarmas sanitarias que han afectado a la confianza de los consumidores en los productos cárnicos en una serie de países de la zona del euro. Además, el descenso de la demanda exterior de productos cárnicos puede haber contribuido también a la disminución de los precios de la carne. Sin embargo, los factores de oferta (aumento de la competencia resultante de los esfuerzos de algunos productores para recuperar cuotas del mercado porcino que se habían perdido a consecuencia de anteriores brotes epidémicos) pudieron también haber desempeñado un cierto papel. Por último, se ha citado el aumento de la competencia minorista como un factor que subyace a la reciente debilidad de los precios de los alimentos sin elaborar. La tendencia general a la baja de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados durante el año 1999 proporciona un cierto apoyo a este punto de vista.

Las perspectivas de los precios de los alimentos no elaborados dependen de factores tales como la demanda de consumo, las condiciones climatológicas y otros factores estacionales, así como de la evolución de la estructura de mercado, en aspectos de difícil cuantificación, como por ejemplo, la intensidad de la competencia minorista. No obstante, es de esperar que en los próximos meses la contribución negativa de los alimentos no elaborados disminuya gradualmente y llegue incluso a ser positiva, ya que parece que los precios de la carne se están recuperando y que no es probable que persista la inusualmente fuerte caída estacional de los precios de las frutas y de las legumbres y hortalizas.

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

No se dispone de datos nuevos de contabilidad nacional para la zona del euro en su conjunto, desde la publicación del número de noviembre de este *Boletín mensual del BCE*. Las primeras estimaciones sobre el tercer trimestre de 1999 se publicarán el 10 de diciembre de 1999. Los datos disponibles indican que el crecimiento económico en la zona del euro se ha venido fortaleciendo desde el último trimestre de 1998 (véase cuadro 5). La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB se estima en un 0,4% y un 0,5%, para el primer y segundo trimestre de 1999, respectivamente. Se estima que la tasa interanual de crecimiento del producto real se situó en el primer y segundo trimestre de 1999 en el 1,6%, sin cambios respecto al trimestre anterior. Los datos disponibles de contabilidad nacional muestran que el crecimiento de las exportaciones se ha acelerado desde finales del año pasado, mientras que la demanda interna creció a un ritmo ligeramente inferior en el segundo trimestre de 1999.

Los indicadores disponibles para el tercer trimestre muestran una recuperación adicional del crecimiento de las exportaciones y un ritmo de crecimiento sostenido de la demanda interna.

Sin embargo, puede haber alguna incertidumbre sobre el patrón de crecimiento en los próximos trimestres, debido a los efectos transitorios provocados por el paso al año 2000. Esto puede ser especialmente evidente en el caso de las existencias, que podrían aumentar hacia finales de 1999 y disminuir posteriormente en la primera mitad del año 2000. De modo más general, el cambio al Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) podría también aumentar la incertidumbre sobre el patrón trimestral de crecimiento.

Continúa la mejora de la actividad y la confianza en el sector industrial

Los datos de producción industrial que proporciona Eurostat abarcan hasta septiembre de 1999 (véase cuadro 6). Estos datos confirman que la recuperación de la industria (excluida la construcción) continuó en septiembre. Las tasas de crecimiento intertrimestral de la producción industrial muestran una tendencia gradual hacia tasas positivas de crecimiento a lo largo de los últimos meses. En particular, en el tercer tri-

Cuadro 5

Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	1996	1997	1998	1998	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 ^{3) 4)}	-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 ³⁾	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 ⁵⁾	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 ⁵⁾	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 período 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.

Cuadro 6

Producción industrial en la zona del euro

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

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

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

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

mestre de 1999, la producción industrial excluida la construcción registró un crecimiento intertrimestral del 0,9%. Esto contrasta con el crecimiento intertrimestral del 0,2% y del 0,4% en el primer y segundo trimestre, respectivamente. Al mismo tiempo, en el sector manufacturero, el crecimiento intertrimestral correspondiente al tercer trimestre de 1999 fue del 1,2%, en comparación con un incremento de alrededor del 0,5% en los dos trimestres anteriores.

El desglose de la producción manufacturera en los principales sectores industriales indica

que, en comparación con el segundo trimestre, el fortalecimiento de la actividad ha descansado sobre una base más amplia, con tasas de crecimiento más altas en todos los sectores productivos. En particular, el crecimiento de la producción de bienes de capital ha pasado a ser claramente positivo. Al mismo tiempo, existen indicios de una cierta debilidad en la producción de bienes de consumo duradero en el tercer trimestre, sector que se había comportado claramente mejor que el resto de la industria durante la primera mitad del año.

Cuadro 7

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

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

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

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

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

Los resultados de las encuestas empresariales y de los consumidores de la Comisión Europea correspondientes al mes de octubre de 1999 muestran una nueva mejora de la confianza industrial que se corresponde con la mejor situación económica general existente desde principios de año (véase cuadro 7). La confianza industrial ha venido aumentando de forma continuada desde el primer trimestre de 1999, situándose de nuevo por encima de su media a largo plazo. En octubre de 1999 esta confianza alcanzaba su nivel más alto desde octubre de 1998, aunque se situaba todavía significativamente por debajo de los máximos alcanzados a principios de 1998. Aunque se ha registrado una cierta mejora en todos los componentes del indicador de confianza industrial para la zona del euro, los aumentos mayores, en comparación con la encuesta de septiembre, se han dado en las carteras de pedidos. En general, los datos muestran un aumento tanto de las expectativas de producción como de las carteras de pedidos de exportación y de pedidos totales para los meses siguientes. Estos tres componentes se sitúan ahora por encima de sus medias a largo plazo.

Reflejando el mayor crecimiento de la producción, la utilización de la capacidad en el sector manufacturero aumentó ligeramente en octubre de 1999, para situarse en el 81,9%, superando en 0,3 puntos porcentuales el nivel alcanzado en junio, aunque todavía 0,1 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en enero de 1999. Por último, la mejora del clima empresarial en el sector manufacturero se vio confirmada también por los resultados del *Índice de Directores de Compras* (*Purchasing Managers' Index*). Este índice compuesto ha venido mostrando una continua mejora a lo largo del año, permaneciendo sin cambios en el mes de noviembre (véase gráfico 13).

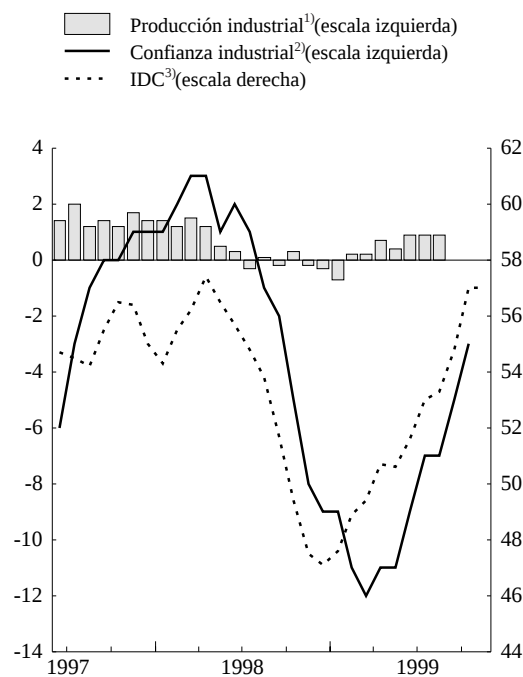
La confianza de los consumidores permanece a un nivel alto

Los resultados de las encuestas empresariales y de los consumidores de la Comisión Europea de octubre de 1999 indican que la confianza del consumidor aumentó ligeramente en comparación

Gráfico 13

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.

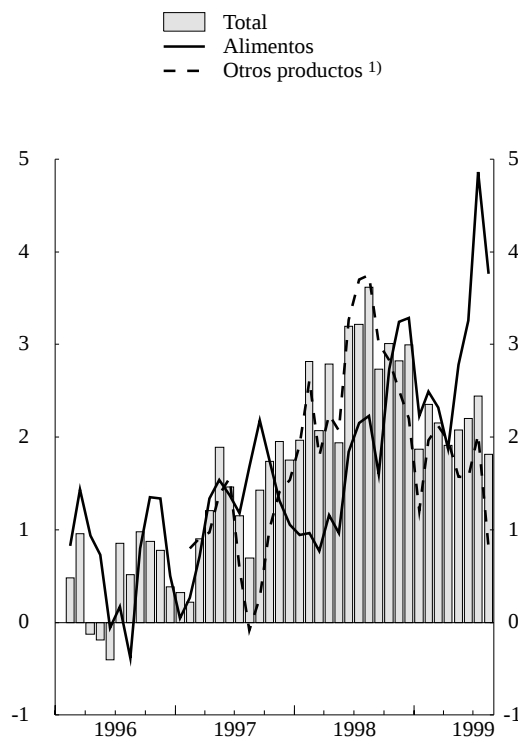
con los meses anteriores. Esta recuperación se produce tras la ligera disminución del indicador de confianza de los consumidores durante la primera mitad del año, en consonancia con la ralentización observada en el crecimiento del consumo privado durante el segundo trimestre. La disminución y posterior recuperación de la confianza de los consumidores refleja, sobre todo, los cambios en la valoración por parte de los consumidores de la situación económica general.

Sin embargo, desde una perspectiva de más largo plazo, la confianza de los consumidores ha permanecido aproximadamente constante a lo largo de 1999. El indicador global de confianza de los consumidores se mantuvo a un nivel tan solo ligeramente inferior al máximo alcanzado en los primeros meses del año y muy por encima

Gráfico 14

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.

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

Eurostat ha publicado nuevas estimaciones del volumen de ventas del comercio al por menor en la zona del euro hasta el mes de septiembre de 1999 (véase gráfico 14). Si bien la primera estimación para septiembre muestra una tasa de crecimiento ligeramente más débil de los volúmenes de ventas del comercio al por menor, esta estimación ha de ser considerada con cautela puesto que se basa solamente en información sobre un limitado número de países.

El crecimiento del empleo puede haberse fortalecido durante la segunda mitad de 1999

Tal y como se señalaba en el número de noviembre del *Boletín mensual del BCE*, el crecimiento del empleo fue, en la primera mitad del presente año, algo menor que en los seis meses anteriores. Según los datos nacionales, se estima que la tasa de crecimiento intertrimestral del empleo se ha situado en los dos primeros trimestres de este año en el 0,3%, es decir, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la tasa de crecimiento registrada en el cuarto trimestre del año pasado (véase cuadro 8). Esta evolución parece indicar que el empleo se ha visto menos afectado de lo que se preveía por la ralentización temporal de la actividad económica que se produjo en la transición del año 1998 al 1999.

de su media a largo plazo. Esta misma evolución se observa en los componentes individuales del indicador de la confianza de los consumidores.

Puesto que el empleo reacciona normalmente a las perturbaciones de producción durante los dos trimestres siguientes, resulta im-

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	Jun	Jul	Ago
			Tasas intertrimestrales ¹⁾										
Total de la economía ²⁾	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	0,0	.	.
Construcción	-0,4	0,1	-0,3	2,1	2,6	2,7	0,5	1,9	0,5	-0,2	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	-0,9	-0,8	-0,8
Manufacturas	-1,0	0,8	1,0	0,5	0,1	-0,6	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,5	.

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

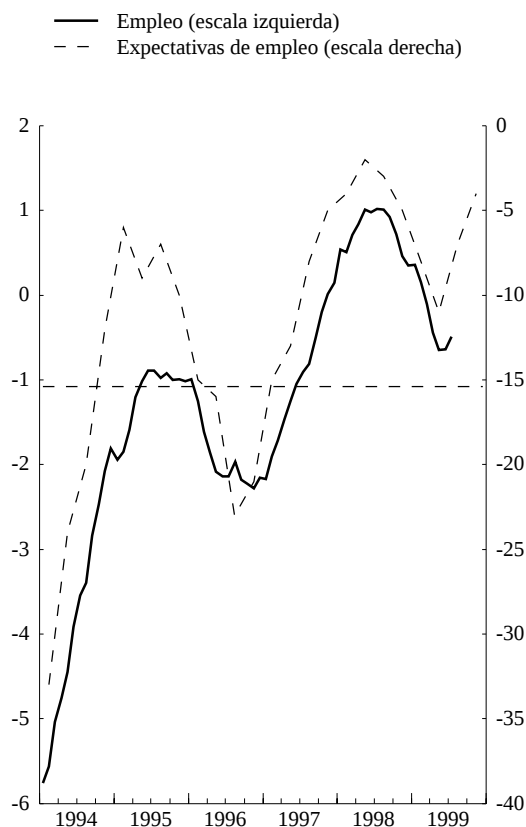
1) Tasas intertrimestrales: tasas de variación respecto al trimestre precedente; datos desestacionalizados.

2) Excluidos Bélgica e Irlanda; datos desestacionalizados.

Gráfico 15

Empleo y expectativas de empleo en las manufacturas en la zona del euro

(tasas interanuales de variación; la serie de expectativas de empleo está constituida por porcentajes netos)



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

Nota: La línea horizontal es la media de las expectativas de empleo para el período transcurrido desde 1985.

probable que se produzca un impacto adverso adicional sobre el crecimiento del empleo en la segunda mitad de 1999. No obstante, este ritmo relativamente sostenido de creación neta de empleo en la primera mitad del año oculta una evolución sectorial más divergente. Los datos de Eurostat apuntan a una caída del empleo en el sector manufacturero desde el cuarto trimestre de 1998, registrándose una tasa interanual del -0,6% en el segundo trimestre de 1999. En el sector de la construcción, para el que los datos disponibles indican una evolución bastante volátil, el empleo cayó en el segundo trimestre de 1999 (-0,2%), después de tres trimestres consecutivos de intenso crecimiento. En contraste con lo ocurrido en la industria y la construc-

ción, el ritmo de creación de empleo neto parece haberse mantenido estable en el resto de la economía durante la primera mitad de 1999, especialmente en el sector de servicios privados, según la información nacional parcial de que se dispone. En lo que se refiere al tercer trimestre, los datos nacionales disponibles hasta el momento sobre empleo total señalan un ritmo de creación de empleo ligeramente más intenso.

Según la encuesta empresarial de la Comisión Europea, las expectativas de empleo, que en el pasado han mostrado algunas propiedades de indicadores adelantados respecto del crecimiento efectivo del empleo en el sector manufacturero, iniciaron un movimiento alcista en la encuesta de julio y continuaron aumentando en la encuesta de octubre (véase gráfico 15). El Índice de Directores de Compras muestra, asimismo, un repunte del empleo en la segunda mitad de 1999. Estos resultados, que son coherentes con otros indicios de mejora en las manufacturas, sugieren que el proceso de destrucción de empleo en este sector está finalizando, pudiéndose incluso producir un aumento del empleo en la segunda mitad del año. Las expectativas de empleo en el sector de la construcción permanecen prácticamente estabilizadas desde la primavera a niveles inusualmente altos (véase gráfico 16). No obstante, en este sector, la evolución de las expectativas de empleo no siempre se ha correspondido con la realidad. Por último, en el sector del comercio al por menor, la opinión de los empresarios sobre la evolución del empleo se ha deteriorado ligeramente desde principios de año, si bien dichas expectativas siguen situadas por encima de la media a largo plazo. En conjunto, la evolución más reciente de las expectativas sobre empleo apunta a una tendencia de fortalecimiento gradual del crecimiento del empleo en la segunda mitad del año.

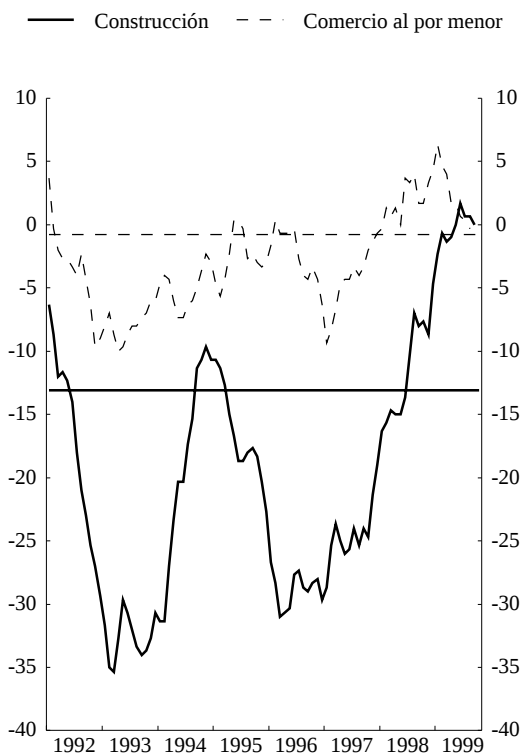
El desempleo se mantuvo estable en septiembre de 1999

La tasa normalizada de desempleo correspondiente a septiembre de 1999, publicada por Eurostat con posterioridad a la fecha de cierre

Gráfico 16

Expectativas de empleo en la zona del euro

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



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

Nota: las líneas horizontales son la media de las expectativas de empleo durante el período transcurrido desde enero de 1985, en el caso de la construcción, y desde febrero de 1986, en el del comercio al por menor.

del *Boletín mensual* de noviembre, se situó en el 10% (véase gráfico 17), el mismo nivel registrado en julio y agosto. Sin embargo, se ha producido una significativa revisión a la baja en la tasa de paro del período comprendido entre mayo y agosto que anteriormente se estimaba en un 10,2%. La estabilización de la tasa de desempleo por tercer mes consecutivo contrasta con la continua disminución registrada desde agosto de 1997. De hecho, se produjo una disminución de la tasa de desempleo de casi 0,1 puntos porcentuales entre agosto y septiembre, aunque se vio oscurecida por los efectos del redondeo. Este ligero descenso del desempleo resulta más evidente cuando se considera el desglose por edades, ya que tanto las tasas de desempleo de los jóvenes como las de los mayores de 25 años disminuyeron en septiembre, después de haber permanecido estables durante cuatro meses (véase cuadro 9). Los datos nacionales corres-

pondientes de que se dispone ya para el mes de octubre confirman el reinicio de una tendencia a la disminución del desempleo.

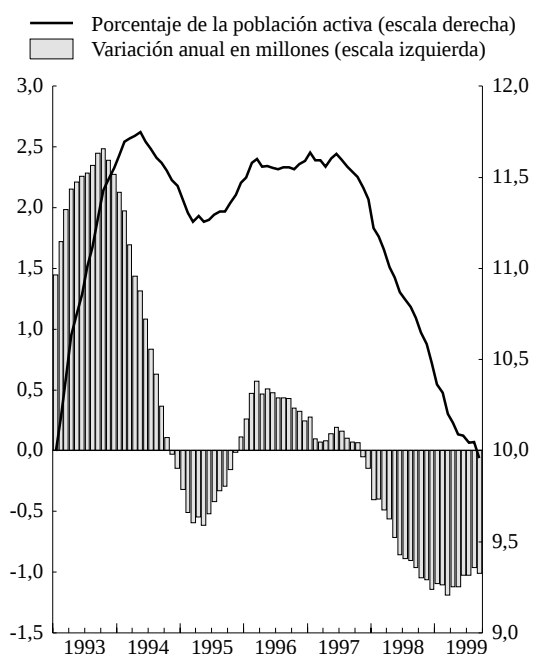
Considerando la evolución del mercado de trabajo desde una perspectiva de largo plazo, la caída del desempleo que se produjo durante más de dos años resulta haber sido relativamente lenta, dado el crecimiento sostenido del empleo registrado durante el mismo período. En realidad, es posible que la población activa haya crecido a mayor ritmo del observado durante la primera mitad de la década de 1990. Si los resultados de la Encuesta de Población Activa de 1999 confirman este hecho, podría significar que la continua expansión del empleo registrada durante dos años y medio ha ido estimulando gradualmente la incorporación o el retorno al mercado de trabajo.

Dos factores adicionales pueden haber influido en la evolución más reciente del desempleo. La ligera ralentización del crecimiento del empleo anteriormente descrita y, especialmente, la caída del empleo en el sector manufacturero contribuyeron al menor ritmo de reducción del des-

Gráfico 17

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; series desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 9

Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; 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
Total	11,6	11,6	10,9	10,6	10,3	10,1	10,0	10,2	10,1	10,1	10,0	10,0	10,0
Menores de 25 años ¹⁾	23,9	23,2	21,3	20,8	20,0	19,3	19,1	19,4	19,2	19,2	19,2	19,2	18,9
De 25 o más años ²⁾	9,8	9,9	9,4	9,2	9,0	8,9	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,7

Fuente: Eurostat.

Nota: De acuerdo con las recomendaciones de la OIT.

1) En 1998 esta categoría representaba un 24,0% del desempleo total.

2) En 1998 esta categoría representaba un 76,0% del desempleo total.

empleo que ha podido observarse de agosto de 1997 a junio de 1999. Además, en algunos países, los recortes de los programas de fomento del empleo, especialmente los dirigidos a los jóvenes, podrían explicar la estabilización de la tasa de desempleo de este grupo de población que se ha observado durante el verano. En cualquier caso, si el crecimiento del empleo se acelera de nuevo en la segunda mitad del presente año, es de esperar que el desempleo continúe disminuyendo.

En las presentes circunstancias, aunque la tasa de desempleo para la zona del euro sigue siendo alta en términos tanto históricos como internacionales, vale la pena mencionar que ya se evidencian tensiones en el mercado de trabajo de algunos países, como indica el aumento de las vacantes sin cubrir. En algunos países de la zona del euro, la escasez de mano de obra ha aparecido solamente en segmentos concretos del mercado de trabajo o en sectores específicos, pero en otros países son visibles en prácticamente todos los sectores de la economía. En el primer grupo de países, la escasez de trabajadores se concentra todavía en el sector informático, debido especialmente al aumento transitorio de la demanda de trabajo especializado generado por la transición al año 2000, mientras que en el segundo grupo mencionado, los requerimientos de mano de obra provienen de un crecimiento relativamente alto del PIB real en los últimos años.

Resumiendo, es posible que el crecimiento del empleo se haya reforzado gradualmente en la segunda mitad de 1999, por lo que el desempleo debería volver a su tendencia decreciente con un cierto retraso. En conjunto, bien podría ser que el empleo creciese en 1999 a aproximadamente la misma tasa en que lo hizo en 1998. Las previsiones disponibles sugieren que la tasa de desempleo debería declinar tan solo gradualmente durante los próximos dos años, es decir, a una media de en torno a 0,6 puntos porcentuales por año. Será necesario que la moderación salarial y la contención de los costes laborales, que han sido los factores clave para explicar el buen comportamiento del empleo durante los dos últimos años, continúen durante el año 2000 y años sucesivos, para asegurar una tasa sostenida de crecimiento del empleo en dichos años. En este sentido, será importante que la escasez local de trabajadores no dé lugar a demandas salariales excesivas que se extiendan por toda la economía durante las próximas negociaciones salariales. Esto apunta a la necesidad de reformas que aumenten la tasa de participación, y, por tanto, la tasa de empleo, que es relativamente baja en Europa. Junto con la moderación salarial, se requerirán también progresos adicionales en el terreno de las reformas estructurales, con objeto de estimular una evolución favorable del empleo que sea duradera y que permita reducir el desempleo hasta niveles más aceptables de forma sostenible.

Recuadro 6

Las perspectivas de la zona del euro desde 1999 a 2001

Después de una ralentización temporal a finales de 1998, el crecimiento del producto en la zona del euro se fortaleció durante la primera mitad de 1999, y se espera que se haya acelerado aún más en la segunda mitad del año. Las previsiones para el crecimiento del producto en la zona del euro en los años 2000 y 2001 han mejorado también en los últimos meses. Las previsiones más favorables presentan una mejora en las perspectivas del comercio mundial, así como una continuación de las favorables condiciones económicas internas en la zona del euro. Hasta el momento, el crecimiento mundial en 1999 ha sido más alto de lo que se esperaba a principios de año. Especialmente, la economía norteamericana ha continuado expandiéndose vigorosamente, mientras que la recuperación de las economías asiáticas se ha producido antes, y con más fuerza, de lo previsto. Asimismo, han mejorado las perspectivas de un crecimiento mundial estable en comparación con la primera parte de 1999, al remitir los efectos de las incertidumbres anteriores sobre la evolución de los mercados financieros internacionales.

El cuadro siguiente resume las perspectivas para el periodo 1999-2001, sobre la base de las últimas previsiones de otoño del FMI, la OCDE y la Comisión Europea, así como de los resultados de las encuestas de los analistas, es decir, *Consensus Forecast* y *Survey of Professional Forecasters*. Estas previsiones dependen inevitablemente de una serie de supuestos técnicos: en particular, las previsiones presentan hipótesis sobre la evolución futura en la zona del euro de los tipos de interés de mercado a corto y largo plazo, de los tipos de cambio y de los precios del petróleo, que pueden diferir entre los distintos analistas. Además, dichas previsiones se finalizaron en fechas distintas y se basan, por lo tanto, no solo en datos con horizontes temporales ligeramente diferentes, sino que tampoco pueden tener totalmente en cuenta los últimos acontecimientos. Con objeto de obtener una evaluación amplia de las perspectivas de evolución de los precios y de los riesgos para su estabilidad, el Consejo de Gobierno del BCE examina regularmente las previsiones que forman parte de un amplio conjunto de información sobre la evolución económica y financiera.

Favorables perspectivas de crecimiento

Las últimas proyecciones de crecimiento del producto en la zona del euro para el año 2000 han revisado al alza las realizadas en la primavera. En general, las previsiones apuntan actualmente a una cifra de crecimiento del producto en la zona del euro de alrededor del 2% para 1999, y a un aumento del crecimiento del PIB real hasta

Comparación de las previsiones para la zona del euro

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

	1999					2000					2001	
	FMI	OCDE	CE ¹⁾	SPF ²⁾	CF ³⁾	FMI	OCDE	CE ¹⁾	SPF ²⁾	CF ³⁾	OCDE	CE ¹⁾
Deflactor del consumo privado ⁴⁾	1,0	1,3	1,3	-	-	1,3	1,7	1,6	-	-	1,7	1,6
IAPC	-	-	1,2	1,1	1,1	-	-	1,5	1,5	1,5	-	1,5
Crecimiento del PIB	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,8	2,8	2,9	2,8	2,9	2,8	2,9
Tasa de desempleo ⁵⁾	10,3	10,2	10,0	10,2	-	9,7	9,6	9,4	9,7	-	9,1	8,8

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial* (octubre de 1999); OCDE, *Economic Outlook* (noviembre de 1999); Comisión Europea (otoño de 1999); *Survey of Professional Forecasters* (noviembre de 1999) y *Consensus Forecasts* (noviembre de 1999).

Nota: El FMI, *Survey of Professional Forecasters* y *Consensus Forecasts* no presentan previsiones para el año 2001.

1) Comisión Europea.

2) Elaborada a partir de un cuestionario que el BCE envía a 83 analistas de coyuntura de toda la UE, la encuesta *Survey of Professional Forecasters* proporciona información cuantitativa sobre las expectativas de inflación de la zona del euro con un horizonte temporal de hasta dos años de antelación. Para reunir el suficiente material de referencia, la encuesta recoge, asimismo, estimaciones del crecimiento previsto del PIB real de toda la zona del euro, así como de la posible evolución de la tasa de desempleo de la zona. La selección de los analistas se basa en las recomendaciones de los respectivos bancos centrales nacionales de la UE. La muestra se distribuye en forma bastante equitativa entre instituciones financieras (bancos) y otras instituciones (centros de investigación).

3) *Consensus Forecasts*.

4) Para el FMI: IPC.

5) En porcentaje de la población activa.

casi el 3%, tanto en el año 2000 como en el 2001. Es de esperar que las mejores perspectivas para el comercio mundial y la reforzada competitividad en la zona del euro tengan un impacto positivo sobre las exportaciones de la zona del euro, lo que apoyará el fortalecimiento actual de la actividad económica. Además, las condiciones internas de crecimiento pueden seguir considerándose favorables al inicio de una fase alcista del ciclo en la zona del euro. La situación financiera continúa siendo propicia para la inversión y el consumo privado, mientras que se espera que la continuación del crecimiento del empleo contribuya a mantener la confianza de los consumidores en un nivel alto y también a sostener el crecimiento del consumo privado. Esto sería coherente con un cierto grado de ralentización del crecimiento de la demanda interna en algunas de las economías que han venido creciendo con mayor rapidez. En conjunto, las proyecciones predicen que se mantendrá un crecimiento estable de la demanda interna a tasas por encima del 2,5% durante todo el horizonte temporal de las previsiones, lo cual implica una tasa de crecimiento similar a la observada en 1998. Se espera que la contribución al crecimiento de las exportaciones netas se haga positiva en los años 2000 y 2001, después de que su contribución fuese negativa en 1999.

Las incertidumbres que rodean a las recientes proyecciones de crecimiento pueden considerarse más equilibradas que las realizadas en primavera, y cabe esperar nuevos ajustes al alza de las previsiones de crecimiento. Concretamente, en un contexto caracterizado por una vigorosa confianza empresarial y de los consumidores, puede que la demanda interna de la zona del euro resulta tener más fuerza que la prevista en las previsiones actuales. Existen mayores incertidumbres respecto de la evolución futura del entorno externo. El comportamiento de las exportaciones podría ser mejor si las pérdidas de cuota de mercado experimentadas el año pasado se recuperaran con mayor rapidez de lo esperado. El riesgo a la baja proviene de la posibilidad de una expansión menor que la esperada de la demanda exterior a medio plazo en los Estados Unidos o en las economías emergentes. Por último, podrían producirse algunos efectos a corto plazo, y presumiblemente menores, sobre el patrón de crecimiento trimestral, a consecuencia del comportamiento de los agentes económicos a finales de año en relación con el cambio de siglo.

Se espera que continúe el crecimiento del empleo

A pesar del menor crecimiento del PIB real, se estima que el crecimiento del empleo en la zona del euro se situará en 1999 por encima del 1%. Este crecimiento relativamente alto del empleo ha sido atribuido a un conjunto de factores, incluida la respuesta retardada y relativamente baja del crecimiento del empleo a la reciente desaceleración cíclica, a la moderación salarial de los años anteriores y al aumento del trabajo a tiempo parcial relacionado con medidas activas en el mercado de trabajo. Se espera que los salarios nominales crezcan este año entre un 2% y un 2,5%.

Se espera que el repunte de la actividad económica genere un aumento cíclico de la productividad. Teniendo en cuenta el moderado incremento en el crecimiento de los salarios nominales estimado en las previsiones disponibles, los costes laborales unitarios podrían aumentar alrededor del 1% anual en el año 2000 y en el 2001. Las proyecciones implican, por lo tanto, un crecimiento del empleo en dicho período aproximadamente similar al experimentado este año.

La tasa de desempleo ha continuado descendiendo a lo largo de 1999. Las previsiones prevén una disminución de la tasa de desempleo hasta cerca del 9% para el año 2001, una vuelta, por tanto, a los niveles registrados a principios de la década de 1990. Aunque los esfuerzos realizados en el pasado para reformar los mercados laborales parecen haber sido efectivos al estimular el crecimiento del empleo, los progresos generados por las reformas son desiguales en los distintos países. La realización de esfuerzos adicionales dirigidos a eliminar los obstáculos para el mejor funcionamiento de los mercados de trabajo contribuiría significativamente a aumentar el potencial de crecimiento sostenido no inflacionista en la zona del euro.

Se espera que la tasa de variación de los precios de consumo aumente algo, aunque manteniéndose por debajo del 2%

Según las previsiones disponibles, se espera que la tasa de variación de los precios de consumo aumente en el año 2000 y en el 2001, aunque manteniéndose por debajo del 2%. Las previsiones recientes sugieren que los precios de consumo aumentarán alrededor de un 1,5% por término medio, tanto en el año 2000 como en el 2001. El reciente aumento de los precios del petróleo probablemente genere un incremento transitorio de la tasa de variación del componente energético de los precios de consumo, que alcanzará su máximo a principios del 2000 y que descenderá de nuevo a lo largo del año. No obstante, a medida que el fortalecimiento del crecimiento económico se acelere, se espera que la tasa de variación de los precios de consumo se eleve durante el período de predicción para alcanzar una tasa superior al 1,5% hacia finales del año 2001. Es probable que la actual desregulación de los servicios públicos tenga efectos sobre la reducción de la tasa de variación de los precios, compensando, en parte, el crecimiento cíclico de los márgenes de beneficio.

Existen varios factores que contribuyen al aumento de la incertidumbre en relación con las perspectivas de los precios de consumo, en comparación con las previsiones anteriores elaboradas en la primavera. Primero, el comportamiento de la evolución monetaria y crediticia está creando incertidumbres. Otra fuente de incertidumbre son los precios de las importaciones, debido al aumento de los precios del petróleo y a la reciente caída del tipo de cambio efectivo del euro. Aunque el impacto directo de la evolución de los precios de las importaciones sobre la tasa de variación de los precios de consumo debería ser, en gran parte, transitoria, siguen existiendo incertidumbres sobre la medida en la cual dará lugar a aumentos adicionales en los costes salariales y en los precios, lo que puede depender también de la evolución de la tasa de variación del producto. Por último, las reducciones de precios provenientes de la desregulación de los servicios públicos podrían ejercer una presión a la baja sobre los precios de consumo más pronunciada de lo que anticipan las previsiones existentes.

4 Evolución presupuestaria

Las condiciones para el saneamiento presupuestario han mejorado

Las estimaciones actuales de la evolución presupuestaria en 1999 revelan un panorama más alentador de lo que cabría esperar a principios del verano pasado. La relación entre el déficit de las Administraciones Públicas y el PIB en la zona del euro puede ascender en promedio a 1,5%, es decir, medio punto porcentual menos que en 1998, según las previsiones económicas más recientes de la Comisión Europea y de la OCDE (véase el cuadro 10). A principios del verano, las mismas instituciones habían previsto para el conjunto del año una relación entre el déficit y el PIB de alrededor del 2% (véase la edición de junio de 1999 del *Boletín Mensual del BCE*), que representaba tan solo un ligero descenso con respecto a 1998. La positiva evolución de la situación presupuestaria obedece, sobre todo, al hecho de que en muchos Estados miembros los ingresos públicos han superado las previsiones, lo que es

atribuible, por una parte, a una mejora de la situación económica en comparación con previsiones anteriores, y, por otra, a una revisión de los resultados presupuestarios de 1998, que ha influido favorablemente en 1999.

Según las previsiones actuales, los objetivos establecidos por los Estados miembros para la relación entre el saldo presupuestario y el PIB en 1999 se alcanzarán en promedio en la zona del euro, si bien quizá no ocurra lo mismo a escala individual. Dichos objetivos se establecieron en los programas de estabilidad presentados a finales de 1998 y se basaron, en gran medida, en supuestos con respecto a las tasas de crecimiento económico que, en algunos casos, resultaron optimistas debido a la desaceleración de la actividad económica que se produjo en el primer semestre de 1999. En cuanto a la ratio de deuda, se estima que se reducirá más lentamente de lo previsto. Por lo tanto, las estimaciones actuales de la deuda pública como porcentaje del

Cuadro 10**Previsiones de la evolución fiscal en la zona del euro***(en porcentaje del PIB; variación interanual)*

		1998	1999	2000
Saldo presupuestario	Comisión Europea ¹⁾	-2,0	-1,6	-1,2
	OCDE ²⁾	-2,0	-1,6	-1,2
	Programas de estabilidad ³⁾	- ⁴⁾	-1,8	-1,6
Saldo presupuestario ajustado cíclicamente	Comisión Europea ¹⁾	-1,7	-1,2	-1,0
	OCDE ²⁾	-1,6	-1,1	-0,9
	Programas de estabilidad ³⁾	- ⁴⁾	-	-
Saldo presupuestario primario	Comisión Europea ¹⁾	+2,7	+2,8	+3,0
	OCDE ²⁾	-	-	-
	Programas de estabilidad ³⁾	- ⁴⁾	+2,7	+2,7
Deuda bruta	Comisión Europea ¹⁾	73,5	73,1	71,5
	OCDE ²⁾	-	72,9	-
	Programas de estabilidad ³⁾	- ⁴⁾	72,5	71,3
Pro memoria: Tasa de crecimiento del PIB real	Comisión Europea ¹⁾	2,7	2,1	2,9
	OCDE ²⁾	2,8	2,1	2,8
	Programas de estabilidad ³⁾	- ⁴⁾	2,5	2,7

*1) Previsiones económicas, otoño de 1999.**2) Economic Outlook, edición preliminar, noviembre de 1999.**3) Estimaciones de la Comisión Europea sobre la base de los programas de estabilidad instrumentados por las autoridades.**4) Los programas de estabilidad de los Estados miembros no son aplicables a 1998.**5) En porcentaje del PIB potencial.*

PIB podrían situarse al final de 1999 en niveles más altos que los previstos en meses anteriores y establecidos como objetivo en los programas de estabilidad.

Para el año 2000, la Comisión Europea y la OCDE prevén actualmente una nueva mejora del saldo presupuestario en el conjunto de la zona del euro, que situaría la relación entre el déficit y el PIB ligeramente por encima del 1%. A juzgar por estas previsiones, en los años 1999 y 2000, tres países registrarían superávit presupuestarios, pero algunos Estados miembros todavía seguirían registrando déficit cercanos o superiores al 2% del PIB, mientras que la relación entre la deuda pública y el PIB se reduciría en promedio 1,5 puntos porcentuales en el año 2000. Ello representaría la mayor caída con respecto al máximo que alcanzó la ratio de deuda de la zona del euro en 1996. Sin embargo, más de la mitad de los países integrantes de la zona seguirá registrando ratios de deuda superiores al valor de referencia del 60%.

Los planes de saneamiento presupuestario no son suficientemente ambiciosos

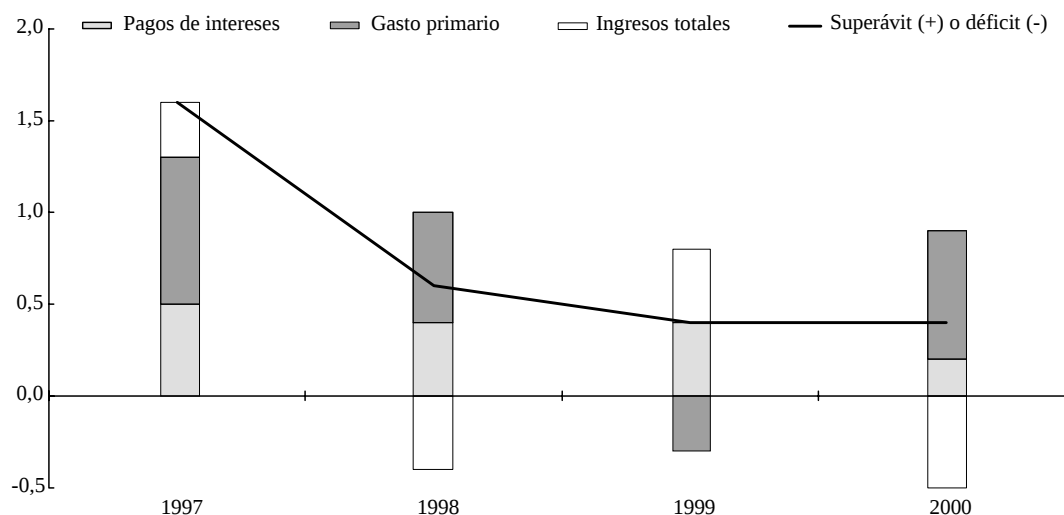
La mayoría de los Estados miembros ha expresado con claridad en debates recientes sobre la orientación de su política fiscal que se propone avanzar aún más en el saneamiento de las finanzas públicas para alcanzar posiciones presupuestarias congruentes con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Al mismo tiempo, tienen la intención de aprovechar las favorables perspectivas económicas para introducir cambios en la tributación encaminados a fomentar el crecimiento y el empleo. Estos dos objetivos son más complementarios que contradictorios, pero la consecución del equilibrio entre uno y otro sigue siendo una tarea ardua para las políticas fiscales de los países miembros.

Basándose en los planes presupuestarios de cada gobierno, la Comisión Europea prevé que el descenso de la ratio de déficit en la zona del

Gráfico 18

Variación de la situación presupuestaria media de la zona del euro: contribución de los ingresos, el gasto primario y los pagos de intereses

(en puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

euro en los años 1999 y 2000 se verá estimulado por las reducciones del porcentaje del PIB que representa el gasto público. No obstante, se espera que la reducción del porcentaje de gasto se producirá, sobre todo, en el año 2000, mientras que en 1999 dicho porcentaje se mantendrá, en general, constante. Además, se prevé que el descenso total en esos dos años será pequeño en comparación con años anteriores (véase el gráfico 18, en el que se describen como factores positivos para las variaciones del saldo presupuestario una reducción del gasto como porcentaje del PIB y un aumento de la ratio de ingresos). La reducción de los pagos de intereses como porcentaje del PIB contribuirá notablemente al descenso previsto del gasto total, como ha ocurrido en los últimos años. El porcentaje del PIB que representan los pagos de intereses está disminuyendo, en gran medida, como resultado de un descenso de los tipos de interés medios de la deuda pública (debido a la refinanciación de la deuda a largo plazo a tipos más bajos que los originales) y, en mucho menor grado, a

la bajada de las ratios de deuda. En general, según las previsiones de la Comisión Europea, el gasto primario en relación con el PIB solo se reducirá 0,4 puntos porcentuales en 1999-2000. Durante este período, se prevé que los ingresos públicos como porcentaje del PIB se mantendrán, en términos generales, constantes a un nivel que, ligeramente inferior al 50% del PIB, seguirá siendo muy alto en la zona del euro.

Todas estas tendencias deben contemplarse en el contexto de unas situaciones presupuestarias que aún distan mucho del equilibrio en la zona del euro y que, además, no se prevé que vayan a mejorar significativamente en 1999 ni en el año 2000. Como resultado del moderado descenso del gasto primario como porcentaje del PIB, la ratio del superávit primario dentro de la zona del euro se mantendrá constante en 1999 y solo aumentará ligeramente en el año 2000 para situarse en el 3%, según las estimaciones de la Comisión Europea. Conforme a dichas estimaciones, la relación entre el saldo presupuestario ajustado cíclicamente y el PIB en el conjunto de la zona del euro mejorará 0,5 puntos porcentuales en 1999 y 0,2 puntos porcentuales en

el año 2000 (véase el gráfico 19). En el año 2000, se prevé que dicho saldo seguirá registrando un déficit de alrededor del 1% del PIB. A pesar de las diferencias que, generalmente, existen entre las estimaciones del saldo presupuestario de la zona del euro, ajustado cíclicamente, proporcionadas por las distintas instituciones, debido a la aplicación de diferentes metodologías, las variaciones anuales previstas por las distintas fuentes son bastante congruentes.

Las estimaciones actuales de la Comisión Europea significan que la ratio del saldo primario de la zona del euro, ajustado cíclicamente, que se define como la ratio de déficit ajustada cíclicamente, excluidos los pagos de intereses del gobierno, no habrá mejorado en el período comprendido entre los años 1998 y 2000, es decir, en tres años consecutivos. De lo que se desprende que las posiciones presupuestarias en toda la zona del euro seguirán dependiendo, sobre todo, de la situación económica y de los tipos de interés, mientras que las medidas de saneamiento de las finanzas públicas no parecen influir demasiado. Debido al fortalecimiento previsto de la actividad económica, el año 2000 debería ser una

buena ocasión para ajustar las políticas fiscales en la zona del euro a fin de alcanzar una situación más próxima al equilibrio.

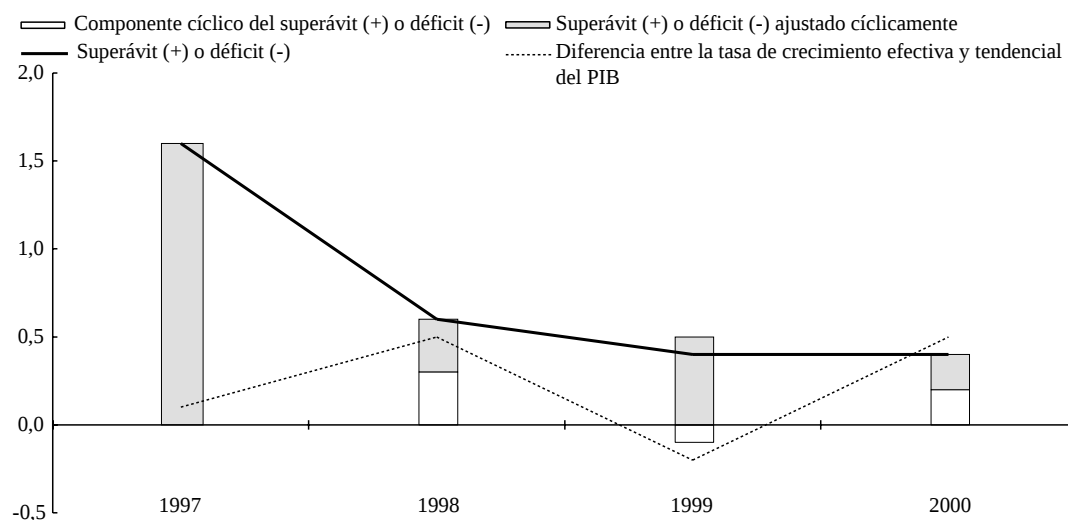
Se necesitan más esfuerzos para conseguir unas situaciones presupuestarias cercanas al equilibrio o con superávit

A pesar de que se espera una reducción adicional del déficit público y de los niveles de la deuda en relación con el PIB, será necesario realizar más esfuerzos para alcanzar unas situaciones presupuestarias cercanas al equilibrio o con superávit. En los casos en que se prevé que las situaciones presupuestarias quedarán relativamente alejadas del equilibrio, se precisan unas medidas de política fiscal adicionales que limiten el riesgo de no cumplir con el valor de referencia del 3% del PIB en el futuro. Además, las previsiones presupuestarias actuales se basan en el supuesto de que las medidas fiscales contempladas se aplicarán en su totalidad y serán eficaces. En la mayor parte de los países, deben establecerse cuanto antes unos márgenes de seguridad suficientes para poder hacer frente a los efectos de posibles recesiones futuras o a otros

Gráfico 19

Variación de la situación presupuestaria media de la zona del euro: componentes cíclicos y no cíclicos

(en puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

acontecimientos no relacionados con el ciclo económico, con el fin de cumplir con la exigencia de situaciones presupuestarias a medio plazo cercanas al equilibrio o con superávit recogida en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por otro lado, el margen de seguridad requerido para cumplir con esta exigencia debería tener también en cuenta otras cargas para las finanzas públicas, como las relativas a unas ratios de deuda demasiado elevadas y a las consecuencias financieras del envejecimiento de la población.

Las próximas actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia de los Estados miembros deberían reflejar el compromiso de los gobiernos de tener en cuenta todas estas exigencias. En este sentido, cabe recordar las

«Directrices generales de política económica de los Estados miembros y de la Comunidad» formuladas por el Consejo Europeo en 1999, en las que se insta a los Estados miembros a que *«si las perspectivas económicas son mejores de lo que estaba previsto en sus programas de estabilidad o convergencia, anticipen los esfuerzos de ajuste presupuestario contemplados en sus programas para el año 2000 y, si los programas prevén un ajuste mínimo, aspiren a unos objetivos más ambiciosos y actualicen sus programas de estabilidad o convergencia en consecuencia»*. Finalmente, siempre de conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, debería reducirse la carga fiscal sobre las economías y avanzar más en el camino de la liberalización y de la reforma del sector público.

Recuadro 7

Estadísticas de finanzas públicas basadas en el SEC 95

A partir de 1999, las cifras de la contabilidad nacional relativas al sector público deben ser elaboradas de acuerdo con el nuevo Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95)¹. Se espera que la aplicación del SEC 95 mejore la calidad de los datos en términos tanto de la comparabilidad —el SEC 95 es obligatorio para todos los Estados miembros de la UE— como de la metodología utilizada. Las mejoras metodológicas consisten en una delimitación más clara del sector de Administraciones Públicas (la distinción entre productores de mercado y no de mercado se basa en el concepto de precios «económicamente significativos»), unos conceptos más actualizados (como el registro del arrendamiento), el registro de las transacciones de una forma más acorde con criterios económicos (según el principio del devengo en lugar del criterio de caja) y unas prácticas de medición más precisas (la inclusión del consumo de capital en carreteras y puentes, etc.).

La mayor parte de los Estados miembros disponen ya de datos relativos al sector de Administraciones Públicas elaborados de acuerdo con el nuevo sistema. (Sin embargo, las cuentas financieras no estarán disponibles hasta el 2000). Los agregados de recursos, empleos y déficit públicos que figuran en el cuadro 7 de la sección de «Estadísticas de la zona del euro» del presente *Boletín mensual* se publican por primera vez sobre la base de los datos nacionales del SEC 95². Sin embargo, las cifras de déficit y de deuda transmitidas por los Estados miembros a la Comisión Europea en septiembre de 1999 en el marco del procedimiento de déficit excesivo han sido todavía elaboradas de acuerdo con el SEC 79 (véanse los datos de deuda pública para la zona del euro y los datos relativos a los países de dicha zona en el cuadro 7). La publicación del primer informe basado en el nuevo sistema está prevista para marzo del 2000³.

Las diferencias entre los datos del SEC 95 y del SEC 79 se deben solo en parte a estos cambios metodológicos. Existen otras diferencias procedentes de la aplicación práctica del nuevo sistema. En general, los institutos nacionales de estadística han aprovechado el cambio al SEC 95 para modificar la interpretación estadística y, por lo tanto, el registro de determinadas transacciones y para incorporar nuevas fuentes de datos. Por otro lado, los datos expresados en porcentaje del PIB se han visto también afectados por la revisión del nivel de este. En la misma medida en que suben los niveles globales del PIB general, disminuyen las ratios.

Los recursos totales y los empleos totales del SEC 95 en porcentaje del PIB son para los últimos años, en promedio, inferiores en 1 punto porcentual a los porcentajes en términos del SEC 79. La revisión ha afectado en partes prácticamente iguales al incremento del PIB y a la variación de los recursos y empleos nominales. Entre países, la magnitud e incluso el signo de los cambios en las categorías de recursos y empleos difieren sustancialmente. Las revisiones metodológicas no tienen el mismo efecto en todos los capítulos y las revisiones realizadas en el ámbito nacional son frecuentemente mayores que las del SEC. El descenso de las ratios de recursos y empleos se debe, principalmente, a unos niveles inferiores de cotizaciones sociales, de transferencias a los hogares y de remuneración de los asalariados. Esto refleja la exclusión de unidades previamente incluidas en la Seguridad Social y de unidades del sector de Administraciones Públicas dedicadas a la atención sanitaria. El cambio en la ratio de déficit —en torno a $\pm 0,1$ punto porcentual para los últimos años— es mucho menor que el cambio en las diferentes categorías de recursos y empleos, puesto que muchas revisiones son simples reclasificaciones entre diferentes categorías. Por el contrario, los cambios en la delimitación del sector de Administraciones Públicas y la adopción de la contabilidad basada en el principio del devengo afectan al déficit. En algunos casos, el efecto de este último cambio tiende a desaparecer en unos años. Dado que la evolución general a lo largo del tiempo de los principales indicadores de las finanzas públicas es similar en el método de registro tanto del SEC 95 como del SEC 79, el cambio de modelo estadístico no proporciona una imagen diferente del proceso de convergencia.

1 *Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo de 25 de junio de 1996 relativo al sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad. Diario Oficial de las Comunidades Europeas L 310 de 30 de noviembre de 1996.*

2 *Se dispone de datos del SEC 95 relativos a recursos y empleos para cerca del 85% de la zona del euro; para los demás países participantes, se han utilizado datos del SEC 79 actualizados.*

3 *La deuda pública no es un concepto del SEC. Este concepto está definido en el Reglamento (CE) n° 3605/93 del Consejo en relación con el SEC 79 y deberá ser modificado de conformidad con el SEC 95.*

5 Entorno macroeconómico mundial, tipos de cambio y balanza de pagos

El entorno mundial sigue mejorando

El entorno macroeconómico mundial de la zona del euro sigue mejorando. Concretamente, el sobresaliente comportamiento de la economía estadounidense se ha confirmado a la vista de los datos más recientes, que indican que se mantiene el sólido crecimiento del PIB real al tiempo que la inflación subyacente permanece, en general, sin cambios. En Japón, la recuperación parece estar en marcha, si bien sigue siendo incierta y desigual, mientras que las economías del resto de Asia se están recuperando con fuerza. La economía británica se está fortaleciendo rápidamente, impulsada por la demanda interna. En Europa oriental, tras los decepcionantes resultados obtenidos en los meses anteriores del año, se ha producido un repunte del crecimiento, bastante en consonancia con las expectativas. Con todo, en Rusia persiste un alto grado de incertidumbre. En América Latina, aunque las perspectivas globales siguen siendo positivas, la recuperación es todavía precaria en varios países.

Como consecuencia de la notable mejora de las perspectivas generales, tanto la OCDE como la Comisión Europea han revisado al alza sus proyecciones sobre el crecimiento de la producción mundial. Según la OCDE, se prevé un aumento de la producción mundial del 3% para este año y de alrededor del 3,5% en el año 2000 (véase el cuadro 11). En el ámbito de la OCDE, se prevé que la inflación aumentará un poco, pero seguirá siendo inferior al 2% en los próximos dos años. La Comisión Europea también ha revisado al alza las previsiones de crecimiento que publicó en abril y las sitúa ahora en niveles del 3% y del 3,6% para 1999 y el año 2000, respectivamente. Con respecto a los riesgos que amenazan a las perspectivas mundiales, tanto la OCDE como la Comisión Europea han manifestado su inquietud por los desequilibrios en la balanza de pagos de algunas de las principales regiones. A este riesgo, la OCDE añade el impacto que pueda tener el proceso de reestructuración, aún inconcluso, de los sectores financiero y empresarial de las economías emergentes de Asia, así como la precaria situación económica de Sudamérica.

Cuadro I I**Previsiones de la OCDE y de la Comisión Europea***(tasas interanuales de variación)*

	Previsiones OCDE y CE, noviembre 1999						Diferencias entre las previsiones de la OCDE actuales y de junio, y de las de la CE actuales y de la primavera			
	OCDE		CE		OCDE		CE		OCDE	
	1999		2000		2001		1999		2000	
Crecimiento PIB real										
Mundo	3,0	3,0	3,5	3,6	3,4	3,7	0,6	0,9	0,6	0,7
Estados Unidos	3,8	3,8	3,1	2,8	2,3	2,5	0,2	1,1	1,4	0,6
Japón	1,4	1,3	1,4	1,6	1,2	2,1	2,3	2,6	1,4	1,1
Zona del euro	2,1	2,1	2,8	2,9	2,8	2,9	0,0	-0,1	0,2	0,2
Importaciones de bienes y servicios										
Mundo	4,9	4,8	7,1	6,3	6,3	6,0	1,0	0,9	1,5	0,7

Fuente: OCDE y Comisión Europea.

En *Estados Unidos*, la evolución económica ha seguido caracterizándose por una combinación de sólido crecimiento, descenso del desempleo e inflación moderada. Tras un cierto debilitamiento en el segundo trimestre, la expansión de la economía estadounidense volvió a afianzarse en el tercer trimestre de 1999 al registrar el PIB real una tasa (anualizada) de crecimiento del 5,5% con respecto al trimestre anterior. La expansión en el tercer trimestre fue impulsada, sobre todo, por el consumo privado y la inversión privada en capital fijo, así como por un sólido repunte de la acumulación de existencias. Sin embargo, la contribución de las exportaciones netas siguió siendo muy negativa y redujo la tasa anualizada de crecimiento del PIB en casi un punto porcentual.

Lo más probable es que el ritmo de la expansión se mantenga en el cuarto trimestre de 1999, apoyado, entre otros factores, por un aumento de la demanda, atribuible, posiblemente, a la transición al año 2000. Una menor contribución negativa de las exportaciones netas, en consonancia con el fortalecimiento de la demanda mundial, podría ser también beneficiosa para el crecimiento. La rápida mejora de las perspectivas mundiales ha sido el principal factor determinante de la recuperación en el sector manufacturero. No obstante, se observan indicios de cierta desaceleración en los componentes del gasto más sensibles a los

tipos de interés, sobre todo en el mercado de la vivienda, en el que los indicadores señalan una disminución sostenida de la actividad.

En cambio, por lo que respecta a la evolución del mercado de trabajo, todo hace pensar que la economía estadounidense se encuentra en una fase de rápida expansión. La tasa de desempleo ha vuelto a caer hasta un mínimo histórico en 30 años, situándose en el 4,1% en octubre. Al mismo tiempo, la evidencia de acumulación de presiones salariales o inflacionarias en la economía sigue siendo escasa, debido principalmente al continuo incremento de la productividad, así como al aumento de la competencia en los mercados de bienes. Si bien la inflación anual observada se elevó al 2,6% (en cifras interanuales) en septiembre y octubre (debido, sobre todo, a las alzas de los precios energéticos y a un aumento transitorio de los precios del tabaco), la inflación subyacente se ha mantenido en un nivel del 2,1% en los últimos meses. El 16 de noviembre de 1999, en vista de la sólida y continua expansión de la actividad económica y de las tensiones del mercado de trabajo, la Reserva Federal elevó el tipo de interés de los fondos federales en 25 puntos básicos, situándolo en el 5,5%, para controlar a medio plazo las presiones inflacionistas. Con esta medida, el tipo básico se aproxima al nivel vigente antes del inicio de la crisis financiera de Rusia en el verano de 1998, lo que podría con-

tribuir a desacelerar, a medio plazo, las tasas de crecimiento del producto hasta niveles más cercanos al crecimiento potencial.

En *Japón*, la evolución observada en el tercer trimestre sigue dando señales ambivalentes. Por lo que respecta a la demanda, el único aspecto positivo lo ofrecieron los datos de aduanas, que indican un crecimiento del comercio exterior de alrededor del 5% (en tasas intertrimestrales). Sin embargo, al mismo tiempo, se prevé una disminución del consumo real en el tercer trimestre, tras un repunte en el segundo, y una contracción de la inversión privada. En cuanto a la oferta, los datos son, en general, más positivos; especialmente, la producción industrial, que registró un incremento del 4% (en tasas intertrimestrales) durante el tercer trimestre, tras haberse reducido un 1% en el segundo.

A medio plazo aún persisten dudas con respecto a la duración de la actual recuperación, en la medida en que el consumo privado sigue siendo débil y las expectativas sobre la inversión de las empresas privadas continúan siendo pesimistas para un futuro cercano. Con este telón de fondo, el Gobierno de Japón aprobó al final de noviembre un nuevo paquete de estímulo fiscal de gran envergadura, por un importe total de 18 billones de yenes (es decir, alrededor del 3,6% del PIB). De esta cifra, se estima que el aumento del gasto público en que efectivamente se incurrirá en el próximo ejercicio (que comienza en abril del año 2000) ascenderá a unos 6,8 billones de yenes (1,4% del PIB). Los gastos adicionales se distribuyen por igual entre inversión pública, por un lado, y, por el otro, medidas encaminadas a apoyar a las pequeñas y medianas empresas, crear empleo y fomentar la construcción de viviendas. Estas medidas de estímulo fiscal tan extraordinarias deberían contribuir a mantener el crecimiento del PIB a partir del segundo trimestre del próximo año, pero también han suscitado la inquietud de los mercados con respecto al elevado nivel de endeudamiento de las administraciones públicas japonesas, que ascendía al 60% del PIB en 1992 y que, según estimaciones, se situará en el 125% del PIB cuando finalice el actual ejercicio fiscal en marzo del año 2000.

En el *Reino Unido*, la recuperación económica, después de la desaceleración producida a finales de 1998 y principios de 1999, sigue cobrando impulso, estimulada, en gran medida, por la demanda interna. En el tercer trimestre, se estima que el crecimiento del PIB ha sido del 0,9% (en tasas intertrimestrales). En el sector manufacturero, que se vio especialmente afectado por la desaceleración, se ha observado recientemente una notable mejora y también han mejorado ligeramente los intercambios comerciales en el tercer trimestre. Debido a la solidez de la demanda interna, los mercados de vivienda y trabajo parecen estar dominados por el exceso de demanda, habiéndose registrado en el tercer trimestre rápidas alzas en los precios de la vivienda y una caída de la tasa de desempleo al 5,9%. Hasta ahora, nada de esto se ha reflejado en un aumento de la inflación. Medida por el Índice de Precios al por Menor que excluye los pagos de intereses hipotecarios, la tasa de inflación interanual aumentó al 2,2% en octubre y sigue manteniéndose por debajo del objetivo del 2,5% establecido por las autoridades. La inflación medida por el IAPC fue de 1,2% en octubre.

En *las economías de Asia, excluido Japón*, la recuperación observada anteriormente se ha transformado en un repunte en «V» de la actividad económica. De acuerdo con la información más reciente, el crecimiento del PIB podría alcanzar, como mínimo, un 4% en la mayoría de los países de la región, salvo en Hong Kong e Indonesia, que solo registrarán un crecimiento ligeramente positivo. En el caso de Corea, el socio comercial más importante de la zona del euro entre los países más afectados por la crisis, el repunte sobrepasa incluso las expectativas más optimistas y, para el conjunto de 1999, se prevé, en términos generales, una tasa de crecimiento del PIB real de alrededor del 8%. Al compás de la recuperación, se han estabilizado, en general, los indicadores del mercado financiero. Concretamente, se han producido fuertes repuntes en los mercados bursátiles locales y se han reducido notablemente los diferenciales de los bonos con respecto a la deuda pública de Estados Unidos.

Las perspectivas económicas de *Europa oriental* han mejorado recientemente, de acuerdo con las expectativas, tras los decepcionantes resultados obtenidos en el primer trimestre de 1999. En Hungría y Polonia, el crecimiento del PIB real repuntó en el segundo trimestre y se prevé que, para el conjunto de 1999, alcance niveles del 3,5%-4% en ambas economías. En la República Checa, la situación económica parece estar mejorando paulatinamente, pero se prevé que el crecimiento del PIB real siga registrando cifras ligeramente negativas para el conjunto de 1999. La economía rusa sigue viéndose afectada por la falta de solidez de las variables económicas fundamentales, aunque en el sector real se han producido algunas señales positivas, incluido un repunte de la producción industrial. Para el año en curso, la mayoría de las proyecciones indica que se registrarán tasas de crecimiento positivas, tras la contracción del 4,6% que sufrió el PIB real en 1998.

En *América Latina*, están mejorando las perspectivas de crecimiento: Méjico sigue registrando

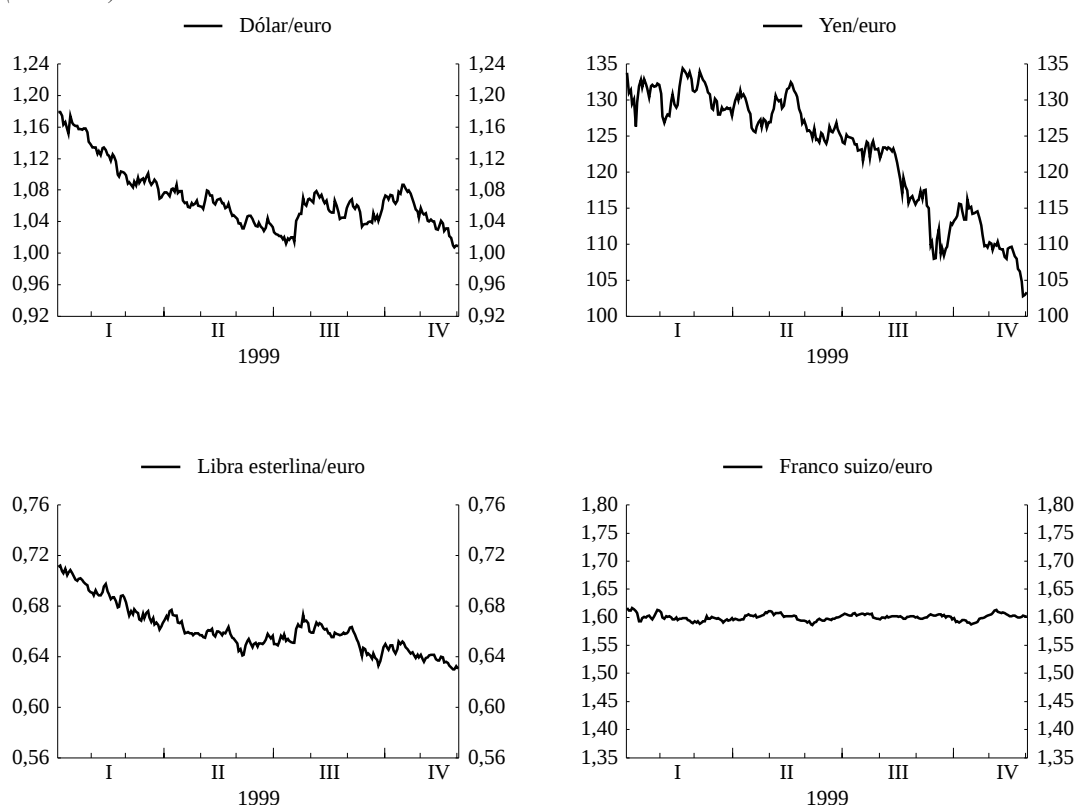
un sólido crecimiento y excelentes resultados en materia de comercio exterior; Brasil está saliendo de la recesión y Argentina lo hará probablemente el próximo año. En general, han mejorado los indicadores de estabilidad financiera de la región y se han recuperado los mercados bursátiles. Al mismo tiempo, se han reducido en su mayoría los diferenciales internacionales de los bonos y se ha evitado que algunos períodos de turbulencia de los mercados, que han afectado a unos pocos países pequeños, se propaguen al resto de la región.

El euro refleja todavía las diferencias en el crecimiento económico

Tras un período de relativa estabilidad, el euro marcó nuevos mínimos con respecto al dólar de Estados Unidos, el yen japonés y la libra esterlina hacia finales de noviembre. A primeros de mes, la reacción de los principales tipos de cambio frente a las decisiones que, en materia de política monetaria se adoptaron en el Reino Unido, los Es-

Gráfico 20 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

tados Unidos y la zona del euro, fue mínima, dado que los mercados las habían previsto ya en gran medida.

Durante el mes de noviembre, el euro se depreció frente al dólar (véase gráfico 20) en el contexto de un aumento de los diferenciales de rendimiento de los bonos entre Estados Unidos y la zona del euro y de la publicación de datos que parecían indicar que se mantendría el sólido crecimiento económico en Estados Unidos. La publicación de los datos que confirmaban el vigoroso crecimiento del PIB real en el tercer trimestre, los nuevos y significativos incrementos de la productividad y la relativa moderación de los costes laborales fueron los factores más cruciales a este respecto. Parece que la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de elevar los tipos de interés en 50 puntos básicos el 4 de noviembre de 1999 contribuyó a una bajada de los tipos de interés a largo plazo al reducirse las expectativas de inflación y la incertidumbre respecto a la misma en la zona del euro. A diferencia de lo ocurrido en la zona del euro, los rendimientos de los bonos de Estados Unidos aumentaron, lo que puede haber coadyuvado al fortalecimiento del dólar frente al euro a partir de mediados de noviembre. El 1 de diciembre, el euro se cotizaba a 1,01 dólares, es decir, alrededor de un 14% menos que al comienzo del año.

Durante casi todo el mes de noviembre, el yen japonés se mantuvo relativamente estable frente al dólar en comparación con los meses anteriores y, al mismo tiempo, se apreció frente al euro. Sin embargo, hacia final de mes, el yen marcó nuevos máximos del año frente a ambas divisas, lo que obligó al Banco de Japón a intervenir. Si bien este repunte parece debido, en gran medida, a factores técnicos, como las estrategias de limitación de pérdidas, algunas de las estadísticas más recientes han incidido positivamente en el yen. Concretamente, varios analistas han revisado notablemente al alza sus previsiones con respecto a Japón, lo que ha contribuido significativamente al fortalecimiento del yen en los últimos meses. El euro se depreció frente al yen en torno al 6,2% durante el período analizado, cotizándose el 1 de diciembre a 103,35 yenes, es decir, alrededor de un 23% menos que a principio de año.

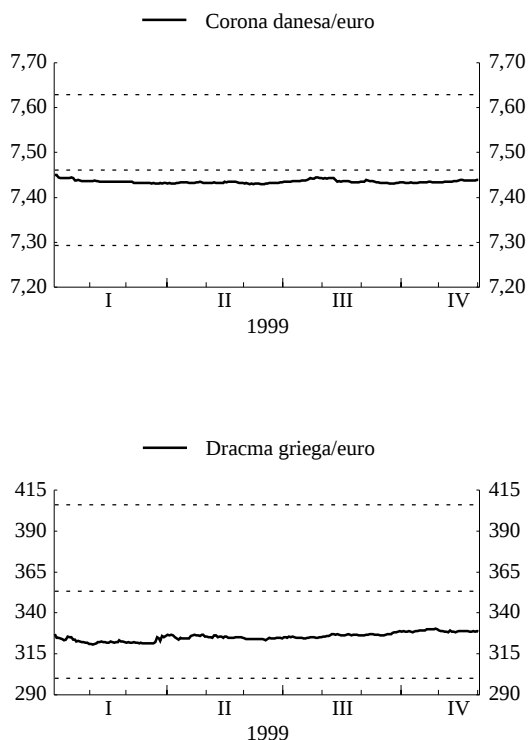
La libra esterlina se apreció un 1,7% frente al euro entre el 1 de noviembre y el 1 de diciembre de 1999. El 4 de noviembre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió elevar los tipos de interés 25 puntos básicos en respuesta al continuo incremento de la actividad económica interna, las tensiones del mercado de trabajo y a un menor efecto antiinflacionista del sector exterior. El 1 de diciembre, el euro se cotizaba a 0,630 libras esterlinas.

En el ámbito del MTC II, los tipos de cambio se mantuvieron muy estables durante el mes de noviembre (véase el gráfico 21); la corona danesa fluctuó menos del 0,04% en torno al valor promedio de 7,44 coronas por euro. La dracma griega también se mantuvo estable en torno a un 7,4% por encima de su paridad central. Ello se debió, sobre todo, a la orientación restrictiva de la política monetaria griega, reflejada en los tipos de interés a tres meses, que siguen situándose en

Gráfico 2 I

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

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: Las líneas horizontales indican las paridades centrales (corona danesa 7,46, dracma griega 353,1) y las bandas de fluctuación respectivas ($\pm 2,25\%$ para la corona danesa y $\pm 15\%$ para la dracma griega).

niveles cercanos al 10%. La cotización del franco suizo se mantuvo, al igual que en meses anteriores, muy próxima al nivel de 1,60 francos por euro y solo mostró signos de debilitamiento durante unos pocos días, después de la subida de tipos de interés del Eurosistema. La corona sueca mantuvo, en general, su estabilidad frente al euro en noviembre, al tiempo que los indicadores económicos confirmaron que el crecimiento de la economía sueca sigue siendo sólido.

En las economías de mercados emergentes, los mercados de divisas se mantuvieron relativamente estables. En Corea, que supone una ponderación de 4,8% en el índice de tipo de cambio efectivo del euro (véase el recuadro 5 de la edición de octubre del *Boletín Mensual del BCE*), se produjeron movimientos importantes. El won coreano siguió apreciándose frente al euro y subió alrededor de un 7%, solo en noviembre. Análogamente, las monedas de Singapur y Taiwan también se apreciaron frente al euro en el período en cuestión.

En términos efectivos nominales, es decir, ponderado por el comercio exterior, el euro se depreció en torno al 3,3% en noviembre, y el 1 de diciembre se situaba alrededor de un 9,8% por debajo del nivel registrado en el primer trimestre del año. El tipo de cambio efectivo real, deflactado por los precios de consumo, se ha depreciado aproximadamente en la misma magnitud (véase el gráfico 22).

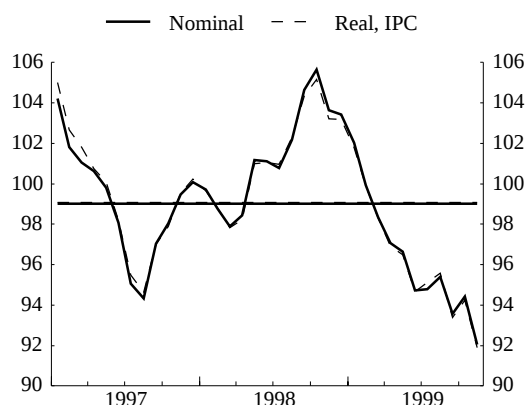
Las exportaciones siguen aumentando

Durante el mes de septiembre continuó la recuperación de las exportaciones en valor nominal, que aumentaron casi un 5% en comparación con el mismo mes del año anterior, debido al incremento de la demanda externa y a las considerables mejoras en materia de competitividad de precios, registradas desde el comienzo del año (véase el cuadro 12). A pesar de este aumento, que está en consonancia con las tendencias observadas recientemente, el superávit del comercio de mercancías se redujo en comparación con septiembre de 1998, lo que podría atribuirse al impacto del alza de los precios del

Gráfico 22

Tipos de cambio efectivos nominales y reales¹⁾

(medias mensuales; índice 1 1999=100)



Fuente: BCE.

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

petróleo en las importaciones, así como a los indicios de una actividad más intensa en la zona del euro en los meses anteriores.

Los datos desestacionalizados del comercio exterior en volumen, correspondientes al primer semestre de este año, permiten conocer mejor la evolución reciente de los intercambios comerciales. Por lo que respecta a las exportaciones, se observa que los volúmenes de exportación de la zona del euro empezaron a crecer nuevamente a comienzos de 1999; los descensos anteriores habían tenido su origen en la contracción de la demanda externa, resultado principalmente de la crisis de Asia, así como en las pérdidas de competitividad atribuibles a la apreciación de las monedas europeas. El giro que han dado este año los volúmenes de exportación guarda relación con una recuperación de la demanda en Japón y en el resto de Asia, y con el robusto crecimiento de las importaciones en Estados Unidos. En cifras agregadas, estos mercados representan alrededor del 30% de las exportaciones de la zona del euro (véase el recuadro 8). En lo tocante a las importaciones de la zona del euro, en 1998 se produjo un notable aumento de los volúmenes de importación, que dio paso a una desaceleración durante el primer semestre de 1999, debido al crecimiento más lento registrado en la zona del euro y a las mejo-

Cuadro 12**Balanza de pagos en la zona del euro¹⁾**

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

	1998 Ene - Sep	1998 Sep	1999 Ene - Sep	1999 Jul	1999 Ago	1999 Sep
Cuenta corriente	46,1	0,7	34,5	8,2	1,5	-1,9
Ingresos	947,4	103,6	938,3	111,9	96,0	106,8
Pagos	901,2	102,9	903,8	103,7	94,5	108,7
Bienes	87,8	7,9	73,2	13,3	7,0	6,5
Exportaciones	576,7	63,6	566,0	69,4	57,3	66,6
Importaciones	488,9	55,7	492,9	56,0	50,3	60,2
Servicios	0,3	-0,8	-4,7	0,8	-1,1	-1,3
Exportaciones	173,8	19,6	172,3	22,7	19,9	19,8
Importaciones	173,5	20,4	177,0	21,9	21,0	21,1
Rentas	-9,6	-1,6	-5,4	-1,5	0,4	-2,5
Transferencias corrientes	-32,4	-4,9	-28,6	-4,4	-4,8	-4,6
Cuenta de capital	9,0	0,5	7,9	0,7	0,6	0,4
Cuenta financiera	-32,9	-37,2	-64,8	-3,4	32,9	-32,8
Inversiones directas	-46,1	-6,5	-86,7	-5,7	-5,9	-7,0
En el extranjero	-113,0	-19,2	-133,0	0,1	-9,4	-10,5
En la zona del euro	66,9	12,7	46,3	-5,8	3,5	3,5
Inversiones de cartera	-45,6	-12,6	-36,7	3,0	1,8	20,2
Activos	-240,7	-19,5	-207,9	-19,0	-20,7	-17,2
Pasivos	195,1	6,9	171,2	22,1	22,5	37,5
Derivados financieros	-2,9	0,3	0,5	1,8	1,5	-0,7
Otras inversiones	59,8	-22,9	44,5	-1,8	34,9	-47,0
Activos de reserva ²⁾	1,8	4,5	13,6	-0,7	0,5	1,7
Errores y omisiones	-22,2	36,0	22,4	-5,5	-35,0	34,3

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.

2) Aumento en los activos de reserva (-); disminución en los activos de reserva (+).

Recuadro 8**Apertura de la zona del euro con respecto al comercio exterior**

El método que se aplica normalmente para medir el grado de apertura de una región al comercio exterior consiste en expresar sus exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB. A diferencia de cada uno de los países que integran la zona del euro, a los que anteriormente se consideraba economías «pequeñas» o «medianas», la zona del euro —con un gran mercado interno unido por la presencia de una moneda única— es una de las mayores economías del mundo, comparable en magnitud a Estados Unidos o Japón y, al igual que estas economías, relativamente cerrada (véase cuadro más abajo). No obstante, existen algunas diferencias, tanto en lo que se refiere a la apertura relativa total de estas tres economías, como a su apertura frente a otras regiones del mundo.

Por lo que respecta a las exportaciones y a las importaciones, la zona del euro es un poco menos cerrada que Estados Unidos o Japón. En materia de bienes y servicios, las exportaciones de la zona del euro representan alrededor del 17% del PIB, frente a algo más del 11% en Estados Unidos y Japón, mientras que sus importaciones se sitúan en torno al 15% del PIB, frente al 13% y el 10%, respectivamente, de Estados Unidos y Japón.

Tales cifras agregadas proporcionan información sobre la magnitud de las relaciones comerciales internacionales, pero dicen muy poco con respecto a otros puntos importantes, como el grado de apertura con respecto a distintos socios comerciales según su distribución geográfica o al nivel de desarrollo económico de

dichos socios. En concreto, los diferentes grados de apertura regional pueden aportar información útil a la hora de explicar las distintas reacciones de las principales economías frente a las perturbaciones externas que se transmiten a través de los vínculos comerciales. A tal efecto, se presenta en el cuadro siguiente información pormenorizada sobre la dirección del comercio exterior de las tres grandes economías en porcentaje del PIB de cada una de ellas.

Exportaciones e importaciones en porcentaje del PIB (datos de la balanza de pagos)

	Zona del euro ¹⁾				Estados Unidos				Japón			
	Bienes		Bienes y servicios		Bienes		Bienes y servicios		Bienes		Bienes y servicios	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Exportaciones	12,9	13,2	16,8	17,1	8,4	7,9	11,6	11,0	9,8	9,8	11,4	11,5
Importaciones	11,3	11,1	15,2	15,1	10,8	10,8	12,9	12,9	7,3	6,6	10,3	9,6

Fuentes: Eurostat y BCE para la zona del euro, y EFL para Estados Unidos y Japón.

1) Los datos de la zona del euro correspondientes a 1997 provienen de las cifras de Eurostat y no son totalmente comparables con los de 1998, que se basan en las cifras de balanza de pagos del BCE. Las cifras que se presentan aquí difieren de las que figuran en el cuadro 1 del Boletín mensual del BCE de enero de 1999, ya que estas últimas se basaban en los datos de Eurostat, por no disponerse aún de estadísticas de balanza de pagos de la zona del euro.

Distribución regional del comercio de mercancías en porcentaje del PIB (promedio 1995-1998)

	Zona del euro		Japón		Estados Unidos	
	Exportaciones	Importaciones	Exportaciones	Importaciones	Exportaciones	Importaciones
Países industriales	6,7%	6,0%	4,7%	3,4%	4,6%	5,8%
Zona del euro	-	-	1,2%	0,8%	1,2%	1,5%
Japón	0,5%	0,8%	-	-	0,8%	1,6%
Estados Unidos	1,7%	1,6%	2,7%	1,7%	-	-
Otros países industriales	4,6%	3,7%	0,8%	0,9%	2,6%	2,8%
Economías emergentes	6,0%	5,3%	4,8%	4,0%	3,6%	5,0%
Asia, excluido Japón	1,3%	1,6%	3,9%	2,8%	1,5%	2,7%
Economías en transición	1,7%	1,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
América latina	0,7%	0,5%	0,4%	0,2%	1,5%	1,7%
Otras economías emergentes	2,3%	1,9%	0,4%	0,9%	0,4%	0,5%

Fuentes: Bases de datos de Eurostat y del FMI.

Al considerar la escala de los intercambios comerciales entre las tres grandes economías, se observa en el cuadro anterior que tanto Japón como la zona del euro importan en magnitudes similares de las otras dos grandes economías (alrededor del 2,5% de sus respectivos PIB), a pesar del hecho de que la economía japonesa sea relativamente más cerrada. Ello refleja la concentración en Estados Unidos y la zona del euro de los intercambios comerciales que realiza Japón con los países industriales. Por el contrario, Estados Unidos y la zona del euro mantienen también relaciones comerciales importantes con otros países industriales, como el Reino Unido en el caso de la zona del euro, o Canadá en lo que respecta a Estados Unidos. También hay que mencionar el hecho de que aproximadamente la mitad de los intercambios comerciales totales de cada una de las tres grandes economías se producen con economías emergentes, si bien se observan diferencias sustanciales en su distribución geográfica. Las tres grandes economías están «abiertas» al comercio con bloques claramente diferenciados de economías emergentes. Con respecto a las exportaciones, el grado de apertura de Japón frente al resto de Asia es el triple que el de Estados Unidos y la zona del euro, mientras que los vínculos comerciales en materia de importaciones de esa misma región son prácticamente iguales en el caso de Estados Unidos y Japón. En cambio, el grueso de los intercambios comerciales de los mercados emergentes con la zona del euro se concentra en los países candidatos a la UE y países en transición de Europa oriental, mientras que con Estados Unidos y Japón los intercambios de estas economías son prácticamente nulos. De la misma manera,

Japón y la zona del euro solo mantienen relaciones comerciales limitadas con los países de América Latina, mientras que Estados Unidos concentra en esta región una proporción significativa de su comercio exterior.

En resumen, las tres grandes economías son relativamente cerradas, si bien la zona del euro tiende a serlo algo menos que Estados Unidos y Japón. Además, existen notables diferencias en su grado de apertura relativa frente a otras regiones. Por consiguiente, también es distinta la forma en que las tres economías —la zona del euro, Estados Unidos y Japón— están expuestas a las perturbaciones externas que se transmiten a través del comercio exterior.

ras en materia de competitividad de precios. Sin embargo, en valor, las importaciones de la zona siguieron aumentando, sobre todo como resultado de la acusada subida de los precios de importación desde el comienzo de 1999, tras la depreciación del euro y el notable alza de los precios del petróleo.

El descenso de 14,6 mm de euros en el superávit del comercio de bienes en los tres primeros trimestres del año, en comparación con los nueve primeros meses de 1998, es la causa principal de que el superávit por cuenta corriente haya disminuido en 11,6 mm de euros durante el mismo período. En cambio, los menores déficit registrados en las cuentas de transferencias corrientes y rentas han contribuido a limitar el descenso del superávit en cuenta corriente.

Fuerte incremento de las entradas netas de inversión de cartera en septiembre

Las entradas netas de inversión de cartera aumentaron notablemente en septiembre situándose en 20,2 mm de euros (frente a 1,8 mm y 3 mm de euros en agosto y julio, respectivamente), el nivel más alto registrado hasta la fecha para la zona del euro. Concretamente, las compras de valores de la zona del euro, sobre todo, valores de renta fija, han contribuido a este resultado. Al mismo tiempo, las inversiones de los residentes de la zona en valores extranjeros de renta fija se redujeron al nivel más bajo en lo que va de año.

Si bien las salidas netas de inversión de cartera declaradas en los cinco primeros meses de 1999 fueron sustanciales (69,6 mm de euros), también se produjeron entradas netas importantes entre

junio y septiembre (32,9 mm de euros). Estas entradas pueden atribuirse a la mejora de la actitud de los inversores con respecto a los valores de la zona del euro en los meses de verano, mejora que coincidió con la disminución de los diferenciales de rendimientos entre los bonos del Estado a largo plazo de Estados Unidos y la zona del euro desde junio a septiembre, y con la recuperación del euro en relación con los valores mínimos registrados frente al dólar estadounidense entre mediados de julio y final de septiembre.

Como resultado de las cuantiosas entradas netas registradas en los meses de verano, sobre todo en septiembre, las salidas netas de inversión de cartera en los nueve primeros meses de 1999 fueron menores que durante el mismo período de 1998 (36,7 mm de euros frente a 45,6 mm de ECU). Ello se debe, principalmente, a un transvase entre salidas netas de valores de renta fija en los nueve primeros meses de 1998 (23,7 mm de ECU) y entradas netas de este tipo de valores en el mismo período del presente año (3,8 mm de euros). Con respecto a la composición de las entradas de inversión de cartera, cabe señalar que los inversores extranjeros incrementaron significativamente sus compras de instrumentos del mercado monetario a corto plazo de la zona del euro a partir de julio, al aumentar la inquietud con respecto a la futura evolución de los tipos de interés de la zona.

Las salidas netas de inversión directa ascendieron a 7 mm de euros en septiembre, cifra cercana a las registradas en agosto y julio. Entre enero y septiembre de 1999, las entradas netas de inversión directa ascendieron a 86,7 mm de euros, casi el doble de lo registrado en el mismo período del año anterior. Las cifras

correspondientes a los nueve primeros meses de 1999 reflejan tanto un aumento de la inversión directa de los residentes de la zona del euro en el exterior, como un descenso de la inversión extranjera directa en dicha zona.

La posición de inversión internacional de la zona del euro se redujo entre el final de 1997 y el final de 1998

La posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del mundo —que el BCE calcula por primera vez (véase nota metodológica en el recuadro 9)— indica unos pasivos netos de 132,4 mm de ECU (2% del PIB) para 1998 (véase el cuadro 13). En este resultado ha influido, principalmente, el hecho de que se registre una posición neta negativa por concepto de inversión de cartera (609,1 mm de ECU) tanto en valores de renta variable como de renta fija, y una pequeña posición neta negativa en derivados financieros y otras inversiones. No obstante, la zona del euro es acreedor neto en lo que a inversión directa y reservas netas se refiere (164,6 mm de ECU y 329,4 mm de ECU, respectivamente).

En comparación con los resultados obtenidos al final de 1997, la posición de inversión internacional de la zona del euro registró un deterioro de unos 175 mm de ECU en 1998. Ello se debe, sobre todo, a la evolución de la cuenta de otras inversiones, que pasó de una posición neta acreedora de 169,8 mm de ECU en 1997 a una posición neta deudora de 13,8 mm de ECU en 1998, así como a un pequeño aumento de los pasivos netos de la inversión en cartera. En cambio, las demás cuentas que integran la posición de inversión internacional prácticamente no registraron cambios, salvo la cuenta de inversión directa, cuyo saldo neto de activos exteriores aumentó en 50,2 mm de ECU.

La negativa evolución de la posición de inversión internacional de la zona del euro entre 1997 y 1998 no puede apreciarse directamente en los datos de balanza de pagos correspondientes a 1998, que indican una salida en la cuenta financiera equivalente a 69,1 mm de ECU, que habría significado un incremento de la posición exterior neta en activos de la zona del euro. Por lo tanto, para conciliar los datos de balanza de pagos con la posición de inversión internacional, es preciso considerar los efectos de valoración, que resultaron particularmente relevantes para los valores de renta variable. Por ejemplo, para los títulos de renta

Cuadro 13

Posición neta de inversión internacional de la zona del euro¹⁾

(mm de ECU; activos menos pasivos; saldos a fin de período)

	1997	1998
Total	42,2	-132,4
Inversión directa	114,4	164,6
Acciones y participaciones (incluyendo reinversión de beneficios)	129,9	175,4
Otros	-15,5	-10,8
Inversión de cartera	-599,6	-609,1
Acciones y participaciones/valores	-361,8	-475,5
Renta fija ²⁾	-237,8	-133,6
Bonos y obligaciones	-210,7	-125,5
Instrumentos del mercado monetario	-27,0	-8,2
Derivados financieros²⁾	-5,7	-3,6
Otras inversiones	169,8	-13,8
Créditos comerciales	80,0	86,5
Préstamos/efectivo y depósitos ²⁾	0,4	-172,2
Otros activos/pasivos	89,3	71,9
Activos de reserva²⁾	363,3	329,4

Fuente: BCE.

1) Obtenida por agregación de datos nacionales. Los datos para 1997 no son plenamente comparables con los datos para 1998. Las sumas pueden no ser exactas, debido a problemas de redondeo.

2) Los datos para el final de 1997 no son plenamente comparables con los datos para el final de 1998.

variable de la inversión de cartera, la posición de inversión internacional indica una disminución de los activos exteriores netos de 113,7 mm de ECU, mientras que, en la balanza de pagos, figuran unas salidas netas de valores de renta variable por valor de 0,4 mm de ECU.

A este respecto, pueden identificarse dos factores importantes, a saber, el comportamiento relativamente robusto de los precios de los valores de renta fija en la zona del euro y la apreciación del ECU entre el final de 1997 y el final de 1998. Comenzando por los mercados bursátiles, los precios de los valores de renta variable subieron en la zona del euro en torno a un 32% en ese período, superando así a las bolsas de Estados Unidos y el Reino Unido (que crecieron un 27% y un 15%, respectivamente) y a la de Japón (que perdió un 9%). Como la zona del euro ya era deudor neto en 1997 en lo que a inversión de cartera se refiere, es posible que la solidez que mostró el mercado de valores de renta variable de la zona (en el que los no residentes invirtieron su capital en este tipo de valores) en relación con los mercados bursátiles extranjeros (en los que los residentes de la zona del euro invirtieron su capital en valores extranjeros de renta variable) haya contribuido a un nuevo descenso de la posición exte-

rior neta en valores de renta variable suponiendo que la inversión se haya distribuido, en gran medida en consonancia con la composición de los índices de los mercados bursátiles de esos países. Además, en 1998, el ECU se apreció frente a la mayoría de las monedas de reserva; por ejemplo, se apreció un 5% frente al dólar estadounidense y la libra esterlina. *Ceteris paribus*, la apreciación del ECU redujo el valor de los activos denominados en esas monedas que los residentes de la zona del euro tenían invertidos en el exterior. En este contexto, cabe señalar que la posición de inversión internacional no debe confundirse con una medida de las obligaciones financieras reales o potenciales de los prestatarios. Por ejemplo, la revaluación de los valores conforme a los precios de mercado no modifica, *per se*, las obligaciones de un prestatario. En concreto, la acusada subida de los valores de renta fija de la zona del euro en poder de no residentes, que se debió principalmente a un incremento de la valoración de mercado, no representa obligación alguna para los emisores. No obstante, la aplicación de una valoración a precios de mercado a la posición de inversión internacional permite obtener una valoración significativa en términos económicos, lo que facilita la comparación de las posiciones exteriores netas a escala internacional y ayuda a explicar las variaciones en la estructura de la riqueza neta.

Recuadro 9

Posición de inversión internacional de la zona del euro: metodología

La posición anual de inversión internacional de la zona del euro, que el BCE ha elaborado por primera vez, comprende los activos exteriores netos de la zona correspondientes a 1997 y 1998 (véase el cuadro 8.6 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» de la presente edición del Boletín). La posición de inversión internacional se compone de las posiciones exteriores netas de los saldos de inversión directa y de cartera, derivados financieros, otras inversiones y activos de reserva. Es un complemento, con datos de saldos acumulados, de la balanza de pagos, la cual registra solo los flujos de activos y pasivos. Las variaciones de la posición de inversión internacional entre el final de un año y el final del año anterior solo pueden explicarse parcialmente con los datos de la balanza de pagos del año transcurrido entre ambas fechas, ya que dicha posición refleja asimismo los efectos de valoración resultantes de las variaciones de los precios de los activos y de los tipos de cambio, así como algunas otras variaciones que no se registran en la balanza de pagos (véase el texto principal).

Actualmente, la posición de inversión internacional de la zona del euro no ofrece una cobertura completa de los datos y es muy posible que éstos deban revisarse en el futuro, a medida que se perfeccione la metodología. Además, los datos correspondientes a 1998 no son totalmente comparables con los de 1997. Por lo tanto, el presente análisis no debe considerarse más que indicativo. No obstante, las cifras que en él se presentan pueden ayudar a realizar una evaluación inicial de la posición exterior de la zona del euro.

La posición de inversión internacional de la zona del euro se obtiene mediante agregación de las posiciones de cada uno de los Estados miembros. Sin embargo, en la actualidad, dichas posiciones no incluyen un

desglose entre posiciones transfronterizas dentro de la zona del euro y posiciones frente a no residentes de la zona. Por consiguiente, en cada una de las cuentas de posición de inversión internacional de la zona solo es posible identificar la posición exterior neta de dicha zona y, a diferencia de lo que ocurre con la posición de inversión internacional de los Estados miembros, no hay datos disponibles separados para los activos y los pasivos. Además, todavía han de ser armonizadas las metodologías que utilizan los países a efectos de compilación. Por otra parte, solo es posible obtener una desagregación por instrumentos.

La clasificación de las partidas en la posición de inversión internacional concuerda con los componentes normalizados de la cuenta financiera de la balanza de pagos que figuran en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI, a saber, inversión directa, inversión de cartera, derivados financieros, otras inversiones y activos de reserva, y es congruente con las partidas de rentas de inversión de la balanza por cuenta corriente. La posición de inversión internacional de la zona del euro se valora a precios corrientes, con la excepción de los saldos de inversión directa, para los que se utiliza, en gran medida, el valor contable.

La inversión directa se divide en acciones y otras participaciones de capital (más beneficios reinvertidos) y otro capital (deudas entre empresas afiliadas). La inversión de cartera se clasifica por instrumentos, es decir, valores de renta variable y de renta fija, y estos últimos se subdividen en bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario. La cuenta de otras inversiones se desglosa en créditos comerciales, préstamos/moneda y depósitos y otros activos y pasivos.

En la dirección del BCE en Internet se ofrece más información sobre las estadísticas relativas a la posición de inversión internacional.



Estadísticas de la zona del euro



Estadísticas

1	Estadísticas de política monetaria	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	4*
1.2	Tipos de interés de las facilidades permanentes del BCE	6*
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	6*
1.4	Estadísticas de reservas mínimas	7*
1.5	Posición de liquidez del sistema bancario	8*
2	Evolución monetaria en la zona del euro	
2.1	Balance agregado del Eurosistema	10*
2.2	Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema	11*
2.3	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluyendo el Eurosistema	12*
2.4	Agregados monetarios	14*
2.5	Saldo de créditos concedidos por las IFM por contrapartida, finalidad y plazo a la emisión	17*
2.6	Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro	18*
3	Mercados financieros y tipos de interés en la zona del euro	
3.1	Tipos de interés del mercado monetario	20*
3.2	Rendimientos de la deuda pública	21*
3.3	Índices de los mercados bursátiles	22*
3.4	Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela	23*
3.5	Emisiones de valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	24*
4	IAPC y otros precios en la zona del euro	
4.1	Índice Armonizado de Precios de Consumo	26*
4.2	Otros indicadores de precios	27*
5	Indicadores de la economía real en la zona del euro	
5.1	Cuentas nacionales	28*
5.2	Otros indicadores de la economía real	29*
5.3	Encuestas empresariales y del consumidor	30*
5.4	Indicadores del mercado laboral	31*
6	Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro	32*
7	Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona	33*
8	Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro (incluyendo reservas)	
8.1	Resumen de la balanza de pagos	34*
8.2	Balanza de pagos —cuenta corriente y cuenta de capital	35*
8.3	Balanza de pagos —cuenta de rentas	36*
8.4	Balanza de pagos —cuentas de inversiones directas y de cartera	37*
8.5	Balanza de pagos —cuenta de otras inversiones y activos de reserva	38*
8.6	Posición de inversión internacional	40*
9	Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro	41*
10	Tipos de cambio	44*
11	Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE	45*
12	Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE	
12.1	Evolución económica y financiera	46*
12.2	Ahorro, inversión y financiación	47*

Notas técnicas 48*

Notas generales 49*

I Estadísticas de política monetaria

Cuadro I.1

Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

		Oro y derechos en oro	Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	Préstamos a entidades financieras de contrapartida de la zona del euro	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales de ajuste
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	Jul 2	101.753	244.546	12.415	4.002	198.094	152.001	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
	Nov 5	114.988	240.305	13.702	5.832	195.860	140.104	54.995	0
	12	114.988	238.617	13.749	5.336	196.193	140.111	54.995	0
	19	114.988	240.349	13.229	5.313	198.821	143.029	54.995	0
	26	114.987	239.561	12.846	5.340	208.995	143.046	64.999	0

2. Pasivo

		Billetes en circulación	Depósitos en euros de entidades financieras de contrapartida de la zona del euro	Cuentas corrientes (incluidos los depósitos vinculados al sistema de reservas mínimas)	Facilidad de depósito	Depósitos a plazo	Operaciones temporales de ajuste	Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Certificados de deuda emitidos
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	Jul 2	344.694	102.529	102.185	316	0	0	28	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
	Nov 5	345.416	100.927	100.826	13	0	0	88	7.876
	12	344.556	98.280	98.208	21	0	0	51	7.876
	19	342.495	106.871	106.052	748	0	0	71	7.876
	26	343.342	106.344	106.129	57	0	0	158	7.876

Fuente: BCE.

							Total		
Operaciones temporales estructurales	Facilidad marginal de crédito	Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Otros préstamos	Valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro	Créditos en euros a las AAPP	Otros activos			
9	10	11	12	13	14	15	16		
0	440	79	583	25.882	60.156	75.867	722.715	1999 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
0	73	116	572	23.490	60.121	82.843	737.141	Nov	5
0	302	95	690	23.856	60.121	80.988	733.848		12
0	72	43	682	24.123	60.121	77.851	734.795		19
0	44	206	700	23.896	60.121	77.306	743.052		26

								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		
56.382	6.962	757	8.559	6.192	82.510	53.217	50.755	722.715	1999 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
59.276	7.119	1.205	9.470	6.229	89.835	53.228	56.560	737.141	Nov	5
61.257	7.143	986	8.363	6.229	89.835	53.231	56.092	733.848		12
56.974	7.339	874	9.504	6.229	89.835	53.232	53.566	734.795		19
65.713	7.269	965	8.653	6.229	89.835	53.236	53.590	743.052		26

Cuadro 1.2

Tipos de interés de las facilidades permanentes del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

1) El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la adaptación al nuevo sistema.

Cuadro 1.3

Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas¹⁾

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

Operaciones principales de financiación							
Fecha de liquidación		Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo marginal	Tipo medio ponderado	
		1	2	3	4	5	6
1999 Ago	4	1.412.814	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	1.490.634	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
Oct	29	926.416	55.000	2,50	-	-	14
	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
Nov	28	1.937.221	74.000	2,50	-	-	13
	3	2.344.082	66.000	2,50	-	-	14
	10	404.857	74.000	3,00	-	-	14
	17	484.348	69.000	3,00	-	-	14
Dic	24	687.973	74.000	3,00	-	-	14
	1	1.018.950	72.000	3,00	-	-	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		Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo marginal	Tipo medio ponderado	
		1	2	3	4	5	6
1999 Ene	14	79.846	15.000	-	3,13	-	42
	14	39.343	15.000	-	3,10	-	70
	14	46.152	15.000	-	3,08	-	105
Feb	25	77.300	15.000	-	3,04	-	91
Mar	25	53.659	15.000	-	2,96	2,97	98
Abr	29	66.911	15.000	-	2,53	2,54	91
May	27	72.294	15.000	-	2,53	2,54	91
Jul	1	76.284	15.000	-	2,63	2,64	91
	29	64.973	15.000	-	2,65	2,66	91
Ago	26	52.416	15.000	-	2,65	2,66	91
Sep	30	41.443	15.000	-	2,66	2,67	84
Oct	28	74.430	25.000	-	3,19	3,42	91
Nov	25	74.988	25.000	-	3,18	3,27	98

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 1.4

Estadísticas de reservas mínimas

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

(mm de euros; fin de período)

Pasivos computables en:	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Instrumentos del mercado monetario	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso de más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	7
1999 Ene	8.607,7	4.838,6	83,1	146,0	1.105,5	510,6	1.923,9
Feb	8.638,8	4.801,1	86,9	148,9	1.111,6	543,9	1.946,5
Mar	8.684,9	4.803,1	88,8	151,2	1.125,6	549,8	1.966,4
Abr	8.741,1	4.827,6	93,3	160,3	1.129,3	542,0	1.988,6
May	8.797,6	4.867,1	101,1	158,7	1.130,8	541,0	1.999,0
Jun	8.857,3	4.916,6	106,3	152,0	1.145,5	517,6	2.019,3
Jul	8.848,9	4.895,7	109,2	155,5	1.153,5	513,8	2.021,2
Ago	8.856,3	4.893,0	113,2	165,4	1.164,9	484,8	2.035,0
Sep	8.969,1	4.912,7	120,6	170,0	1.166,5	537,2	2.062,1
Oct (p)	9.083,1	4.966,4	129,0	178,6	1.180,4	554,3	2.074,5

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 períodos de mantenimiento comienzan el día 24 de cada mes y finalizan el día 23 del mes siguiente; las reservas obligatorias se calculan a partir de los pasivos computables al final del mes precedente.

2. Reservas mantenidas¹⁾

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias ²⁾	Reservas reales mantenidas ³⁾	Exceso de reservas ⁴⁾	Incumplimientos ⁵⁾	Tipos de interés de las reservas obligatorias ⁶⁾
	1	2	3	4	5
1999 Feb	98,3	99,3	1,1	0,1	3,00
Mar	100,6	101,5	0,9	0,1	3,00
Abr	100,1	100,7	0,6	0,0	2,84
May	100,2	101,0	0,8	0,0	2,50
Jun	100,9	101,5	0,6	0,0	2,50
Jul	102,0	102,7	0,8	0,0	2,50
Ago	102,8	103,5	0,6	0,0	2,50
Sep	102,6	103,0	0,5	0,0	2,50
Oct	102,8	103,3	0,6	0,0	2,50
Nov	103,4	104,0	0,5	0,0	2,73
Dic (p)	104,9	-	-	-	-

Fuente: BCE.

- 1) Este cuadro contiene datos completos para períodos finalizados de mantenimiento y las reservas obligatorias para el período 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 período 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 período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado por el correspondiente número de días naturales) a las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase cuadro 1.3).

Cuadro 1.5

Posición de liquidez del sistema bancario¹⁾

(mm de euros; medias de saldos diarios)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito ⁴⁾	Base monetaria ⁵⁾
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Facilidad de depósito	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ³⁾		
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a más largo plazo	Otras operaciones ²⁾	Facilidad marginal de crédito						
	1	2	3	4	5	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
Nov	351,8	140,6	53,7	0,0	0,4	0,4	343,1	51,5	47,4	104,1	447,6

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. I

Balance agregado del Eurosistema¹⁾

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

1. Activo

															Total
	Préstamos				Valores				Acciones			Resto del mundo ²⁾	Activo fijo	Otros activos	
	a residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	IFM	Otros residentes en la zona del euro				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1998 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	46,9	717,4
Jun	293,4	272,1	21,1	0,2	105,4	4,8	99,7	0,8	3,2	0,6	2,6	337,2	7,8	47,9	795,0
Jul	314,2	292,9	21,1	0,2	87,8	1,1	85,9	0,8	4,8	2,1	2,8	333,2	8,0	49,8	798,0
Ago	313,9	292,6	21,1	0,2	88,1	0,9	86,3	0,9	4,8	2,0	2,8	333,1	8,0	54,8	802,7
Sep	302,8	281,5	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,8	2,0	2,8	329,4	8,0	50,0	777,6
Oct	305,1	283,8	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7	4,8	1,9	2,9	334,7	8,1	49,7	775,7
Nov	300,6	279,1	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6	4,8	1,9	2,9	341,9	8,1	51,5	785,0
Dic	225,2	204,6	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,5	1,8	3,7	322,3	7,9	49,3	698,0
1999 Ene	524,2	503,6	20,4	0,2	89,2	1,3	87,3	0,6	8,2	4,1	4,1	416,8	9,3	57,1	1.104,7
Feb	647,3	626,7	20,4	0,2	90,7	1,5	88,6	0,5	8,3	4,2	4,1	365,2	9,3	56,8	1.177,7
Mar	608,6	587,9	20,4	0,2	94,0	1,5	91,9	0,6	8,1	4,0	4,1	426,0	9,3	52,2	1.198,3
Abr	540,8	520,2	20,4	0,2	93,2	1,2	91,3	0,7	8,1	4,0	4,1	435,7	9,6	52,9	1.140,2
May	481,2	460,6	20,4	0,2	93,1	1,6	90,8	0,7	8,2	4,0	4,2	387,6	9,6	51,2	1.030,9
Jun	788,9	768,3	20,4	0,2	92,4	1,5	90,0	0,9	8,7	4,4	4,3	499,4	9,7	48,1	1.447,1
Jul	755,2	734,7	20,4	0,2	92,3	1,5	89,9	0,9	8,7	4,4	4,4	451,9	9,8	52,7	1.370,8
Ago	531,0	510,4	20,4	0,1	91,9	1,1	90,0	0,7	8,8	4,4	4,4	423,0	9,9	53,8	1.118,3
Sep	457,0	436,5	20,4	0,2	92,4	1,4	89,9	1,1	8,7	4,3	4,4	427,8	9,8	44,4	1.040,2
Oct ^(p)	567,1	546,6	20,4	0,1	92,4	1,9	89,4	1,2	8,6	4,3	4,3	432,4	9,9	53,9	1.164,2

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 ²⁾	Otros pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 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	345,5	217,8	159,1	54,2	4,5	14,4	13,3	114,3	27,2	62,5	795,0
Jul	350,4	215,9	148,8	64,0	3,0	15,1	13,0	112,9	24,0	66,7	798,0
Ago	344,7	222,8	149,5	69,7	3,5	13,4	12,5	112,7	23,6	73,0	802,7
Sep	341,5	211,8	140,2	67,1	4,5	11,9	12,0	109,6	23,2	67,6	777,6
Oct	342,4	213,3	144,3	64,7	4,3	11,8	11,7	108,6	22,6	65,3	775,7
Nov	344,1	225,7	162,5	56,8	6,4	13,0	11,0	105,3	20,0	65,8	785,0
Dic	359,1	152,0	94,2	55,0	2,9	8,5	5,3	97,1	18,6	57,4	698,0
1999 Ene	343,8	467,5	410,9	50,3	6,2	6,3	5,3	125,7	99,3	56,8	1.104,7
Feb	342,4	594,2	532,5	55,0	6,7	6,3	5,3	122,9	50,5	56,0	1.177,7
Mar	348,3	549,5	486,6	55,1	7,9	4,9	5,3	137,9	97,9	54,5	1.198,3
Abr	349,6	486,1	440,9	38,8	6,3	4,9	5,3	138,9	105,0	50,5	1.140,2
May	353,0	419,7	369,5	42,7	7,4	4,9	5,3	137,4	61,5	49,2	1.030,9
Jun	355,8	724,3	672,3	44,1	7,8	4,9	5,3	140,7	171,4	44,8	1.447,1
Jul	363,6	682,6	620,6	56,4	5,7	4,9	5,3	139,9	124,2	50,2	1.370,8
Ago	358,6	463,8	403,4	54,5	5,9	4,9	5,3	139,9	93,9	52,0	1.118,3
Sep	359,4	390,6	333,0	50,7	6,9	3,3	5,3	146,3	88,8	46,5	1.040,2
Oct ^(p)	361,2	500,6	440,9	50,9	8,8	3,3	5,3	150,6	93,8	49,4	1.164,2

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

2) Desde enero de 1999 se incluyen los saldos brutos temporales con los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no participan en la zona del euro relativos a operaciones realizadas a través del sistema TARGET, con un importe aproximado de 75 mm de euros a final de enero, de 27 mm de euros a final de febrero, de 77 mm de euros a final de marzo, de 84 mm de euros a final de abril, de 40 mm de euros a final de mayo, de 149 mm de euros a final de junio, de 101 mm de euros a final de julio, de 72 mm de euros a final de agosto, de 66 mm de euros a final de septiembre y de 71 mm de euros a final de octubre.

Cuadro 2.2

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

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

1. Activo

																	Total
		Préstamos a				Valores distintos				Instru-	Acciones y			Resto	Activo	Otros	
		residen- tes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residen- tes en la zona del euro	de accio- nes emitidas por residen- tes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residen- tes en la zona del euro	men- tos del merca- do moneta- rio	participa- ciones emitidas por residen- tes en la zona del euro	IFM	Otros residen- tes en la zona del euro	del mundo	fijo	activos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	14	16
1998	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	8.837,5	3.073,2	807,8	4.956,5	2.047,7	707,5	1.136,4	203,9	105,7	380,3	108,9	271,4	1.654,4	236,9	783,3	14.045,8
	Oct	8.973,6	3.169,0	813,7	4.990,9	2.074,5	715,9	1.151,2	207,4	106,0	387,3	115,0	272,3	1.636,3	239,0	780,2	14.196,9
	Nov	9.102,1	3.246,3	817,8	5.038,0	2.071,5	721,9	1.147,2	202,4	113,5	401,9	116,0	285,8	1.681,3	241,2	797,1	14.408,5
	Dic	9.083,9	3.172,1	820,5	5.091,3	2.016,7	728,0	1.095,2	193,6	107,1	422,2	120,9	301,3	1.591,4	243,8	778,5	14.243,6
1999	Ene	9.304,1	3.382,6	820,4	5.101,0	2.047,0	736,8	1.103,2	206,9	108,0	430,4	112,9	317,5	1.634,5	244,6	933,9	14.702,4
	Feb	9.200,4	3.269,5	820,9	5.110,0	2.063,4	744,9	1.115,5	202,9	112,2	441,5	117,5	324,0	1.589,9	243,4	952,4	14.603,2
	Mar	9.256,7	3.284,4	818,7	5.153,5	2.086,4	759,3	1.129,4	197,6	99,1	467,9	125,5	342,4	1.644,1	244,6	882,2	14.680,9
	Abr	9.301,1	3.312,1	811,4	5.177,7	2.103,8	773,4	1.128,5	201,9	104,8	481,1	126,0	355,0	1.632,4	246,3	845,2	14.714,7
	May	9.315,8	3.290,4	810,3	5.215,1	2.141,5	786,2	1.147,1	208,3	102,8	496,7	127,8	368,9	1.620,8	247,5	828,2	14.753,4
	Jun	9.457,2	3.335,2	816,9	5.305,1	2.131,4	798,6	1.120,1	212,7	101,9	484,7	124,6	360,1	1.639,9	250,0	865,2	14.930,3
	Jul	9.467,0	3.323,7	808,5	5.334,8	2.124,9	800,6	1.108,3	215,9	108,2	483,5	126,3	357,2	1.628,0	254,5	845,4	14.911,5
	Ago	9.488,5	3.352,9	804,6	5.331,0	2.147,8	808,5	1.114,8	224,4	110,4	482,8	127,0	355,8	1.629,6	255,4	830,7	14.945,2
	Sep	9.561,5	3.377,7	810,1	5.373,7	2.179,1	825,4	1.133,2	220,6	110,8	483,9	129,2	354,7	1.655,6	257,5	811,6	15.060,2
	Oct ^(p)	9.686,6	3.451,2	819,4	5.415,9	2.188,9	828,8	1.144,7	215,4	114,0	487,2	131,1	356,1	1.684,3	259,3	854,5	15.274,8

2. Pasivo

		Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM	Admis-tración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesio-nes temporales	Partici-paciones en FMM	Valores distintos de acciones y partici-paciones	Instru-mentos del merca-do moneta-rio	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Total
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998	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	3.234,0	90,0	4.714,0	1.264,3	1.890,8	1.347,6	211,3	260,3	2.093,9	154,1	721,7	1.490,4	1.287,0	14.045,8
	Oct	0,4	8.136,8	3.313,1	90,8	4.732,9	1.270,7	1.889,2	1.350,8	222,3	258,4	2.096,9	161,1	725,9	1.530,6	1.286,8	14.196,9
	Nov	0,4	8.245,3	3.398,7	91,9	4.754,7	1.309,9	1.888,9	1.353,5	202,4	259,6	2.112,8	169,5	727,6	1.598,3	1.294,9	14.408,5
	Dic	0,4	8.263,1	3.311,8	95,7	4.855,5	1.382,7	1.909,7	1.385,9	177,2	241,1	2.113,9	160,8	738,0	1.505,3	1.220,9	14.243,6
1999	Ene	0,4	8.398,7	3.451,6	81,8	4.865,3	1.407,7	1.975,8	1.310,6	171,2	272,0	2.148,5	169,6	748,5	1.590,4	1.374,3	14.702,4
	Feb	0,4	8.298,7	3.361,7	85,3	4.851,7	1.382,1	1.973,0	1.312,6	183,9	286,5	2.173,7	174,7	753,2	1.589,5	1.326,4	14.603,2
	Mar	0,5	8.346,6	3.406,0	79,1	4.861,6	1.383,8	1.988,0	1.310,8	178,9	279,8	2.193,6	180,5	759,3	1.618,1	1.302,5	14.680,9
	Abr	0,5	8.348,4	3.395,7	77,8	4.874,9	1.403,5	1.984,9	1.314,2	172,3	297,4	2.223,8	190,1	769,5	1.632,6	1.252,5	14.714,7
	May	0,5	8.375,4	3.400,1	78,8	4.896,5	1.434,7	1.975,2	1.314,1	172,5	296,7	2.247,9	190,2	777,5	1.657,1	1.208,2	14.753,4
	Jun	0,5	8.447,3	3.440,3	82,1	4.924,8	1.478,2	1.961,5	1.318,6	166,5	305,3	2.268,9	182,9	782,1	1.661,6	1.281,6	14.930,3
	Jul	0,5	8.452,6	3.442,8	79,0	4.930,9	1.467,7	1.978,6	1.320,9	163,7	302,3	2.275,3	183,9	788,4	1.640,7	1.267,7	14.911,5
	Ago	0,6	8.451,4	3.458,0	83,3	4.910,1	1.439,5	1.987,9	1.320,1	162,6	307,2	2.291,1	194,6	788,2	1.675,2	1.237,0	14.945,2
	Sep	0,6	8.494,4	3.489,2	82,3	4.922,8	1.468,9	1.977,5	1.318,0	158,4	305,0	2.330,0	200,7	792,6	1.685,3	1.251,6	15.060,2
	Oct ^(*)	0,6	8.594,9	3.572,0	85,5	4.937,5	1.469,6	1.997,8	1.314,4	155,8	304,3	2.356,3	210,4	798,8	1.748,6	1.260,9	15.274,8

Fuente: BCE.

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

Cuadro 2.3

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

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

1. Activo: saldos

		Préstamos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos	Total
		1	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	4	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	7	8	9	10	11
1998	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	10.354,4
	Abr	5.639,0	832,1	4.806,9	1.414,9	1.215,0	199,9	284,7	1.961,8	245,8	845,1	10.391,2
	May	5.645,6	820,9	4.824,7	1.429,4	1.225,9	203,5	290,3	1.963,9	254,7	863,2	10.447,1
	Jun	5.703,4	826,9	4.876,6	1.433,7	1.237,3	196,4	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	793,6	10.449,5
	Sep	5.785,6	828,9	4.956,7	1.421,9	1.217,3	204,6	274,2	1.983,8	244,9	803,2	10.513,5
	Oct	5.825,9	834,8	4.991,1	1.431,0	1.222,9	208,1	275,2	1.971,1	247,1	800,5	10.550,7
	Nov	5.877,2	838,8	5.038,4	1.426,5	1.223,5	203,0	288,7	2.023,2	249,3	818,3	10.683,2
	Dic	5.932,3	840,8	5.091,4	1.375,5	1.181,4	194,1	304,9	1.913,8	251,8	791,9	10.570,1
1999	Ene	5.942,0	840,8	5.101,2	1.398,0	1.190,5	207,6	321,6	2.051,3	253,9	960,0	10.926,8
	Feb	5.951,5	841,3	5.110,2	1.407,6	1.204,1	203,5	328,1	1.955,2	252,7	979,1	10.874,1
	Mar	5.992,8	839,1	5.153,7	1.419,5	1.221,3	198,2	346,6	2.070,1	254,0	903,2	10.986,1
	Abr	6.009,6	831,8	5.177,8	1.422,4	1.219,8	202,6	359,2	2.068,1	255,9	867,5	10.982,7
	May	6.046,0	830,8	5.215,2	1.446,8	1.237,9	209,0	373,1	2.008,4	257,1	847,2	10.978,6
	Jun	6.142,6	837,3	5.305,2	1.423,7	1.210,1	213,6	364,4	2.139,3	259,6	880,6	11.210,2
	Jul	6.163,9	828,9	5.335,0	1.415,1	1.198,2	216,9	361,5	2.079,9	264,4	865,7	11.150,4
	Ago	6.156,1	825,0	5.331,1	1.430,0	1.204,9	225,2	360,2	2.052,6	265,2	851,6	11.115,7
	Sep	6.204,4	830,5	5.373,9	1.444,7	1.223,1	221,7	359,1	2.083,4	267,3	823,0	11.182,3
	Oct ^(p)	6.255,9	839,8	5.416,1	1.450,6	1.234,0	216,6	360,4	2.116,6	269,2	875,9	11.328,7

2. Pasivo: saldos

		Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	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	10.354,4
	Abr	314,8	141,6	4.692,5	1.227,5	1.912,4	1.346,0	206,6	321,0	1.352,6	694,7	1.515,9	1.387,6	-29,4	10.391,2
	May	317,2	135,1	4.713,0	1.246,3	1.910,6	1.347,9	208,2	319,4	1.356,2	701,7	1.508,4	1.403,0	-7,0	10.447,1
	Jun	315,5	148,2	4.735,0	1.294,3	1.890,8	1.346,5	203,4	315,1	1.370,3	714,3	1.523,3	1.323,3	-8,7	10.436,4
	Jul	320,7	156,4	4.709,1	1.253,8	1.893,9	1.345,9	215,5	322,3	1.378,7	713,8	1.496,9	1.347,9	5,4	10.451,2
	Ago	314,9	165,2	4.706,4	1.245,3	1.905,4	1.347,6	208,2	326,3	1.383,4	712,7	1.499,4	1.336,4	4,8	10.449,5
	Sep	311,7	157,1	4.718,5	1.268,8	1.890,8	1.347,6	211,3	320,6	1.397,5	720,4	1.513,6	1.354,6	19,5	10.513,5
	Oct	313,3	155,5	4.737,2	1.275,0	1.889,2	1.350,8	222,3	325,3	1.391,8	717,6	1.553,3	1.352,1	4,7	10.550,7
	Nov	314,2	148,8	4.761,0	1.316,2	1.888,9	1.353,5	202,4	328,7	1.400,8	714,9	1.618,3	1.360,7	35,8	10.683,2
	Dic	323,6	150,7	4.858,4	1.385,6	1.909,7	1.385,9	177,2	303,4	1.390,2	712,4	1.523,9	1.278,3	29,2	10.570,1
1999	Ene	313,2	132,1	4.871,5	1.413,9	1.975,8	1.310,6	171,2	339,9	1.415,6	757,3	1.689,7	1.431,1	-23,7	10.926,8
	Feb	312,7	140,4	4.858,4	1.388,8	1.973,0	1.312,6	183,9	355,3	1.432,5	754,4	1.640,0	1.382,4	-2,0	10.874,1
	Mar	317,5	134,2	4.869,4	1.391,7	1.988,0	1.310,8	178,9	366,0	1.438,0	767,8	1.716,0	1.357,0	20,1	10.986,1
	Abr	319,5	116,6	4.881,2	1.409,8	1.984,9	1.314,2	172,3	387,5	1.454,5	778,4	1.737,7	1.302,9	4,3	10.982,7
	May	321,3	121,5	4.903,9	1.442,1	1.975,2	1.314,1	172,5	388,9	1.465,4	783,1	1.718,5	1.257,4	18,6	10.978,6
	Jun	323,7	126,3	4.932,6	1.486,0	1.961,5	1.318,6	166,5	391,2	1.474,1	793,8	1.833,0	1.326,4	9,2	11.210,2
	Jul	331,8	135,4	4.936,5	1.473,4	1.978,6	1.320,9	163,7	382,8	1.478,5	797,6	1.765,0	1.317,9	5,0	11.150,4
	Ago	326,2	137,8	4.916,0	1.445,4	1.987,9	1.320,1	162,6	396,1	1.486,8	796,7	1.769,0	1.289,0	-2,0	11.115,7
	Sep	327,0	133,1	4.929,7	1.475,8	1.977,5	1.318,0	158,4	398,2	1.508,5	805,4	1.774,1	1.298,1	8,1	11.182,3
	Oct ^(p)	329,3	136,4	4.946,3	1.478,4	1.997,8	1.314,4	155,8	404,0	1.530,9	814,0	1.842,4	1.310,3	15,0	11.328,7

Fuente: BCE.

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

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

3) Véase el cuadro 2.1, nota 2.

[mm de euros (sin desestacionalizar)]

3. Activo: flujos²⁾

		Préstamos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos	Total
		1	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	4	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	7	8	9	10	11
1998	Abr	39,8	5,0	34,7	7,8	7,5	0,3	8,6	-5,2	0,3	23,1	74,3
	May	8,3	-11,1	19,4	14,8	11,1	3,7	5,6	15,9	9,0	17,9	71,3
	Jun	66,7	5,9	60,8	2,9	10,7	-7,8	-6,0	32,1	-6,7	-104,5	-15,6
	Jul	39,9	-4,2	44,2	-11,7	-17,3	5,6	-6,8	-23,6	-4,7	45,9	39,1
	Ago	1,5	2,4	-0,9	-0,4	-0,9	0,5	-6,7	-1,8	1,0	-6,0	-12,5
	Sep	50,8	4,2	46,5	-2,4	-5,0	2,6	3,1	79,9	0,6	-4,4	127,5
	Oct	40,2	5,8	34,4	7,7	4,5	3,2	1,0	-21,9	2,3	-2,6	26,5
	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	62,7	-50,1	-41,2	-8,9	16,2	-102,3	2,6	-26,0	-94,7
1999	Ene	70,8	0,9	69,9	17,8	17,4	0,4	10,5	106,9	-0,2	154,9	360,7
	Feb	7,0	0,3	6,6	9,1	13,5	-4,3	6,5	-132,4	-1,2	19,1	-91,9
	Mar	36,0	-2,9	39,0	28,0	25,5	2,5	18,2	65,2	1,3	-86,5	62,2
	Abr	15,3	-8,9	24,2	3,7	-0,6	4,3	12,6	-17,1	2,0	-35,7	-19,2
	May	35,4	-1,1	36,5	24,2	18,0	6,2	14,0	-71,8	1,2	-20,3	-17,4
	Jun	97,7	6,5	91,2	-24,3	-28,8	4,5	-9,3	116,3	2,3	33,0	215,7
	Jul	24,3	-8,3	32,6	-8,3	-11,7	3,5	-2,9	-22,7	4,7	-15,0	-19,7
	Ago	-8,7	-4,0	-4,6	14,2	6,2	8,0	-1,5	-48,5	0,9	-14,1	-57,7
	Sep	50,0	5,6	44,4	14,0	17,6	-3,5	-1,1	31,2	2,1	-21,7	74,8
	Oct ^(p)	50,1	9,2	41,0	7,8	15,8	-8,0	1,3	5,5	1,9	53,1	119,5

4. Pasivo: flujos²⁾

		Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	Abr	3,0	2,0	26,1	15,0	17,0	-0,4	-5,6	10,1	8,2	-11,1	-0,9	52,4	-15,4	74,3
	May	2,4	-6,5	21,8	19,3	-1,1	1,9	1,6	-1,4	6,2	7,4	2,6	16,5	22,3	71,3
	Jun	-1,7	13,1	20,8	47,4	-20,5	-1,4	-4,8	-4,4	14,5	15,4	3,2	-77,2	0,6	-15,6
	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	39,1
	Ago	-5,7	8,8	-3,8	-8,9	10,8	1,7	-7,3	3,8	3,1	-0,2	-6,4	-11,6	-0,5	-12,5
	Sep	-3,2	-8,1	18,6	25,6	-10,5	0,2	3,2	-5,0	6,9	8,7	72,7	22,4	14,4	127,5
	Oct	1,5	-1,6	18,0	5,8	-2,0	3,2	11,0	4,8	-9,0	-2,5	35,9	-5,5	-15,1	26,5
	Nov	0,9	-6,7	21,3	40,3	-1,7	2,6	-19,9	3,1	7,6	-1,9	40,4	11,3	31,2	107,2
	Dic	9,4	1,9	99,9	70,0	22,7	32,4	-25,2	-24,8	-11,0	-2,9	-84,0	-77,4	-6,0	-94,7
1999	Ene	-9,4	-6,6	39,0	28,1	-2,0	14,8	-1,9	13,6	26,8	14,2	157,8	162,5	-37,2	360,7
	Feb	-0,6	8,3	-23,3	-26,3	-11,7	2,0	12,7	15,1	13,0	-2,1	-83,7	-47,1	28,5	-91,9
	Mar	4,8	-6,0	7,9	1,6	13,3	-1,9	-5,1	6,5	7,4	12,5	48,9	-35,6	15,9	62,2
	Abr	2,0	-17,5	10,6	17,7	-3,9	3,4	-6,6	20,9	15,2	11,1	8,7	-54,7	-15,5	-19,2
	May	1,8	4,9	21,5	31,9	-10,4	-0,2	0,2	1,3	9,4	5,5	-31,2	-44,7	14,2	-17,4
	Jun	2,4	4,8	27,1	43,3	-14,7	4,4	-6,0	1,1	7,1	12,4	99,6	71,4	-10,2	215,7
	Jul	8,1	9,1	7,1	-11,5	19,0	2,4	-2,8	-7,9	7,3	4,6	-33,4	-9,9	-4,8	-19,7
	Ago	-5,6	2,5	-22,6	-28,8	8,2	-0,9	-1,1	13,1	5,5	-0,2	-13,9	-30,2	-6,3	-57,7
	Sep	0,8	-4,7	14,5	30,9	-10,2	-2,1	-4,2	1,7	27,3	4,3	13,3	7,5	10,1	74,8
	Oct ^(p)	2,3	3,3	14,3	1,7	18,9	-3,6	-2,7	5,3	15,4	6,2	41,4	24,4	6,9	119,5

Cuadro 2.4

Agregados monetarios¹⁾

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

1. Saldos a fin de período

	M2							Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años	
					Total	Índice, Dic.98=100 ²⁾					
	M1		Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses							
Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total			Índice, Dic.98=100 ²⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 Mar	311,8	1.283,8	1.595,6	89,65	878,8	1.183,4	3.657,7	93,74	212,2	311,2	85,8
Abr	314,8	1.295,9	1.610,7	90,56	892,6	1.185,1	3.688,4	94,59	206,6	321,0	86,4
May	317,2	1.313,0	1.630,3	91,69	888,8	1.189,2	3.708,3	95,13	208,2	319,4	88,7
Jun	315,5	1.361,7	1.677,2	94,30	871,2	1.189,0	3.737,5	95,85	203,4	315,1	87,8
Jul	320,7	1.321,7	1.642,3	92,38	872,5	1.189,7	3.704,6	95,06	215,5	322,3	93,5
Ago	314,9	1.312,6	1.627,5	91,53	879,3	1.192,9	3.699,7	94,91	208,2	326,3	88,8
Sep	311,7	1.334,7	1.646,5	92,71	864,8	1.193,8	3.705,1	95,19	211,3	320,6	80,5
Oct	313,3	1.339,7	1.653,0	93,06	867,2	1.197,3	3.717,5	95,49	222,3	325,3	81,5
Nov	314,2	1.380,7	1.694,9	95,37	871,1	1.199,9	3.765,8	96,68	202,4	328,7	80,0
Dic	323,6	1.453,0	1.776,6	100,00	885,1	1.231,6	3.893,3	100,00	177,2	303,4	67,8
1999 Ene	313,2	1.481,7	1.795,0	101,08	881,7	1.247,8	3.924,5	100,73	171,2	339,9	55,0
Feb	312,7	1.452,9	1.765,6	99,36	868,0	1.251,6	3.885,2	99,65	183,9	355,3	56,9
Mar	317,5	1.465,2	1.782,7	100,24	878,3	1.250,4	3.911,3	100,24	178,9	366,0	48,6
Abr	319,5	1.480,1	1.799,6	101,17	871,9	1.255,3	3.926,8	100,61	172,3	387,5	53,4
May	321,3	1.509,9	1.831,2	102,92	862,5	1.259,3	3.953,0	101,26	172,5	388,9	59,2
Jun	323,7	1.548,7	1.872,3	105,21	841,4	1.265,1	3.978,9	101,89	166,5	391,2	58,9
Jul	331,8	1.542,2	1.874,0	105,36	853,3	1.269,9	3.997,2	102,43	163,7	382,8	62,7
Ago	326,2	1.513,2	1.839,4	103,37	856,6	1.270,2	3.966,2	101,59	162,6	396,1	64,9
Sep	327,0	1.538,0	1.865,0	104,84	844,0	1.268,2	3.977,2	101,89	158,4	398,2	67,7
Oct ^(p)	329,3	1.542,7	1.872,0	105,19	859,3	1.266,5	3.997,8	102,32	155,8	404,0	77,1

2. Flujos³⁾

	M2								Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
							Total	Tasa interanual de variación ³⁾			
	M1		Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses							
	Total	Tasa interanual de variación ³⁾									
Efectivo en circulación	Depósitos a la vista										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 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	9,6	-18,2	-0,2	28,0	5,3	-4,8	-4,4	-1,0
Jul	5,2	-39,2	-34,1	8,2	2,4	0,7	-31,0	4,4	12,2	7,4	6,0
Ago	-5,7	-9,4	-15,2	8,3	6,3	3,2	-5,7	4,3	-7,3	3,8	-4,8
Sep	-3,2	24,3	21,1	8,0	-11,3	1,1	10,9	4,7	3,2	-5,0	-7,4
Oct	1,5	4,6	6,2	8,1	2,2	3,5	11,8	4,6	11,0	4,8	0,7
Nov	0,9	40,1	41,0	8,4	2,7	2,5	46,2	5,0	-19,9	3,1	-1,8
Dic	9,4	72,8	82,3	9,6	15,6	31,4	129,3	6,0	-25,2	-24,8	-12,3
1999 Ene	-9,4	28,6	19,2	14,9	-6,7	15,8	28,3	7,6	-1,9	13,6	-1,1
Feb	-0,6	-30,0	-30,5	12,9	-15,3	3,7	-42,1	6,4	12,7	15,1	1,3
Mar	4,8	10,9	15,7	11,8	9,0	-1,4	23,3	6,9	-5,1	6,5	-1,6
Abr	2,0	14,4	16,5	11,7	-7,0	5,0	14,5	6,4	-6,6	20,9	1,9
May	1,8	29,4	31,2	12,3	-9,9	3,9	25,2	6,4	0,2	1,3	5,6
Jun	2,4	38,2	40,6	11,6	-21,7	5,8	24,7	6,3	-6,0	1,1	-0,5
Jul	8,1	-5,3	2,8	14,0	13,2	4,9	20,8	7,8	-2,8	-7,9	4,2
Ago	-5,6	-29,8	-35,3	12,9	2,4	0,2	-32,7	7,0	-1,1	13,1	1,9
Sep	0,8	25,2	26,1	13,1	-12,4	-1,9	11,7	7,0	-4,2	1,7	8,4
Oct ^(p)	2,3	3,9	6,2	13,0	12,6	-1,7	17,0	7,2	-2,7	5,3	0,8

Fuente: BCE.

- Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores distintos de las IFM en la zona del euro, excluyendo a la Administración Central. Los datos se han revisado, al disponer de nueva información.
- Tomando el saldo a fin de diciembre de 1998 (sin desestacionalizar) como 100, el índice muestra el resultado acumulativo de las variaciones, desde esa fecha, calculadas a partir de los flujos, como se describe en la nota 3. La variación porcentual del índice entre dos fechas dadas corresponde a la variación del agregado, excluyendo las reclasificaciones, etc.
- Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revaluaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas en la página 48*.

M3			Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM						Total
Total	Índice, Dic.98=100 ²⁾					Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas		
			Depósitos						
			A plazo superior a 2 años	Con preaviso superior a 3 meses					
12	13	14	15	16	17	18	19	20	
4.267,0	95,83		1.235,8	1.019,1	216,8	1.262,5	706,4	3.204,7	1998 Mar
4.302,4	96,70		1.235,2	1.020,5	214,7	1.266,2	694,7	3.196,2	Abr
4.324,6	97,23		1.235,3	1.022,3	213,0	1.267,5	701,7	3.204,6	May
4.343,9	97,64		1.232,2	1.020,2	212,0	1.282,5	714,3	3.228,9	Jun
4.336,0	97,51		1.232,6	1.021,8	210,8	1.285,2	713,8	3.231,7	Jul
4.323,0	97,20		1.236,5	1.026,6	209,9	1.294,6	712,7	3.243,8	Ago
4.317,6	97,24		1.235,8	1.026,5	209,3	1.317,0	720,4	3.273,2	Sep
4.346,7	97,87		1.231,5	1.022,4	209,1	1.310,2	717,6	3.259,3	Oct
4.376,9	98,49		1.227,8	1.018,3	209,5	1.320,9	714,9	3.263,6	Nov
4.441,7	100,00		1.239,8	1.025,1	214,6	1.322,4	712,4	3.274,6	Dic
4.490,6	100,87		1.218,0	1.094,9	123,1	1.360,6	757,3	3.335,9	1999 Ene
4.481,3	100,58		1.227,6	1.105,8	121,8	1.375,7	754,4	3.357,7	Feb
4.504,9	101,10		1.231,5	1.110,5	120,9	1.389,4	767,8	3.388,6	Mar
4.540,0	101,79		1.232,7	1.114,0	118,7	1.401,1	778,4	3.412,2	Abr
4.573,6	102,51		1.228,9	1.113,7	115,2	1.406,2	783,1	3.418,2	May
4.595,4	102,95		1.235,2	1.121,1	114,2	1.415,3	793,8	3.444,3	Jun
4.606,4	103,27		1.238,0	1.126,0	112,0	1.415,8	797,6	3.451,3	Jul
4.589,8	102,85		1.243,0	1.132,0	111,0	1.421,9	796,7	3.461,6	Ago
4.601,7	103,24		1.245,4	1.134,2	111,2	1.440,7	805,4	3.491,6	Sep
4.634,7	103,70		1.249,5	1.138,9	110,6	1.453,8	814,0	3.517,4	Oct ^(p)

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

Cuadro 2.4 (cont.)

Agregados monetarios¹⁾

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

3. Saldos a fin de período desestacionalizados

								M3		
								Total	Índice ²⁾	
					Instrumentos negociables ⁴⁾					
					Total	Índice ²⁾	Total			
	M1		Otros depósitos a corto plazo ³⁾							
Total	Índice ²⁾	Total								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 Mar	1.606,6	90,27	2.063,9		3.670,5	94,11	605,3		4.275,8	96,12
Abr	1.626,3	91,44	2.063,8		3.690,1	94,67	604,2		4.294,3	96,61
May	1.634,7	91,94	2.071,4		3.706,2	95,12	602,2		4.308,3	96,96
Jun	1.650,0	92,77	2.074,0		3.724,0	95,55	604,0		4.328,0	97,38
Jul	1.643,3	92,44	2.068,9		3.712,3	95,29	630,3		4.342,6	97,76
Ago	1.651,7	92,89	2.074,0		3.725,7	95,62	613,8		4.339,5	97,66
Sep	1.661,3	93,55	2.077,5		3.738,8	96,09	613,2		4.352,0	98,11
Oct	1.675,5	94,33	2.078,4		3.753,9	96,47	633,2		4.387,1	98,88
Nov	1.682,0	94,65	2.094,6		3.776,7	97,00	614,3		4.391,0	98,91
Dic	1.697,2	95,53	2.106,8		3.803,9	97,74	577,1		4.381,0	98,73
1999 Ene	1.791,9	100,91	2.101,0		3.892,8	99,96	572,9		4.465,7	100,41
Feb	1.787,7	100,61	2.096,8		3.884,5	99,67	592,3		4.476,8	100,58
Mar	1.800,6	101,25	2.129,6		3.930,3	100,77	590,1		4.520,3	101,55
Abr	1.816,3	102,11	2.113,1		3.929,4	100,72	602,6		4.531,9	101,71
May	1.835,2	103,15	2.118,9		3.954,1	101,33	606,1		4.560,2	102,31
Jun	1.846,9	103,78	2.119,2		3.966,0	101,61	613,8		4.579,9	102,70
Jul	1.869,3	105,10	2.131,3		4.000,6	102,56	609,1		4.609,7	103,44
Ago	1.869,4	105,06	2.128,5		3.997,9	102,44	615,2		4.613,1	103,47
Sep	1.881,3	105,76	2.132,7		4.014,0	102,87	623,8		4.637,7	104,15
Oct ^(p)	1.890,9	106,25	2.141,1		4.032,1	103,24	640,6		4.672,7	104,65

4. Flujos desestacionalizados⁵⁾

									M3	
					M2		Instrumentos negociables ⁴⁾		Total	Variación mensual (%)
					Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)		
	M1		Otros depósitos a corto plazo ³⁾							
	Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 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	11,8	0,7	6,9	0,3	18,7	0,5	1,0	0,2	19,7	0,5
Oct	13,8	0,8	0,6	0,0	14,5	0,4	19,8	3,2	34,3	0,8
Nov	5,7	0,3	15,0	0,7	20,7	0,6	-19,5	-3,1	1,2	0,0
Dic	15,6	0,9	13,4	0,6	29,1	0,8	-36,8	-6,0	-7,7	-0,2
1999 Ene	95,5	5,6	-9,5	-0,4	86,0	2,3	-11,5	-2,0	74,6	1,7
Feb	-5,3	-0,3	-5,7	-0,3	-11,1	-0,3	18,5	3,2	7,5	0,2
Mar	11,5	0,6	31,3	1,5	42,8	1,1	0,1	0,0	43,0	1,0
Abr	15,2	0,8	-17,1	-0,8	-1,9	0,0	9,1	1,5	7,2	0,2
May	18,5	1,0	5,3	0,3	23,8	0,6	3,2	0,5	27,0	0,6
Jun	11,1	0,6	-0,5	0,0	10,7	0,3	6,4	1,1	17,1	0,4
Jul	23,5	1,3	13,6	0,6	37,1	0,9	-3,8	-0,6	33,2	0,7
Ago	-0,7	0,0	-3,7	-0,2	-4,4	-0,1	5,6	0,9	1,2	0,0
Sep	12,4	0,7	4,4	0,2	16,8	0,4	13,7	2,2	30,5	0,7
Oct ^(p)	8,8	0,5	5,7	0,3	14,5	0,4	7,7	1,2	22,2	0,5

Fuente: BCE.

1) Véase página 14*, nota 1.

2) Véase página 14*, nota 2. Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas en la página 48*.

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

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

5) Véase página 14*, nota 3.

Cuadro 2.5

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

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

1. Créditos a sectores no financieros distintos de las AAPP

	Empresas no financieras ²⁾				Hogares ²⁾									Institucio- nes sin fines de lucro al servicio de los hogares ²⁾	
					Crédito al consumo ³⁾			Crédito para compra de vivienda ³⁾			Otras finalidades				
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1998 I	2.163,1	770,9	319,8	1.072,5	2.318,2	75,0	119,0	185,9	28,0	49,0	1.320,7	108,2	76,6	355,8	37,7
II	2.200,2	785,4	317,8	1.096,9	2.374,5	77,9	122,1	190,2	28,4	49,2	1.346,0	113,4	77,4	369,8	37,6
III	2.222,2	774,3	324,0	1.123,8	2.419,2	80,2	125,9	195,1	28,9	48,6	1.378,8	111,6	86,5	363,6	36,7
IV	2.284,9	810,7	320,1	1.154,0	2.478,7	84,7	128,2	199,8	28,2	45,9	1.415,9	114,2	84,8	376,9	37,0
1999 I	2.279,1	816,3	347,0	1.115,7	2.526,2	86,1	147,5	187,3	15,4	70,5	1.460,4	131,5	100,3	327,2	35,8
II	2.339,0	842,7	355,2	1.141,1	2.592,1	84,9	152,3	193,0	18,7	67,8	1.508,8	138,1	98,2	330,1	35,8
III ^(p)	2.337,9	829,0	363,9	1.145,1	2.642,7	85,4	154,3	195,5	18,8	67,3	1.550,3	136,3	100,6	334,2	36,2

2. Créditos a instituciones financieras no monetarias

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

3. Créditos a las AAPP

	AAPP ²⁾										Administraciones de Seguridad Social
	Administración Central ⁴⁾	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 I	828,0	221,2	269,2	9,9	14,6	244,6	327,0	19,9	52,4	254,7	10,6
II	827,5	217,2	271,3	8,5	14,5	248,3	333,3	19,8	54,0	259,6	5,7
III	829,5	216,4	272,9	7,8	14,0	251,1	325,0	17,7	50,7	256,6	15,2
IV	841,0	202,6	290,5	11,3	13,7	265,6	333,8	19,1	51,2	263,6	14,0
1999 I	839,1	221,7	277,8	11,0	21,1	245,6	326,0	19,0	12,6	294,4	13,6
II	837,3	212,3	279,3	11,5	20,6	247,1	328,4	20,0	10,9	297,5	17,3
III ^(p)	830,3	205,9	278,9	10,7	21,2	247,0	327,5	19,1	10,7	297,6	18,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

Cuadro 2.6

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

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

Saldos de pasivos

1. Depósitos colocados por residentes en la zona del euro

	IFM Total								No IFM Total							
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 I	3.180,6	2.809,4	43,5	327,7	234,5	27,0	44,9	21,3	4.816,8	4.658,3	21,1	137,3	103,3	15,1	10,3	8,6
II	3.280,6	2.929,7	41,8	309,1	223,0	21,8	43,6	20,6	4.887,4	4.734,8	18,6	134,0	99,0	15,6	10,1	9,3
III	3.316,5	2.927,3	42,4	346,8	241,3	27,9	45,2	32,4	4.877,0	4.726,3	19,5	131,2	94,0	12,6	13,6	11,0
IV	3.405,6	3.009,7	43,3	352,6	247,0	27,5	51,3	26,8	5.009,1	4.864,9	19,4	124,8	89,6	13,0	13,2	9,0
1999 I	3.892,5	3.466,6	48,9	377,0	265,9	27,7	54,7	28,6	5.003,5	4.851,8	23,6	128,1	89,0	13,9	14,5	10,7
II	4.112,7	3.711,3	43,7	357,6	255,1	27,1	51,5	23,9	5.058,3	4.897,8	25,7	134,8	96,8	15,0	12,5	10,5
III ^(p)	3.823,1	3.415,6	46,6	360,9	253,6	30,1	56,2	21,0	5.058,8	4.896,8	27,0	135,0	96,8	15,9	12,0	10,3

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

	Bancos ³⁾ Total								No bancos Total							
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 I	1.161,9	470,3	121,0	570,6	448,6	44,0	52,5	25,6	388,7	150,1	39,0	199,6	145,7	22,4	13,9	17,7
II	1.150,4	470,0	122,6	557,7	435,9	42,7	51,3	27,7	370,7	145,0	34,6	191,1	142,8	18,4	11,5	18,3
III	1.174,7	468,4	129,1	577,2	443,7	47,5	54,1	32,0	332,6	143,1	30,6	158,9	122,3	13,8	11,2	11,6
IV	1.158,3	458,9	124,0	575,4	441,4	55,8	52,5	25,8	364,7	153,5	33,4	177,8	130,7	22,4	12,1	12,6
1999 I	1.291,9	557,0	128,9	605,9	467,3	53,5	53,2	31,9	417,4	179,5	38,9	198,9	148,0	24,4	12,5	14,0
II	1.374,6	611,9	136,0	626,7	498,9	39,4	52,2	36,2	452,0	192,0	40,8	219,2	168,2	24,6	11,7	14,8
III ^(p)	1.301,2	547,7	128,4	625,1	494,1	42,9	53,4	34,8	457,5	197,4	43,6	216,5	163,1	27,2	11,4	14,9

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

	Valores distintos de acciones y participaciones								Instrumentos del mercado monetario							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 I	2.001,2	1.784,0	20,7	196,6	110,7	38,9	31,2	15,8	163,5	151,0	0,3	12,2	10,6	0,9	0,4	0,4
II	2.055,0	1.835,8	22,5	196,7	112,5	37,4	30,5	16,3	160,2	144,2	0,7	15,3	10,9	1,8	1,2	1,3
III	2.105,1	1.892,6	26,0	186,5	104,7	33,3	32,7	15,8	166,1	147,9	0,6	17,6	15,5	1,0	0,7	0,3
IV	2.119,2	1.903,5	26,4	189,4	106,3	35,2	33,0	14,9	169,4	155,4	0,6	13,4	11,3	0,9	1,1	0,1
1999 I	2.198,9	1.966,9	25,3	206,7	111,6	32,8	31,6	30,7	185,4	169,8	0,8	14,9	12,6	0,8	1,3	0,2
II	2.274,2	2.026,9	30,1	217,2	114,3	31,8	32,1	38,9	187,8	169,9	1,4	16,5	13,8	1,1	1,5	0,2
III ^(p)	2.336,6	2.078,9	31,9	225,8	118,1	34,7	32,7	40,2	204,0	184,2	1,2	18,6	13,5	2,7	2,2	0,2

Fuente: BCE.

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

2) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a las entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

Saldos de activos

4. Préstamos a residentes en la zona del euro

	IFM								No IFM							
	Total								Total							
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 I	3.188,6	-	-	-	-	-	-	-	5.604,6	5.437,2	26,6	140,8	86,0	15,3	36,9	2,6
II	3.342,6	-	-	-	-	-	-	-	5.704,2	5.541,9	25,5	136,8	81,6	13,9	38,2	3,0
III	3.354,7	-	-	-	-	-	-	-	5.786,7	5.624,1	26,4	136,3	77,8	12,7	42,8	3,0
IV	3.376,8	-	-	-	-	-	-	-	5.932,3	5.759,1	26,3	146,9	79,2	15,1	48,9	3,7
1999 I	3.872,4	-	-	-	-	-	-	-	5.992,8	5.797,4	19,7	175,7	99,0	18,5	53,7	4,5
II	4.103,5	-	-	-	-	-	-	-	6.142,6	5.931,2	21,4	190,0	109,4	19,5	57,9	3,2
III ^(p)	3.814,2	-	-	-	-	-	-	-	6.203,7	5.984,5	22,8	196,5	106,5	23,9	61,6	4,5

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

	IFM								No IFM							
	Total								Total							
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 I	654,7	625,7	6,7	22,2	14,6	2,7	1,2	3,8	1.407,7	1.366,7	8,2	32,8	16,8	6,9	2,6	6,5
II	686,3	657,0	6,2	23,2	14,7	2,6	1,2	4,7	1.433,7	1.390,2	8,8	34,7	17,2	7,2	2,7	7,5
III	708,8	680,3	7,4	21,1	13,7	3,0	1,4	3,0	1.421,9	1.384,4	10,2	27,2	15,0	7,6	2,4	2,2
IV	729,0	686,0	18,0	25,0	16,9	3,7	1,8	2,6	1.375,5	1.338,5	10,6	26,4	14,4	8,6	2,3	1,1
1999 I	760,9	725,4	7,7	27,7	18,3	5,5	1,3	2,6	1.419,5	1.387,0	3,9	28,6	15,2	10,5	2,0	0,9
II	800,1	766,2	6,5	27,4	18,1	5,2	1,1	3,1	1.423,7	1.393,8	3,2	26,7	13,5	10,2	2,1	1,0
III ^(p)	826,4	792,9	6,9	26,6	17,5	4,5	1,7	2,9	1.444,7	1.414,9	3,1	26,6	13,5	10,0	2,3	0,9

6. Préstamos a no residentes en la zona del euro

	Bancos ³⁾								No bancos							
	Total								Total							
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 I	1.081,2	441,5	83,8	555,9	426,6	63,7	29,8	35,8	420,7	190,9	25,5	204,3	171,7	5,7	11,0	15,9
II	1.053,1	429,6	88,5	535,0	404,9	66,8	29,6	33,8	384,9	179,5	23,0	182,4	162,8	4,5	11,2	3,9
III	1.026,9	423,6	100,6	502,6	365,2	67,5	26,7	43,2	380,2	174,6	26,0	179,6	156,5	5,3	11,9	5,9
IV	972,0	380,2	76,7	515,1	375,5	73,9	27,1	38,7	378,7	152,3	27,0	199,4	173,2	8,3	13,3	4,5
1999 I	1.008,1	467,1	81,4	459,6	328,2	62,7	26,8	41,9	385,5	137,1	28,9	219,5	191,7	7,7	14,5	5,5
II	1.018,8	471,8	79,5	467,5	347,3	53,2	26,2	40,9	416,6	139,2	35,0	242,4	211,9	8,0	16,3	6,3
III ^(p)	948,0	427,7	77,0	443,3	320,8	53,8	28,3	40,5	413,5	143,3	35,5	234,7	200,7	10,4	17,9	5,7

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

	Bancos ³⁾								No bancos							
	Total								Total							
	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras	monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 I	71,5	15,9	4,5	51,1	38,2	3,7	0,6	8,6	262,9	38,8	29,6	194,6	148,1	23,9	3,9	18,8
II	88,2	17,1	4,7	66,4	38,1	4,4	0,7	23,2	274,4	49,5	25,6	199,4	138,7	20,2	3,8	36,6
III	77,0	19,5	3,9	53,7	39,7	5,2	1,0	7,8	286,0	41,4	31,1	213,5	158,5	29,9	4,3	20,8
IV	65,3	18,8	5,1	41,5	27,9	5,0	0,8	7,7	316,2	47,3	30,6	238,3	179,7	34,6	4,2	19,6
1999 I	75,6	19,7	5,7	50,2	35,0	5,4	0,9	9,0	410,1	52,5	30,8	326,8	255,4	37,6	4,4	29,4
II	82,7	21,7	6,3	54,8	39,2	5,6	1,2	8,8	413,0	66,8	33,7	312,4	247,6	37,1	4,9	22,8
III ^(p)	82,6	23,1	6,7	52,8	38,1	5,8	1,0	7,9	412,0	70,3	34,9	306,8	242,0	38,5	4,8	21,6

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

Cuadro 3.1

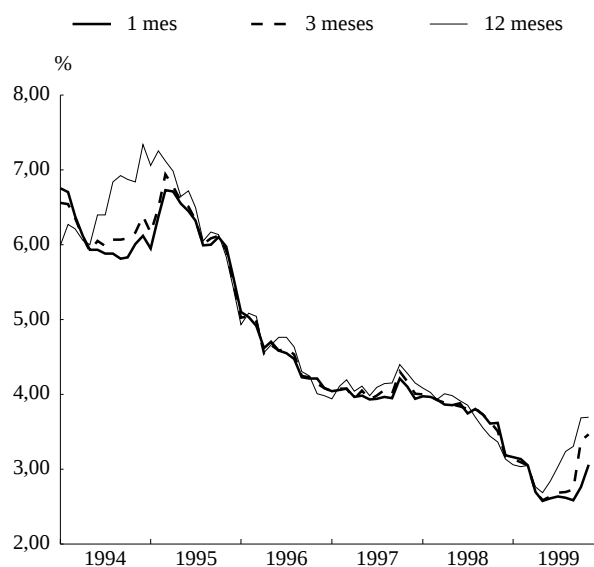
Tipos de interés del mercado monetario¹⁾

(en porcentaje)²⁾

	Zona del euro ^{3) 4)}					Estados Unidos ⁵⁾	Japón ⁵⁾
	Depósitos a 1 día 1	Depósitos a 1 mes 2	Depósitos a 3 meses 3	Depósitos a 6 meses 4	Depósitos a 12 meses 5	Depósitos a 3 meses 6	Depósitos a 3 meses 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 Nov	3,40	3,62	3,51	3,43	3,36	5,12	0,68
1998 Dic	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1999 Ene	3,14	3,16	3,13	3,10	3,06	4,99	0,35
1999 Feb	3,12	3,13	3,09	3,04	3,03	5,00	0,38
1999 Mar	2,93	3,05	3,05	3,02	3,05	4,99	0,20
1999 Abr	2,71	2,69	2,70	2,70	2,76	4,97	0,18
1999 May	2,55	2,57	2,58	2,60	2,68	4,98	0,12
1999 Jun	2,56	2,61	2,63	2,68	2,84	5,17	0,10
1999 Jul	2,52	2,63	2,68	2,90	3,03	5,30	0,12
1999 Ago	2,44	2,61	2,70	3,05	3,24	5,46	0,13
1999 Sep	2,43	2,58	2,73	3,11	3,30	5,56	0,14
1999 Oct	2,50	2,76	3,38	3,46	3,68	6,20	0,24
1999 Nov	2,94	3,06	3,47	3,48	3,69	6,09	0,31
1999 Nov 5	2,95	3,03	3,51	3,54	3,71	6,05	0,28
1999 Nov 12	2,97	3,00	3,45	3,46	3,61	6,06	0,34
1999 Nov 19	2,74	3,03	3,45	3,45	3,66	6,05	0,33
1999 Nov 26	3,04	3,06	3,45	3,47	3,78	6,16	0,34

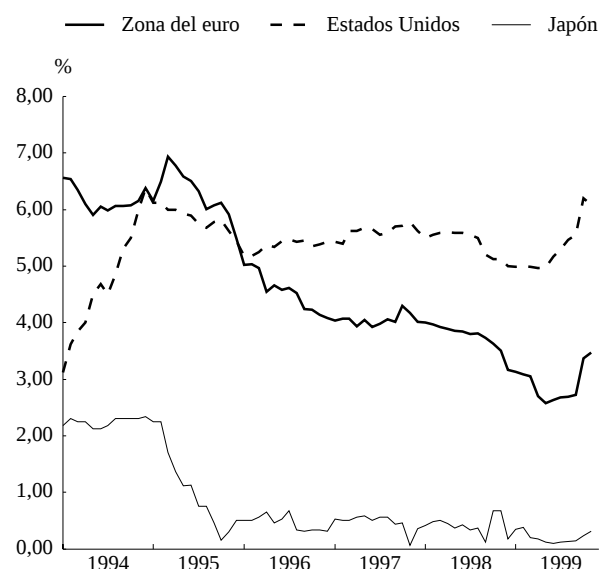
Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro

(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

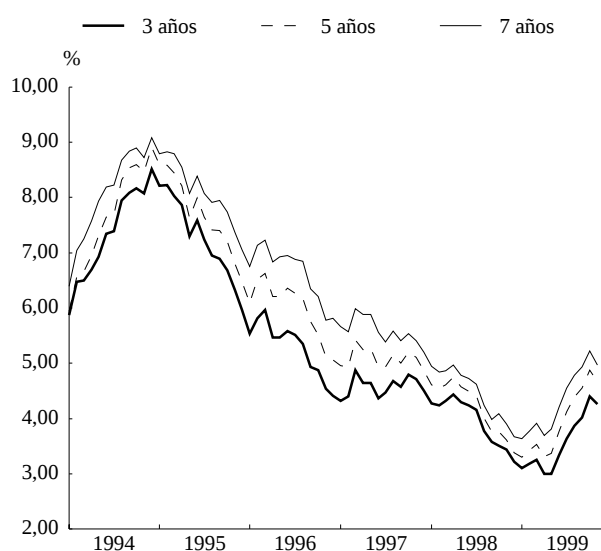
Rendimientos de la deuda pública¹⁾

(en porcentaje)

		Zona del euro ²⁾					Estados Unidos	Japón
		2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
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 Nov		3,33	3,44	3,62	3,90	4,24	4,89	0,89
1998 Dic		3,16	3,22	3,38	3,67	3,95	4,69	1,39
1999 Ene		2,98	3,11	3,30	3,64	3,82	4,78	2,07
1999 Feb		3,05	3,19	3,43	3,78	3,98	4,99	2,09
1999 Mar		3,08	3,25	3,53	3,92	4,18	5,23	1,72
1999 Abr		2,83	3,00	3,31	3,70	4,04	5,18	1,55
1999 May		2,82	3,00	3,37	3,81	4,21	5,54	1,36
1999 Jun		3,09	3,34	3,77	4,20	4,53	5,90	1,60
1999 Jul		3,30	3,64	4,13	4,55	4,86	5,80	1,69
1999 Ago		3,56	3,87	4,39	4,78	5,06	5,94	1,89
1999 Sep		3,68	4,02	4,55	4,94	5,24	5,91	1,75
1999 Oct		4,07	4,40	4,87	5,23	5,47	6,10	1,79
1999 Nov		3,99	4,27	4,67	4,97	5,18	6,03	1,81
1999 Nov	5	3,93	4,21	4,62	4,92	5,11	5,92	1,76
	12	3,82	4,07	4,46	4,79	5,00	5,95	1,76
	19	4,02	4,32	4,69	4,98	5,20	6,08	1,85
	26	4,16	4,45	4,84	5,14	5,36	6,12	1,90

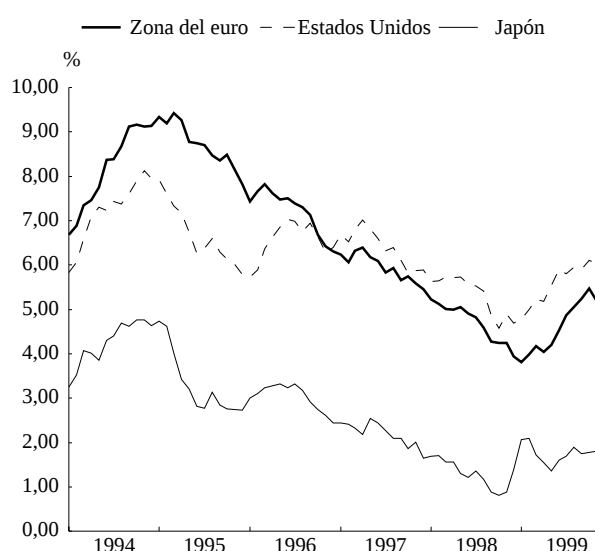
Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensual)



Rendimientos de la deuda pública a 10 años

(mensual)



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

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

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

Cuadro 3.3

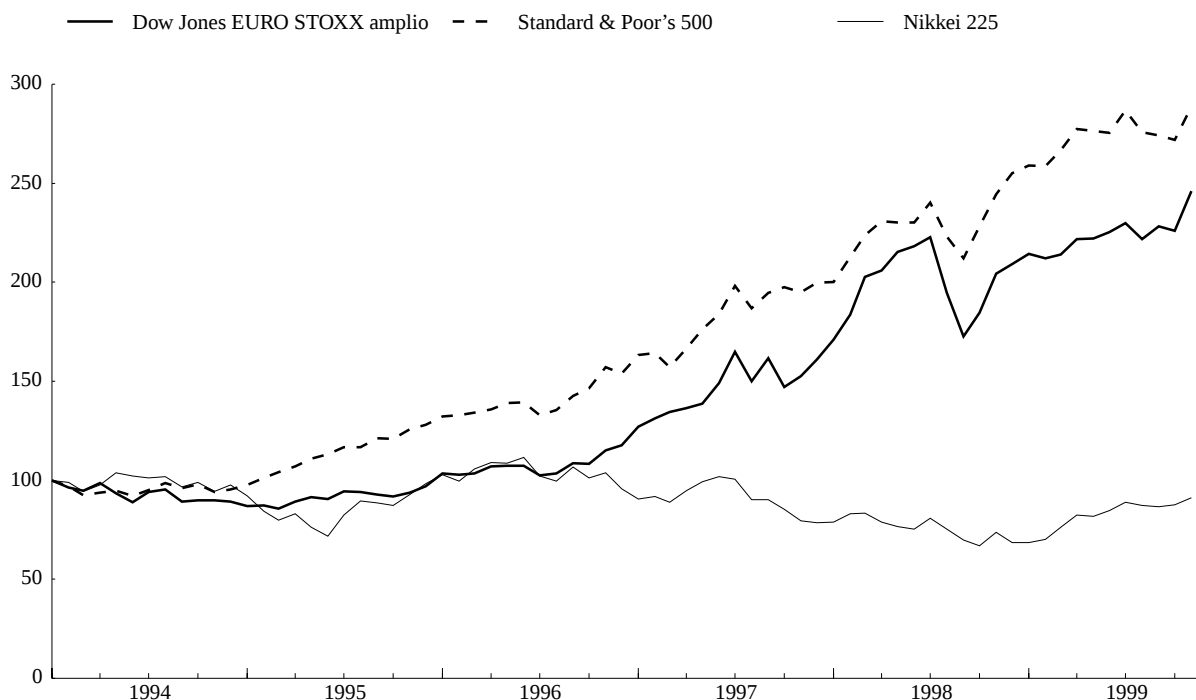
Índices de los mercados bursátiles

(niveles del índice en puntos) ¹⁾

	Índices Dow Jones EURO STOXX											Estados Unidos	Japón
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos									Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Extracción y metales	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Grupos	Industrial	Tecnología	Gas, agua, electricidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 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
Nov	351,17	4.159,97	200,99	164,75	508,19	305,69	259,69	275,80	418,69	589,93	297,38	1.391,61	18.440,35
1999 Nov 5	341,00	4.014,08	195,83	164,13	509,40	285,90	260,51	274,76	392,30	551,91	292,34	1.370,23	18.354,90
12	349,24	4.133,93	189,65	165,37	513,63	304,83	262,35	276,13	424,31	573,01	299,90	1.396,06	18.258,55
19	360,34	4.292,40	207,96	167,23	510,92	317,32	263,23	278,47	435,16	613,73	298,48	1.422,00	18.570,84
26	366,30	4.380,77	207,21	166,42	514,43	313,01	256,53	277,20	444,19	656,57	304,65	1.416,62	18.914,50

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 período; a partir de entonces, son medias del período.

Cuadro 3.4

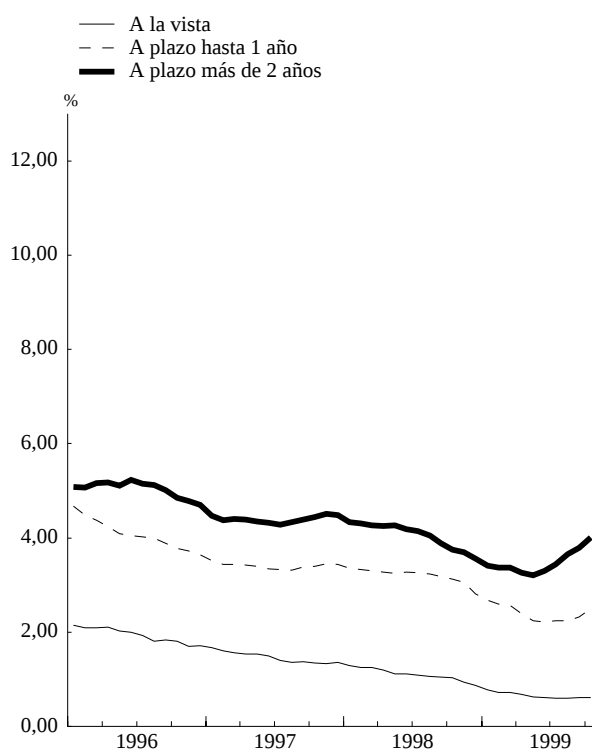
Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela

(en porcentaje; medias del período)

	Tipos de interés de los depósitos						Tipos de interés de los préstamos y créditos			
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso		A empresas		A hogares	
		Hasta 1 año	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	Hasta 1 año	Más de 1 año	Crédito al consumo	Para compra de vivienda
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1996	1,94	4,08	4,68	5,04	3,05	3,16	8,84	-	11,56	7,46
1997	1,46	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,58	6,64	10,61	6,63
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,74	5,80	10,05	5,87
1998 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	0,77	2,67	2,67	3,41	2,37	2,86	6,07	5,04	9,61	5,10
Feb	0,72	2,60	2,59	3,37	2,34	2,78	5,98	5,00	9,54	5,02
Mar	0,71	2,57	2,56	3,37	2,31	2,79	5,85	4,99	9,50	5,05
Abr	0,68	2,39	2,39	3,26	2,27	2,61	5,68	4,82	9,37	4,91
May	0,63	2,25	2,25	3,21	2,16	2,48	5,57	4,73	9,31	4,84
Jun	0,61	2,22	2,22	3,30	2,15	2,45	5,49	4,78	9,29	4,96
Jul	0,60	2,24	2,24	3,44	2,15	2,63	5,41	4,96	9,21	5,18
Ago	0,60	2,24	2,25	3,66	2,01	2,73	5,42	5,16	9,31	5,47
Sep	0,60	2,32	2,32	3,79	1,99	2,80	5,37	5,19	9,29	5,53
Oct	0,61	2,50	2,51	4,01	2,01	2,93	5,43	5,41	9,33	5,72

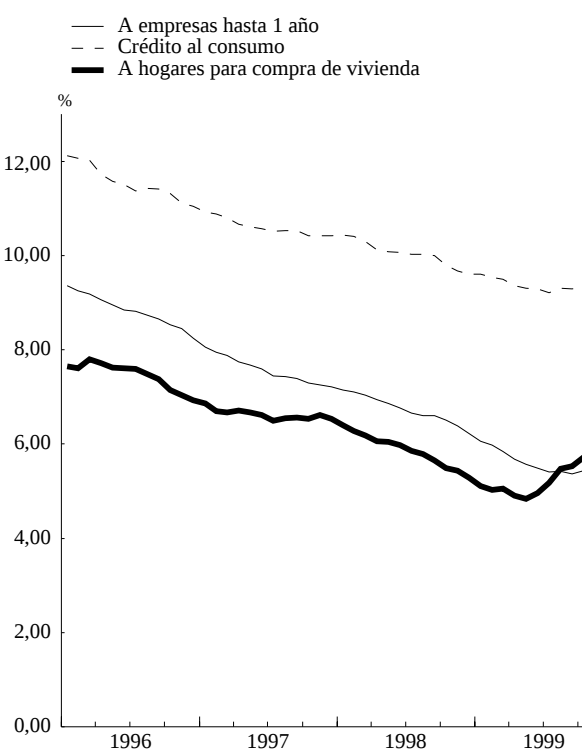
Tipos de interés de los depósitos

(mensual)



Tipos de interés de los préstamos y créditos

(mensual)



Fuente: BCE.

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

Cuadro 3.5

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

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

1. A corto plazo³⁾

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
	En euros ⁴⁾								En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 Dic	.	.	.	526,1	.	.	.	517,1	.	.
1999 Ene	199,2	182,7	16,5	539,2	192,5	177,2	15,3	529,0	6,7	5,5
Feb	166,6	162,4	4,3	539,2	162,1	159,5	2,6	527,2	4,5	2,8
Mar	175,3	174,3	1,0	543,6	170,6	170,8	-0,2	530,4	4,7	3,5
Abr	206,0	194,2	11,8	561,7	201,0	190,0	11,1	547,7	4,9	4,2
May	162,8	164,1	-1,2	561,1	156,4	159,3	-2,8	545,5	6,4	4,8
Jun	167,6	176,3	-8,7	548,9	161,9	171,7	-9,8	532,0	5,7	4,6
Jul	197,8	195,9	2,0	545,2	191,4	189,7	1,7	528,1	6,4	6,1
Ago	171,4	157,1	14,3	563,5	164,7	151,7	12,9	545,0	6,7	5,3
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. A largo plazo³⁾

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
	En euros ⁴⁾								En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 Dic	.	.	.	5.263,8	.	.	.	4.968,0	.	.
1999 Ene	145,3	99,7	45,6	5.320,2	139,5	94,5	44,9	5.023,0	5,9	5,2
Feb	118,8	75,2	43,7	5.372,3	110,2	73,4	36,8	5.063,7	8,6	1,8
Mar	113,4	77,9	35,4	5.413,0	107,3	72,1	35,2	5.098,6	6,1	5,8
Abr	114,3	73,7	40,6	5.441,3	109,1	72,0	37,1	5.120,5	5,1	1,7
May	102,7	62,6	40,1	5.487,5	93,7	57,9	35,8	5.162,8	9,0	4,7
Jun	97,3	63,0	34,4	5.528,5	93,2	60,6	32,6	5.199,0	4,1	2,4
Jul	118,9	84,9	34,0	5.564,0	113,9	78,0	35,9	5.293,2	4,9	6,9
Ago	63,1	47,0	16,1	5.575,6	56,1	42,3	13,8	5.246,7	6,9	4,7
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

3. Total

	Emisiones por residentes en la zona del euro									
	En euros ⁴⁾								En otras	
	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones	Amortizaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 Dic	.	.	.	5.789,9	.	.	.	5.485,1	.	.
1999 Ene	344,5	282,4	62,1	5.859,4	332,0	271,7	60,2	5.552,0	12,6	10,7
Feb	285,4	237,5	47,9	5.911,5	272,3	232,9	39,4	5.590,9	13,1	4,6
Mar	288,7	252,2	36,4	5.956,6	277,9	242,9	35,0	5.629,1	10,7	9,3
Abr	320,2	226,7	52,4	6.003,0	310,2	262,0	48,2	5.668,2	10,0	5,9
May	265,5	239,3	38,8	6.048,6	250,2	217,2	33,0	5.708,3	15,4	9,5
Jun	265,0	280,7	25,7	6.077,4	255,1	232,3	22,8	5.731,1	9,8	7,0
Jul	316,7	204,0	36,0	6.109,2	305,3	267,8	37,6	5.767,3	11,4	13,0
Ago	234,5	204,0	30,4	6.139,2	220,8	194,0	26,8	5.791,7	13,7	10,0
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

- 1) Se calcula que la cobertura de los datos para los residentes en la zona del euro se sitúa en torno al 95% del total emitido. Se espera que este porcentaje aumente en los próximos meses, aunque la cobertura total no es viable a corto plazo.
- 2) Las emisiones netas no coinciden con la variación de saldos por cambios en la valoración, reclasificaciones y otros ajustes.
- 3) «A corto plazo» se refiere a los valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (de conformidad con el SEC 95, en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con plazo a la emisión superior, o con fechas de amortización opcionales, la última de las cuales sea superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo».
- 4) Incluyendo las emisiones expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ⁴⁾				Emisiones totales en euros ⁴⁾				
monedas										
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	8,9	.	.	.	12,4	.	.	.	529,5	1998 Dic
1,2	10,2	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Ene
1,7	12,0	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
1,2	13,2	23,3	11,1	12,2	25,4	548,6	518,7	29,9	555,8	Mar
0,7	14,0	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
1,6	15,6	.	.	.	.	.	.	.	.	May
1,1	16,8	19,2	22,7	-3,5	22,8	538,6	543,6	-5,1	554,9	Jun
0,3	17,1	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
1,4	18,5	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
.	.	27,8	18,4	9,4	31,7	.	.	.	.	Sep

		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ⁴⁾				Emisiones totales en euros ⁴⁾				
monedas										
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	295,8	.	.	.	426,7	.	.	.	5.394,8	1998 Dic
0,7	297,2	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Ene
6,9	308,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
0,3	314,3	53,4	16,8	36,5	462,6	410,3	256,9	153,4	5.561,2	Mar
3,5	320,8	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
4,3	324,7	.	.	.	.	.	.	.	.	May
1,7	329,4	56,1	11,4	44,7	506,9	352,1	201,9	150,2	5.706,0	Jun
-1,9	324,7	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
2,3	328,9	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
.	.	62,5	8,2	54,3	561,4	.	.	.	.	Sep

		Emisiones en euros realizadas por no residentes en la zona del euro ⁴⁾				Emisiones totales en euros ⁴⁾				
monedas										
Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	Emisiones (en el trimestre)	Amortizaciones (en el trimestre)	Emisiones netas (en el trimestre)	Saldo vivo (a fin de trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	304,8	.	.	.	439,1	.	.	.	5.924,2	1998 Dic
1,9	307,4	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 Ene
8,6	320,6	.	.	.	.	.	.	.	.	Feb
1,4	327,6	76,7	27,9	48,7	488,0	958,9	775,5	183,3	6.117,1	Mar
4,2	334,8	.	.	.	.	.	.	.	.	Abr
5,9	340,3	.	.	.	.	.	.	.	.	May
2,9	346,3	75,2	34,0	41,2	529,7	890,7	745,5	145,2	6.260,8	Jun
-1,6	341,9	.	.	.	.	.	.	.	.	Jul
3,7	347,4	.	.	.	.	.	.	.	.	Ago
.	.	90,3	26,6	63,7	593,1	.	.	.	.	Sep

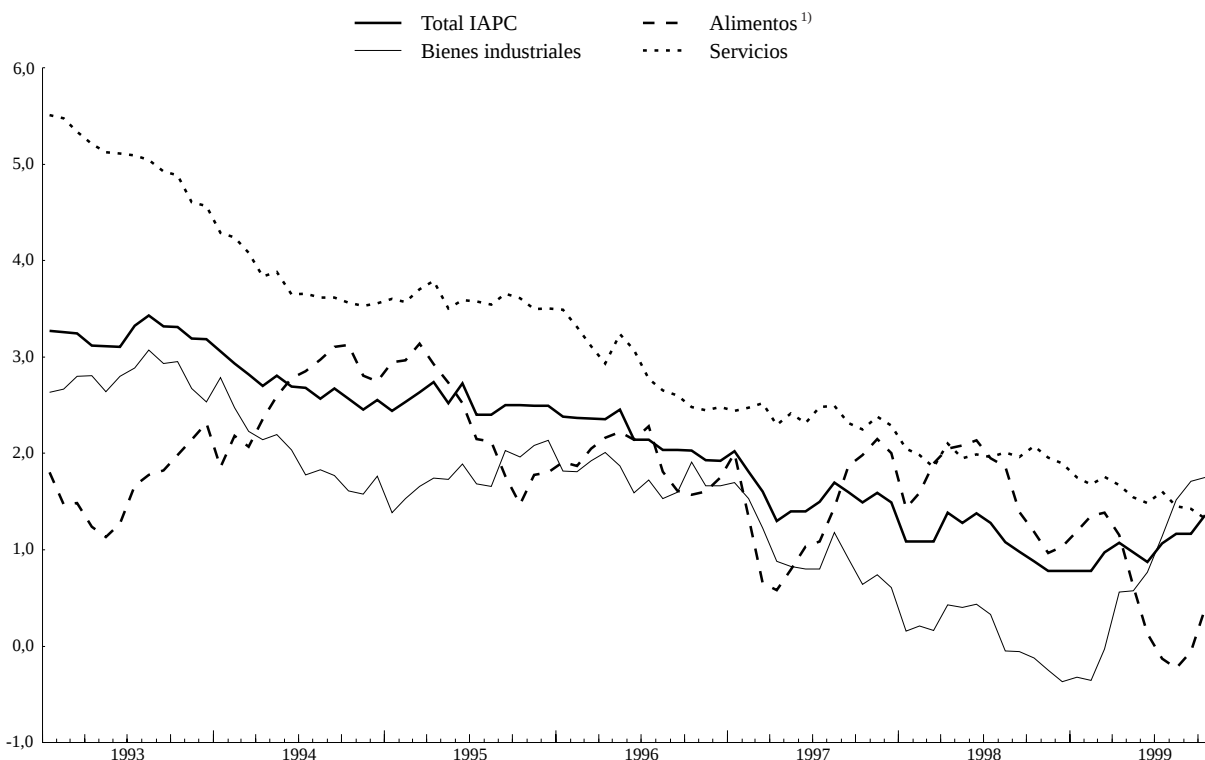
4 IAPC y otros precios en la zona del euro

Cuadro 4. I

Índice Armonizado de Precios de Consumo

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Total (índice 1996 = 100)	Total	Bienes						Servicios	
			Alimentos ¹⁾	Alimentos no elaborados		Bienes industriales	Bienes industriales no energéticos	Energía		
				Alimentos elaborados ¹⁾	Alimentos no elaborados					
Ponderación sobre el total (%) ²⁾	100,0	100,0	63,6	22,4	13,4	9,0	41,2	32,5	8,7	36,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	97,9	2,5	2,1	2,4	2,4	2,2	1,8	1,9	1,4	3,6
1996	100,0	2,2	1,8	1,9	2,0	1,7	1,8	1,5	3,0	2,9
1997	101,6	1,6	1,1	1,4	1,4	1,4	1,0	0,5	2,8	2,4
1998	102,7	1,1	0,6	1,6	1,4	2,0	0,1	0,9	-2,6	2,0
1998 III	102,9	1,1	0,7	1,7	1,4	2,1	0,1	1,0	-3,2	2,0
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 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	1,3	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
Oct	104,2	1,4	1,3	0,4	0,9	-0,4	1,8	0,5	6,4	1,3



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

1) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

2) Referido al índice del periodo 1999.

Cuadro 4.2

Otros indicadores de precios

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

1. Precios industriales y de mercancías

	Precios de producción industrial									Precios en el mercado mundial de materias primas ²⁾		Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)
	Total, excluida construcción		Manufacturas						Construcción ¹⁾	Total	Total, excluida energía	
	Índice 1995=100			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	-	-	2,4	-	0,2	2,1	13,0
1996	100,4	0,4	1,0	-1,1	1,2	1,7	1,7	1,7	1,3	6,5	-6,9	15,9
1997	101,4	1,1	0,6	1,2	0,3	0,8	0,1	1,2	1,3	10,0	12,9	17,1
1998	100,6	-0,8	-0,7	-2,2	0,5	0,4	0,1	0,6	0,2	-21,2	-12,5	12,0
1998 III	100,4	-1,3	-1,1	-2,9	0,7	0,3	0,3	0,3	0,0	-24,2	-18,2	11,7
IV	99,4	-2,3	-2,2	-4,5	0,4	-0,2	0,1	-0,3	0,1	-30,0	-20,5	10,1
1999 I	98,8	-2,6	-2,1	-4,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,8	-17,6	-16,0	10,3
II	99,7	-1,3	-1,0	-2,8	0,0	-0,2	0,1	-0,3	.	5,9	-8,2	15,0
III	101,0	0,6	0,8	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,1	.	31,0	1,1	19,7
1998 Nov	99,4	-2,4	-2,2	-4,6	0,4	-0,2	0,1	-0,4	-	-28,6	-18,4	10,2
Dic	99,1	-2,6	-2,3	-4,9	0,4	-0,1	0,2	-0,3	-	-30,8	-19,5	8,8
1999 Ene	98,8	-2,7	-2,4	-5,1	0,2	-0,1	0,3	-0,3	-	-23,4	-17,3	9,6
Feb	98,7	-2,7	-2,3	-5,1	0,3	0,0	0,2	-0,2	-	-20,6	-16,0	9,4
Mar	99,0	-2,3	-1,8	-4,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2	-	-8,4	-14,6	11,8
Abr	99,6	-1,6	-1,2	-3,3	0,2	-0,1	0,2	-0,3	-	0,3	-12,5	14,4
May	99,7	-1,4	-1,0	-2,8	-0,1	-0,2	0,1	-0,3	-	5,1	-7,8	14,9
Jun	99,8	-1,0	-0,7	-2,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-	12,8	-4,2	15,6
Jul	100,5	-0,1	0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-	22,7	-2,3	18,1
Ago	101,0	0,6	0,9	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	-	29,2	-0,5	19,2
Sep	101,5	1,3	1,5	1,7	-0,1	0,3	0,3	0,3	-	41,4	6,6	21,8
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	-	44,3	10,7	20,8
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	-	60,4	11,9	23,5

2. Deflatores del producto interior bruto

	Deflatores del producto interior bruto ⁴⁾ (d)							
	PIB		Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones	Importaciones
	Índice 1995 =100							
	13	14	15	16	17	18	19	20
1995	100,0	2,6	2,5	2,6	2,9	1,5	2,6	2,3
1996	102,1	2,1	2,1	2,5	2,2	0,8	0,9	0,8
1997	103,7	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 nacionales¹⁾

1. Precios corrientes

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

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

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 ²⁾	Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
	9	10	11	12	13	14	15	16
1995	5.307,4	5.219,5	2.995,9	1.097,0	1.093,9	32,7	1.548,8	1.461,0
1996	5.378,4	5.265,8	3.039,1	1.117,0	1.103,8	5,9	1.618,6	1.506,1
1997	5.496,5	5.353,7	3.081,2	1.122,6	1.126,9	23,0	1.779,9	1.637,2
1998	5.646,2	5.530,2	3.170,9	1.137,2	1.175,1	47,0	1.892,3	1.776,3
1998 II	1.409,0	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 real¹⁾

1. Producción industrial

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Total, incluyendo construcción		Total, excluyendo construcción		Manufacturas						Construcción
	Índice, (d) 1995 = 100		Índice, (d) 1995 = 100			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero	
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	
1995	100,1	2,8	100,1	3,4	3,5	2,6	7,3	0,8	-1,1	1,8	-0,4
1996	100,1	-0,1	100,5	0,4	0,1	-0,2	1,6	0,0	0,1	-0,2	-2,4
1997	103,9	3,8	104,9	4,4	5,0	5,4	4,8	2,7	2,7	2,6	-0,5
1998	107,4	3,4	109,2	4,1	4,6	3,7	6,7	3,0	6,3	1,4	-0,9
1998 III	107,7	3,2	109,4	3,9	4,3	2,8	6,6	3,3	6,5	1,8	-1,1
IV	107,2	0,8	109,2	1,5	1,4	0,3	4,2	1,2	4,5	-0,4	-3,7
1999 I	107,7	0,3	109,3	0,5	0,2	-0,2	1,0	1,2	1,9	0,9	-1,1
II	108,2	0,8	109,8	0,4	0,3	0,1	-0,5	1,2	2,7	0,2	0,8
III	.	.	110,8	1,4	1,3	1,5	0,1	1,9	2,9	1,8	.
1998 Oct	107,5	1,6	109,7	2,4	2,7	1,2	5,7	2,8	8,0	0,2	-2,9
Nov	107,5	1,5	109,5	2,3	2,1	1,3	4,7	1,5	4,3	-0,1	-3,6
Dic	106,6	-0,8	108,2	-0,2	-0,7	-1,9	2,3	-0,7	0,5	-1,2	-4,7
1999 Ene	108,1	1,3	109,3	1,4	1,4	0,1	3,4	2,5	4,6	1,4	1,1
Feb	107,1	-0,8	108,9	-0,3	-0,9	-0,8	0,3	0,0	0,9	-0,3	-4,5
Mar	107,9	0,3	109,8	0,3	0,1	0,2	-0,4	1,2	0,6	1,7	0,0
Abr	107,9	0,1	109,1	-0,3	-0,3	-0,7	-0,3	0,2	1,1	-0,2	0,9
May	108,1	0,3	109,8	0,0	-0,1	-0,4	-1,3	1,4	3,2	-0,1	0,0
Jun	108,7	1,9	110,5	1,5	1,3	1,2	0,1	2,1	3,9	0,8	1,5
Jul	108,5	0,8	110,4	0,4	0,2	0,6	-1,4	1,2	1,5	1,3	1,1
Ago	.	.	110,8	2,5	2,5	2,2	0,6	4,6	11,0	3,1	.
Sep	.	.	111,0	1,4	1,4	1,9	1,2	0,6	-0,2	1,3	.
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Ventas al por menor								Nuevas matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes		Precios constantes							
	Total		Total		Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios	Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar	Miles ²⁾ (d)	
	Índice, (d) 1995 = 100		Índice, (d) 1995 = 100							
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
1995	.	.	100,0	.	.	.	.	.	777	0,8
1996	.	.	100,4	0,4	0,6	.	-1,0	0,0	826	6,2
1997	.	.	101,6	1,2	1,2	0,9	0,6	1,1	861	4,2
1998	.	.	104,5	2,8	1,9	2,7	1,7	3,8	922	7,1
1998 III	.	.	105,1	3,6	2,2	3,8	4,7	3,8	881	6,7
IV	.	.	105,4	2,8	3,2	2,5	0,3	2,9	852	6,3
1999 I	.	.	105,8	2,4	2,5	2,0	2,1	1,1	1.070	7,1
II	.	.	106,3	2,1	2,8	1,6	1,9	2,5	1.035	8,3
III	.	.	107,0	1,8	3,8	0,8	-0,9	3,2	936	6,3
1998 Oct	.	.	105,0	1,7	1,7	2,1	-1,2	2,7	951	5,0
Nov	.	.	106,4	5,2	5,7	4,0	4,5	4,5	961	9,8
Dic	.	.	104,9	1,8	2,6	1,6	-1,9	1,8	918	3,9
1999 Ene	.	.	105,5	2,2	1,6	0,9	2,0	2,6	986	9,0
Feb	.	.	105,5	1,7	2,3	0,9	-2,3	0,3	964	5,5
Mar	.	.	106,5	3,1	3,4	4,0	5,8	0,6	982	6,7
Abr	.	.	105,6	1,6	1,2	1,4	2,4	3,6	991	11,2
May	.	.	106,1	1,0	1,0	0,6	-0,4	1,1	971	5,9
Jun	.	.	107,0	3,6	6,1	2,7	3,8	2,8	980	7,8
Jul	.	.	107,0	2,0	2,6	1,4	-0,2	3,2	1.049	10,4
Ago	.	.	107,2	1,7	5,9	1,9	1,6	3,5	964	5,3
Sep	.	.	106,9	1,8	2,8	-0,8	-3,4	2,9	967	1,9
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	976	2,9

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

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

2) Medias mensuales.

Cuadro 5.3

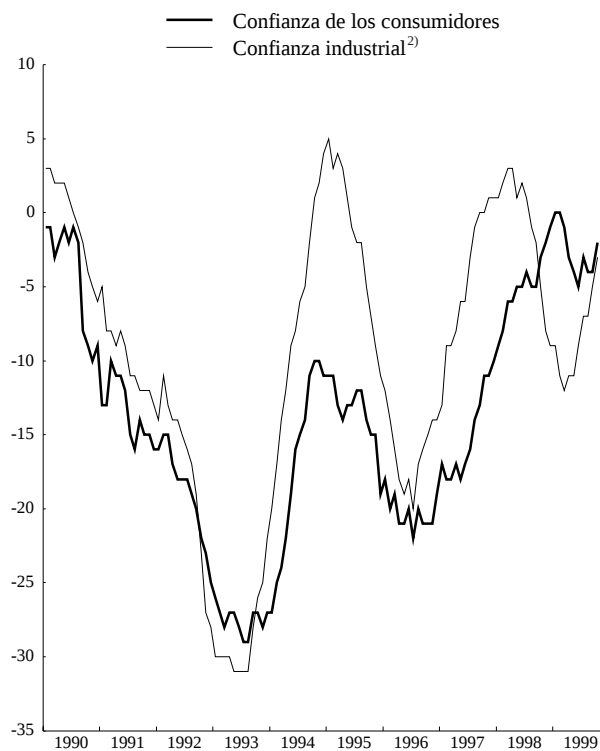
Encuestas empresariales y del consumidor

(porcentajes netos, desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Industrias de manufacturas				Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Indicador de confianza de los consumidores
	Indicador de confianza	Expectativas de producción	Evaluación de la cartera de pedidos	Utilización de la capacidad productiva ¹⁾ (porcentaje)			
	1	2	3	4	5	6	7
1996	-16	-1	-30	80,6	-36	-11	-20
1997	-4	11	-15	81,0	-33	-9	-15
1998	-1	11	-5	83,0	-19	-3	-5
1999	.	.	.	81,8	.	.	.
1998 IV	-7	3	-13	82,8	-15	-3	-2
1999 I	-11	1	-20	82,0	-9	-3	0
II	-10	3	-21	81,8	-7	-4	-4
III	-6	8	-17	81,6	-7	-7	-4
IV	.	.	.	81,9	.	.	.
1998 Oct	-5	5	-10	-	-17	-1	-3
Nov	-8	2	-14	-	-14	-4	-2
Dic	-9	2	-15	-	-14	-4	-1
1999 Ene	-9	2	-16	-	-9	0	0
Feb	-11	1	-20	-	-9	-4	0
Mar	-12	0	-23	-	-9	-6	-1
Abr	-11	2	-20	-	-7	-1	-3
May	-11	3	-22	-	-8	-3	-4
Jun	-9	5	-22	-	-6	-9	-5
Jul	-7	7	-18	-	-5	-6	-3
Ago	-7	7	-17	-	-9	-7	-4
Sep	-5	10	-15	-	-8	-7	-4
Oct	-3	13	-11	-	-6	-8	-2

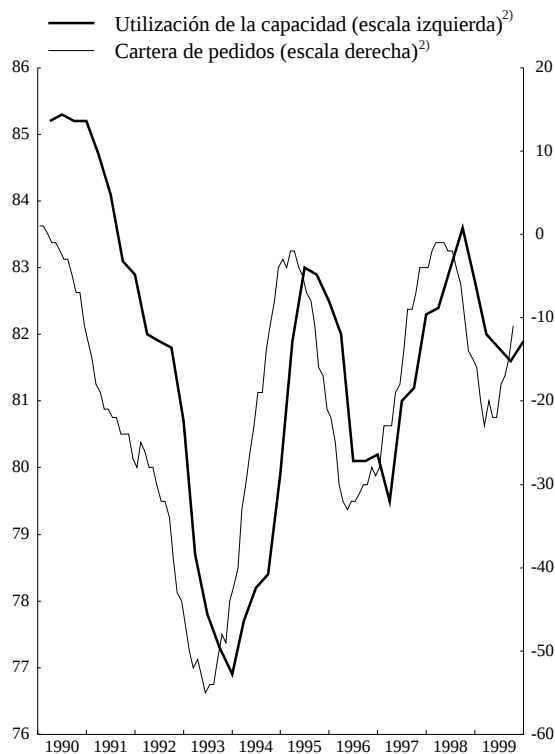
Indicadores de confianza de los consumidores y de la industria

(porcentajes netos, mensual; desestacionalizados)



Utilización de la capacidad productiva y cartera de pedidos

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



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

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

2) Manufacturas.

Cuadro 5.4

Indicadores del mercado laboral

1. Ocupados y parados¹⁾

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Ocupados						Parados (d)			
	Total economía				Industria (excluida construcción)	Servicios	Total		Adultos ²⁾	Jóvenes ²⁾
	Índice, 1995 = 100		Asalariados	Autónomos			Millones	% de la población activa	% de la población activa	% de la población activa
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	100,0	-	-	-	-	-	14,286	11,3	9,5	23,2
1996	100,2	0,2	0,2	0,3	-1,2	1,3	14,701	11,6	9,8	23,9
1997	100,7	0,5	0,6	-0,1	-0,6	1,1	14,789	11,6	9,9	23,2
1998	101,9	1,2	1,3	0,5	0,9	1,6	14,004	10,9	9,4	21,3
1998 III	.	.	1,2	.	.	.	13,897	10,8	9,3	21,1
IV	.	.	1,5	.	.	.	13,620	10,6	9,2	20,8
1999 I	.	.	.	.	.	.	13,261	10,3	9,0	20,0
II	.	.	.	.	.	.	13,020	10,1	8,9	19,3
III	.	.	.	.	.	.	12,899	10,0	8,8	19,1
1998 Sep	-	-	-	-	-	-	13,823	10,7	9,3	21,1
Oct	-	-	-	-	-	-	13,727	10,7	9,2	21,0
Nov	-	-	-	-	-	-	13,640	10,6	9,2	20,8
Dic	-	-	-	-	-	-	13,494	10,5	9,1	20,5
1999 Ene	-	-	-	-	-	-	13,358	10,4	9,0	20,3
Feb	-	-	-	-	-	-	13,295	10,3	9,0	20,1
Mar	-	-	-	-	-	-	13,129	10,2	8,9	19,7
Abr	-	-	-	-	-	-	13,081	10,2	8,9	19,4
May	-	-	-	-	-	-	12,995	10,1	8,8	19,2
Jun	-	-	-	-	-	-	12,986	10,1	8,8	19,2
Jul	-	-	-	-	-	-	12,937	10,0	8,8	19,2
Ago	-	-	-	-	-	-	12,945	10,0	8,8	19,2
Sep	-	-	-	-	-	-	12,815	10,0	8,7	18,9

2. Costes laborales y productividad

(tasas interanuales de variación)

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

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

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

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

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

6 Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro

Cuadro 6

Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

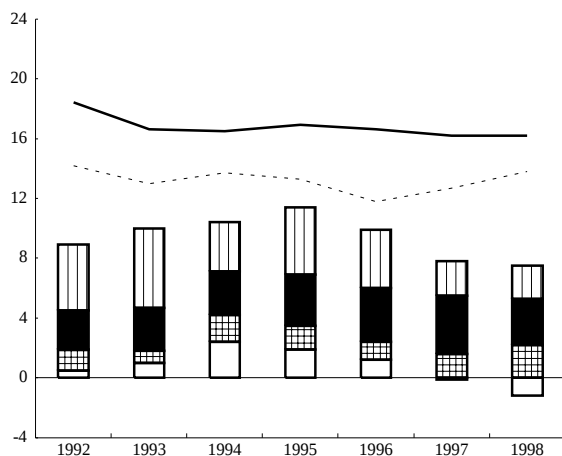
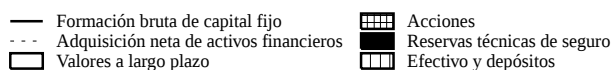
	Ahorro e inversión en la zona del euro ¹⁾			Inversión de los sectores privados no financieros ^{1) 2)}							
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital fijo	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital fijo	Sociedades no financieras	Adquisición neta de activos financieros	Efectivo y depósitos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

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

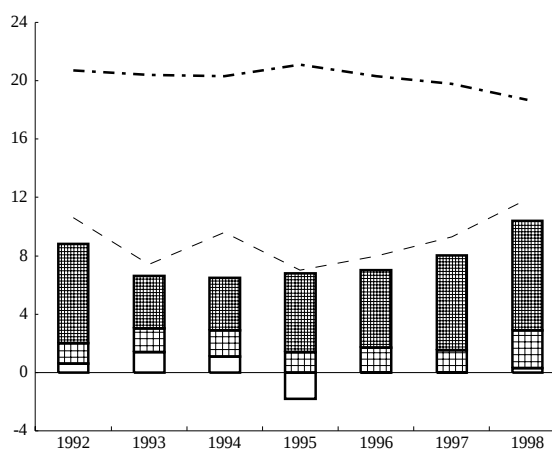
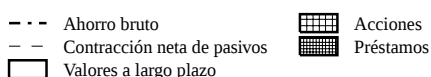
Inversión y financiación de los sectores privados no financieros^{1) 2)}

(en porcentaje del PIB)

Inversión



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^{1) 2)}

	Recursos							Empleos							
	Total	Recur- sos co- munes	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizacio- nes sociales	Ventas	Recursos de capital	Total	Empleos corrientes	Remune- ración de asalari- ados	Consumo intermedio	Intereses	Trans- ferencias a los hogares	Empleos de capital	Inversión
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1991	46,6	46,0	11,9	12,9	16,7	2,2	0,5	51,0	46,1	11,2	5,4	5,0	20,5	4,9	3,1
1992	47,7	46,8	12,0	12,9	17,1	2,3	0,9	52,3	47,5	11,4	5,5	5,5	21,4	4,8	3,1
1993	48,4	47,8	12,1	13,2	17,5	2,4	0,7	54,0	49,2	11,6	5,7	5,8	22,3	4,9	2,9
1994	47,8	47,2	11,6	13,4	17,5	2,3	0,6	52,9	48,3	11,3	5,5	5,4	22,3	4,5	2,8
1995	47,5	46,9	11,7	13,3	17,4	2,4	0,7	52,6	48,3	11,2	5,3	5,7	22,3	4,6	2,6
1996	48,4	47,8	12,1	13,4	17,7	2,5	0,6	52,6	48,5	11,2	5,4	5,7	22,8	4,1	2,5
1997	48,6	47,8	12,3	13,5	17,7	2,4	0,8	51,2	47,3	11,0	5,3	5,1	22,6	3,8	2,3
1998	48,2	47,6	12,5	14,2	16,6	2,4	0,6	50,1	46,2	10,7	5,2	4,6	22,2	3,9	2,3

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

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

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

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1991	-6,3	-3,1	-4,4	-2,0	-2,3	-10,1	1,9	-2,9	-3,0	-6,0	-1,0
1992	-7,0	-2,6	-4,0	-3,8	-2,5	-9,6	0,7	-3,9	-2,0	-3,0	-5,9
1993	-7,3	-3,2	-6,8	-5,7	-2,2	-9,5	1,6	-3,2	-4,2	-6,1	-7,1
1994	-4,9	-2,4	-6,2	-5,8	-1,7	-9,2	2,7	-3,8	-5,0	-6,0	-6,4
1995	-3,8	-3,3	-7,1	-4,9	-2,1	-7,7	1,8	-4,1	-5,1	-5,7	-4,6
1996	-3,1	-3,4	-4,5	-4,1	-0,2	-6,6	2,8	-1,8	-3,7	-3,3	-3,1
1997	-1,6	-2,7	-2,5	-3,0	1,0	-2,7	3,8	-1,0	-1,8	-2,5	-1,2
1998	-0,9	-2,0	-1,7	-2,9	2,4	-2,7	2,5	-0,7	-2,2	-2,2	0,9

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

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1991	128,5	41,4	44,6	35,7	94,3	101,5	4,0	79,0	57,9	62,9	23,1
1992	130,1	44,0	47,1	39,6	91,1	108,7	4,9	80,0	57,9	56,3	41,3
1993	136,8	48,0	59,0	45,7	92,6	119,1	5,9	81,2	62,7	61,0	57,6
1994	135,1	50,2	61,3	48,5	86,1	124,9	5,5	77,9	65,4	63,8	59,3
1995	132,0	58,3	64,2	52,8	78,4	125,3	5,8	77,9	69,4	65,9	58,1
1996	128,8	60,8	68,5	55,7	68,6	124,6	6,3	76,1	69,8	64,9	57,6
1997	123,4	61,5	67,1	58,1	59,9	122,4	6,4	70,8	64,1	61,7	55,0
1998	118,2	61,1	65,1	58,8	49,5	118,7	6,9	67,5	63,0	57,8	49,7

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

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

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

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

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

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

Cuadro 8.1

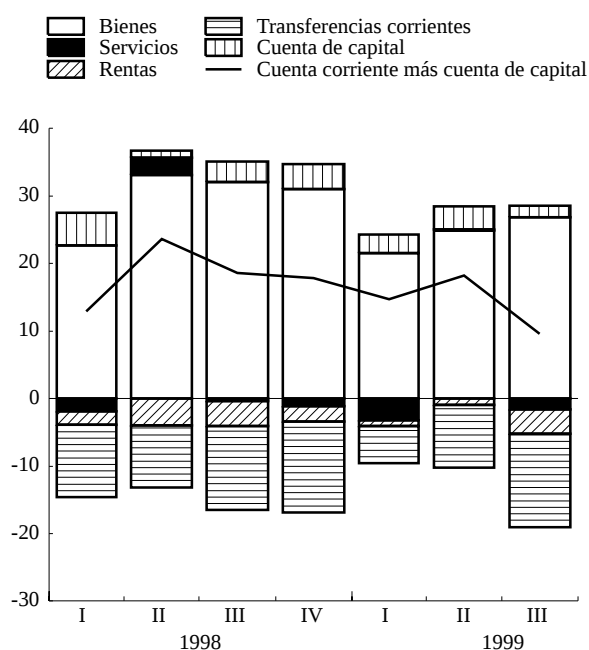
Resumen de la balanza de pagos

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

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

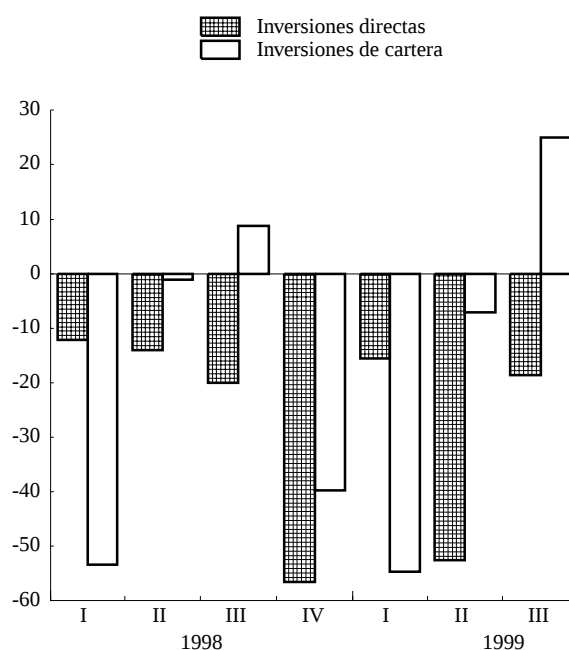
Cuenta corriente y cuenta de capital

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



Inversiones directas y de cartera

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



Fuente: BCE.

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

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

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

Cuadro 8.2

Balanza de pagos —cuenta corriente y cuenta de capital

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

	Cuenta corriente										Cuenta de capital	
	Total		Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998	1.264,0	1.203,7	772,4	653,6	232,0	232,8	198,5	210,4	61,1	106,9	17,8	5,1
1998 III	310,8	295,2	189,4	157,4	61,6	62,0	47,5	51,2	12,2	24,6	4,3	1,2
IV	316,6	302,4	195,7	164,7	58,1	59,3	50,3	52,6	12,4	25,9	5,2	1,6
1999 I	299,7	287,7	179,7	158,2	50,7	53,9	45,5	46,3	23,8	29,3	4,4	1,7
II	324,0	309,2	193,1	168,2	59,3	59,1	56,8	57,8	14,8	24,2	4,6	1,2
III	314,7	306,9	193,3	166,5	62,4	64,0	46,3	50,0	12,6	26,4	3,1	1,4
1998 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
Sep	106,8	108,7	66,6	60,2	19,8	21,1	16,2	18,7	4,2	8,8	0,9	0,5

Fuente: BCE.

Cuadro 8.3

Balanza de pagos —cuenta de rentas

(mm de euros; flujos brutos)

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

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

Fuente: BCE.

Cuadro 8.4

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

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

1. Inversiones directas; inversiones de cartera por instrumentos

	Inversiones directas		Inversiones de cartera ²⁾									
	En el exterior	En la zona del euro	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
			Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos			Pasivos		
							Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998	-183,0	80,4	-302,1	216,8	-98,7	98,3	-203,3	-187,1	-16,3	118,5	102,7	15,8
1998 III	-25,3	5,3	-60,2	69,1	-13,2	5,5	-47,1	-42,2	-4,8	63,5	47,0	16,6
IV	-70,0	13,5	-61,4	21,7	-20,1	41,6	-41,2	-29,2	-12,0	-19,9	-18,0	-1,9
1999 I	-36,3	20,8	-65,3	10,7	-21,7	-5,4	-43,6	-43,8	0,1	16,1	2,9	13,2
II	-76,9	24,3	-85,6	78,6	-40,9	31,3	-44,7	-52,5	7,8	47,3	33,7	13,7
III	-19,8	1,2	-56,9	82,0	-24,2	20,5	-32,7	-22,3	-10,5	61,5	24,8	36,7
1998 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
Sep	-10,5	3,5	-17,2	37,5	-8,7	8,0	-8,5	-3,2	-5,3	29,5	16,4	13,1

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

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

Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 8.5

Balanza de pagos —cuenta de otras inversiones y activos de reserva¹⁾

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

1. Otras inversiones clasificadas por sectores²⁾

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluyendo el Eurosistema)						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 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
III	-35,1	21,2	0,0	0,0	-0,1	-3,1	-19,0	24,8	-13,6	7,4	-5,4	17,4	-16,0	-0,6
1998 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
Sep	-15,1	-31,9	0,6	0,0	1,0	-1,2	-10,9	-30,0	-5,2	1,6	-5,7	-31,6	-5,8	-0,7

2. Otras inversiones clasificadas por sectores e instrumentos

2.1. Eurosistema

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

Fuente: BCE.

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

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

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
	16	17	18	19	20	21
1999 I	-17,1	61,3	44,2	3,7	-2,7	1,0
II	9,1	18,4	27,4	-0,8	1,1	0,2

2.4. Otros sectores

	Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	22	23	24	25	26	27	28	29	30
1999 I	-3,5	4,1	0,6	-11,8	3,4	-8,4	-5,5	5,8	0,2
II	-6,2	-2,9	-9,1	1,4	9,6	11,1	-10,8	1,0	-9,7

3. Activos de reserva¹⁾

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles						Otros activos	
					Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999 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) Aumento (-); disminución (+).

Cuadro 8.6

Posición de inversión internacional

1. Posición neta de inversión internacional¹⁾

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

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

2. Reservas y otros activos del Eurosistema³⁾

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

	Activos de reserva													Pro memoria: otros activos
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos financieros denominados en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro
						Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros		
		En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos				Acciones y participa- ciones	Bonos y obliga- ciones	Instrumentos del mercado monetario					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998 Dic ⁴⁾	329,4	99,6	404,13	5,1	23,4	199,8	12,5	18,3	0,0	116,7	52,4	0,0	1,5	7,6
1999 Ene	338,7	101,3	404,08	6,0	22,7	207,0	-	-	-	-	-	0,0	1,6	7,7
Feb	340,5	105,3	404,08	3,0	22,7	208,9	-	-	-	-	-	0,0	0,7	9,7
Mar	349,3	105,1	404,08	3,9	23,5	215,1	-	-	-	-	-	0,0	1,8	10,4
Abr	352,6	109,3	404,08	5,5	23,9	212,3	-	-	-	-	-	0,0	1,7	11,7
May	344,7	103,8	404,08	5,0	24,1	210,2	-	-	-	-	-	0,0	1,7	12,7
Jun	347,2	102,0	403,73	3,9	25,2	214,5	-	-	-	-	-	0,0	1,6	12,6
Jul	340,1	96,5	403,73	3,6	24,5	213,7	-	-	-	-	-	0,0	1,7	12,8
Ago	341,5	96,9	403,73	3,8	24,3	214,9	-	-	-	-	-	0,0	1,7	12,4
Sep	354,2	113,2	403,73	3,7	23,7	212,1	-	-	-	-	-	0,0	1,4	12,9
Oct	357,8	115,5	403,73	3,7	23,6	213,6	-	-	-	-	-	0,0	1,4	13,8

Fuente: BCE.

1) Obtenida agregando datos nacionales.

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

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

4) Saldo a 1 de enero de 1999.

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

Cuadro 9

1. Exportaciones¹⁾

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

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros	Índices de exportaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	669,7	49,2	14,2	13,1	85,5	195,5	295,9	16,3	107,6	104,7	102,8
1997	762,8	52,8	16,3	14,4	99,0	216,6	342,8	20,9	122,5	115,9	105,7
1998	793,5	53,6	15,7	12,5	104,2	220,8	369,8	16,9	127,5	119,6	106,6
1997 I	170,7	12,0	3,8	3,7	22,6	48,9	74,7	5,0	109,7	104,2	105,3
II	191,8	13,4	4,1	3,6	25,1	53,9	86,4	5,3	123,3	117,3	105,1
III	193,5	13,0	4,2	3,4	25,6	55,6	86,5	5,1	124,3	116,6	106,6
IV	206,8	14,4	4,2	3,7	25,6	58,2	95,1	5,5	132,9	125,7	105,7
1998 I	194,1	13,2	4,1	3,4	26,6	54,7	87,9	4,2	124,7	115,7	107,8
II	203,9	14,0	3,9	3,3	26,9	56,5	95,1	4,2	131,0	122,7	106,8
III	195,1	12,9	3,9	3,0	25,7	55,0	90,5	4,2	125,4	117,7	106,5
IV	200,4	13,5	3,8	2,8	24,9	54,6	96,4	4,3	128,8	122,4	105,2
1999 I	187,3	12,1	3,8	2,6	25,8	50,9	86,3	5,9	120,4	112,3	107,2
II	202,3	13,2	3,9	3,1	27,9	54,6	93,6	6,0	130,0	119,5	108,8
III	204,1	.	.	.	.	.	.	.	131,2	.	.
1998 Ene	58,5	4,1	1,3	1,2	8,4	16,3	25,9	1,3	112,7	104,7	107,6
Feb	63,7	4,3	1,4	1,0	8,6	18,1	28,9	1,4	122,7	113,9	107,8
Mar	72,0	4,8	1,5	1,2	9,6	20,3	33,1	1,5	138,8	128,5	108,0
Abr	67,9	4,7	1,3	1,1	9,2	19,0	31,1	1,5	130,9	122,5	106,9
May	65,7	4,6	1,3	1,1	8,6	18,2	30,5	1,4	126,6	118,4	106,9
Jun	70,3	4,7	1,3	1,1	9,1	19,3	33,4	1,4	135,5	127,0	106,7
Jul	72,9	4,6	1,3	1,1	9,2	21,1	34,1	1,4	140,5	131,4	106,9
Ago	56,3	4,0	1,2	0,9	7,7	15,5	25,6	1,3	108,5	102,5	105,9
Sep	65,9	4,3	1,3	0,9	8,8	18,4	30,8	1,5	127,1	119,2	106,6
Oct	68,9	4,6	1,3	1,0	8,6	19,5	32,4	1,4	132,8	125,8	105,6
Nov	66,8	4,5	1,3	0,9	8,1	18,1	32,4	1,5	128,8	123,0	104,7
Dic	64,7	4,4	1,2	0,9	8,2	17,0	31,5	1,4	124,7	118,4	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	72,8	4,6	1,4	1,0	9,8	19,8	34,1	2,2	140,3	130,1	107,9
Abr	65,8	4,3	1,3	1,0	9,1	17,7	30,6	1,8	126,8	116,4	108,9
May	63,6	4,4	1,3	1,0	9,0	17,3	28,8	1,9	122,5	113,0	108,4
Jun	72,9	4,5	1,3	1,1	9,8	19,7	34,2	2,3	140,6	128,9	109,1
Jul	74,9	4,2	1,3	1,1	9,8	20,2	34,7	3,6	144,4	.	.
Ago	60,1	.	.	.	.	.	.	.	115,9	.	.
Sep	69,1	.	.	.	.	.	.	.	133,2	.	.

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

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadro 8.2).

2) Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Cuadro 9

2. Importaciones¹⁾

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

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros	Índices de importaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	593,9	46,6	36,5	71,6	54,1	167,0	193,6	24,6	105,5	102,9	102,6
1997	674,2	49,7	41,3	81,2	62,0	188,1	228,8	23,1	119,8	110,3	108,6
1998	712,4	50,8	41,2	62,1	67,6	201,7	268,9	20,1	126,6	123,4	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	12,7	10,9	17,5	17,6	51,5	65,3	5,3	128,5	119,8	107,3
II	179,6	12,7	11,1	15,9	17,2	50,4	67,0	5,3	127,7	122,1	104,6
III	171,4	12,3	9,7	14,7	16,4	50,6	63,1	4,6	121,8	119,8	101,7
IV	180,6	13,1	9,6	13,9	16,4	49,2	73,5	4,9	128,4	132,2	97,1
1999 I	177,1	11,7	9,1	13,4	16,9	49,8	70,3	5,7	125,9	127,4	98,8
II	187,6	12,4	10,0	16,8	17,6	50,2	74,6	6,0	133,3	128,6	103,7
III	186,6	.	.	.	.	.	.	.	132,7	.	.
1998 Ene	58,0	4,1	3,5	6,2	5,6	16,6	20,3	1,7	123,8	115,0	107,6
Feb	58,2	4,0	3,5	5,7	5,5	16,7	20,9	1,9	124,1	115,2	107,8
Mar	64,6	4,6	3,8	5,6	6,5	18,3	24,1	1,7	137,7	129,4	106,4
Abr	60,2	4,4	3,7	5,4	5,7	16,8	22,5	1,7	128,3	121,6	105,5
May	57,1	4,0	3,5	5,5	5,6	15,8	21,1	1,5	121,8	116,1	104,9
Jun	62,3	4,2	3,9	4,9	5,9	17,8	23,3	2,1	132,8	128,5	103,4
Jul	59,3	4,4	3,6	4,9	5,9	17,8	21,1	1,6	126,6	123,9	102,1
Ago	50,1	3,7	2,8	4,7	4,7	14,9	18,0	1,3	106,9	105,8	101,1
Sep	61,9	4,2	3,3	5,0	5,7	17,9	24,0	1,7	132,0	129,6	101,8
Oct	62,5	4,4	3,3	5,0	5,8	17,3	25,0	1,8	133,4	134,3	99,3
Nov	59,6	4,2	3,1	4,4	5,4	16,2	24,7	1,6	127,1	132,0	96,3
Dic	58,4	4,5	3,1	4,5	5,3	15,7	23,9	1,5	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	118,4	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	18,5	27,4	2,0	142,5	143,1	99,6
Abr	61,0	4,0	3,3	5,6	5,7	15,9	24,4	2,0	130,1	127,2	102,3
May	61,8	4,1	3,3	5,7	5,7	16,4	24,7	1,9	131,8	126,2	104,4
Jun	64,8	4,3	3,5	5,4	6,1	17,9	25,5	2,1	138,2	132,3	104,4
Jul	63,0	4,0	3,2	6,4	5,5	17,6	23,0	3,2	134,3	.	.
Ago	57,1	.	.	.	.	.	.	.	121,7	.	.
Sep	66,6	.	.	.	.	.	.	.	142,0	.	.

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

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadro 8.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y fletes están incluidos en el registro de las importaciones, lo que supone alrededor del 3,8% del valor de las importaciones (c.i.f.) en 1998.

2) Cálculos del BCE basados en Eurostat.

Cuadro 9

3. Saldo comercial¹⁾

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

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8
1996	75,8	2,7	-22,3	-58,5	31,4	28,5	102,3	-8,3
1997	88,6	3,2	-25,0	-66,8	37,0	28,5	114,0	-2,2
1998	81,1	2,8	-25,5	-49,5	36,5	19,1	100,9	-3,3
1997 I	11,6	0,6	-5,8	-17,5	7,9	4,3	22,8	-0,8
II	23,8	0,7	-6,9	-15,0	9,1	7,4	28,9	-0,4
III	26,8	0,9	-5,9	-16,6	10,4	6,8	30,9	0,3
IV	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	10,0	31,3	-1,3
1998 I	13,3	0,5	-6,7	-14,1	9,0	3,1	22,6	-1,1
II	24,3	1,3	-7,3	-12,6	9,7	6,1	28,1	-1,1
III	23,7	0,5	-5,8	-11,7	9,3	4,5	27,3	-0,5
IV	19,8	0,4	-5,7	-11,1	8,5	5,5	22,9	-0,7
1999 I	10,2	0,4	-5,3	-10,8	8,9	1,0	15,9	0,2
II	14,7	0,8	-6,1	-13,7	10,3	4,4	19,0	-0,1
III	17,5	.	.	.	.	.	.	.
1998 Ene	0,4	-0,1	-2,2	-5,0	2,8	-0,3	5,6	-0,4
Feb	5,5	0,4	-2,2	-4,7	3,1	1,4	8,0	-0,5
Mar	7,4	0,2	-2,3	-4,4	3,1	2,0	9,0	-0,1
Abr	7,7	0,3	-2,4	-4,3	3,4	2,2	8,6	-0,2
May	8,5	0,5	-2,3	-4,5	3,1	2,4	9,4	-0,2
Jun	8,0	0,5	-2,6	-3,8	3,2	1,4	10,1	-0,7
Jul	13,5	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	0,0
Sep	4,1	0,1	-2,0	-4,1	3,0	0,5	6,8	-0,3
Oct	6,4	0,2	-2,0	-4,0	2,8	2,2	7,5	-0,4
Nov	7,2	0,3	-1,9	-3,5	2,7	1,9	7,7	-0,1
Dic	6,2	-0,1	-1,9	-3,6	2,9	1,3	7,7	-0,1
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	6,0	0,1	-1,9	-3,9	3,4	1,3	6,6	0,2
Abr	4,8	0,2	-1,9	-4,6	3,4	1,7	6,2	-0,2
May	1,8	0,3	-2,0	-4,8	3,3	0,9	4,1	0,0
Jun	8,2	0,3	-2,1	-4,3	3,6	1,7	8,8	0,2
Jul	11,9	0,2	-1,9	-5,4	4,3	2,6	11,8	0,4
Ago	3,1	.	.	.	.	.	.	.
Sep	2,5	.	.	.	.	.	.	.

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

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

I 0 Tipos de cambio

Cuadro 10

Tipos de cambio

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

	Tipo de cambio efectivo del euro ¹⁾		Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro ²⁾					
	Nominal	Real	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Libra esterlina	Corona sueca	Corona danesa
	1	2	3	4	5	6	7	8
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
IV	104,2	103,8	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44
1999 I	100,0	100,0	1,122	130,7	1,599	0,687	8,98	7,44
II	96,1	96,0	1,057	127,7	1,600	0,658	8,90	7,43
III	94,6	94,7	1,049	118,7	1,602	0,655	8,71	7,44
1998 Nov	103,6	103,2	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44
Dic	103,4	103,2	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45
1999 Ene	102,0	101,8	1,161	131,3	1,605	0,703	9,08	7,44
Feb	99,9	99,9	1,121	130,8	1,598	0,689	8,91	7,44
Mar	98,3	98,3	1,088	130,2	1,595	0,671	8,94	7,43
Abr	97,1	96,9	1,070	128,2	1,602	0,665	8,91	7,43
May	96,6	96,5	1,063	129,7	1,603	0,658	8,97	7,43
Jun	94,7	94,7	1,038	125,3	1,595	0,650	8,83	7,43
Jul	94,8	95,1	1,035	123,7	1,604	0,658	8,74	7,44
Ago	95,4	95,6	1,060	120,1	1,600	0,660	8,75	7,44
Sep	93,6	93,4	1,050	112,4	1,602	0,647	8,63	7,43
Oct	94,4	94,2	1,071	113,5	1,594	0,646	8,73	7,43
Nov	92,0	91,9	1,034	108,2	1,605	0,637	8,63	7,44

% var. sobre mes anterior³⁾

1999 Nov -2,5 -2,5 -3,4 -4,6 0,7 -1,4 -1,1 0,0

% var. sobre año anterior³⁾

1999 Nov -11,2 -11,0

	Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro ²⁾						
	Dracma griega	Corona noruega	Dólar canadiense	Dólar australiano	Dólar de Hong Kong ⁴⁾	Won coreano ⁴⁾	Dólar de Singapur ⁴⁾
	9	10	11	12	13	14	15
1995	303,0	8,29	1,795	1,765	10,01	999,7	1,833
1996	305,5	8,20	1,731	1,623	9,68	1.007,9	1,765
1997	309,3	8,02	1,569	1,528	8,75	1.069,8	1,678
1998	330,7	8,47	1,665	1,787	8,69	1.568,9	1,876
1998 III	332,7	8,54	1,690	1,867	8,67	1.486,8	1,935
IV	331,5	8,82	1,814	1,887	9,16	1.516,6	1,942
1999 I	322,7	8,60	1,696	1,770	8,69	1.342,6	1,911
II	325,0	8,24	1,557	1,618	8,19	1.258,8	1,810
III	326,1	8,22	1,558	1,613	8,14	1.252,8	1,772
1998 Nov	329,1	8,68	1,793	1,834	9,05	1.511,9	1,913
Dic	328,8	8,91	1,807	1,893	9,11	1.426,3	1,941
1999 Ene	323,6	8,65	1,765	1,839	8,99	1.362,4	1,950
Feb	322,0	8,65	1,679	1,751	8,68	1.330,2	1,905
Mar	322,5	8,51	1,651	1,726	8,43	1.336,2	1,881
Abr	325,5	8,32	1,594	1,668	8,30	1.292,2	1,834
May	325,2	8,23	1,553	1,605	8,24	1.272,1	1,820
Jun	324,2	8,17	1,524	1,580	8,05	1.212,6	1,775
Jul	325,0	8,18	1,540	1,576	8,03	1.229,4	1,756
Ago	326,4	8,26	1,583	1,645	8,23	1.269,1	1,779
Sep	327,0	8,23	1,552	1,619	8,15	1.260,1	1,781
Oct	329,2	8,29	1,581	1,641	8,32	1.289,9	1,793
Nov	328,7	8,19	1,516	1,618	8,04	1.215,9	1,727

% var. sobre mes anterior³⁾

1999 Nov -0,1 -1,2 -4,1 -1,4 -3,4 -5,7 -3,7

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

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

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

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

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

Cuadro II

Evolución económica y financiera

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	IAPC	Déficit (-) / superávit (+) de AAPP en % del PIB	Deuda bruta de AAPP en % del PIB	Rdto. ¹⁾ de la deuda pública a largo plazo en %	Tipo de cambio ²⁾ en moneda nacional por ECU o euro	Cuentas corriente y de capital (nueva) ³⁾ , % del PIB	Costes laborales unitarios ⁴⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ⁵⁾	Tasa de desempleo normaliza- da en % sobre la población activa (d)	Agregado monetario amplio ⁶⁾	Tipo de interés ¹⁾ a 3 meses en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Dinamarca												
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	67,7	7,19	7,36	.	1,4	2,8	2,0	6,8	7,2	3,98
1997	1,9	0,4	63,9	6,26	7,48	0,6	2,8	3,1	5,6	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	1,0	58,0	4,94	7,50	-1,1	2,4	2,7	2,3	5,1	4,6	4,28
1998	III	1,2	-	4,82	7,50	2,1	2,1	3,6	3,4	5,0	6,6	4,47
	IV	1,1	-	4,51	7,44	-3,7	3,5	2,5	0,0	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
	II	1,8	-	4,50	7,43	1,3	4,6	1,5	5,3	4,5	4,9	3,12
	III	2,3	-	5,35	7,44	.	.	.	-0,3	4,4	3,4	3,19
1999	May	1,6	-	4,46	7,43	.	.	.	11,8	4,5	5,2	3,11
	Jun	1,9	-	4,81	7,43	.	.	.	-2,7	4,5	5,5	3,13
	Jul	2,0	-	5,11	7,44	.	.	.	-2,6	4,4	3,1	3,17
	Ago	2,4	-	5,38	7,44	.	.	.	-1,8	4,4	4,9	3,21
	Sep	2,4	-	5,55	7,43	.	.	.	3,7	4,3	2,2	3,18
	Oct	2,6	-	5,76	7,43	.	.	.	.	.	2,0	3,69
	Nov	.	-	.	7,44	.	.	.	.	.	.	3,85
Grecia												
1995	-	-10,3	110,1	-	303,0	-2,7	11,6	.	2,1	7,1	6,4	16,09
1996	7,9	-7,5	112,3	-	305,5	-3,7	10,6	2,4	0,6	7,5	9,8	13,54
1997	5,4	-4,0	109,5	9,92	309,3	-3,9	7,2	3,4	1,0	7,9	14,5	12,48
1998	4,5	-2,5	106,3	8,48	330,7	-3,1	5,5	3,7	3,4	10,0	4,0	13,53
1998	III	4,8	-	7,83	332,7	.	.	.	3,7	11,7	2,3	13,18
	IV	4,0	-	7,76	331,5	.	.	.	0,8	9,8	5,7	11,94
1999	I	3,4	-	6,08	322,7	.	.	.	-0,8	.	.	10,56
	II	2,2	-	5,87	325,0	.	.	.	0,5	.	.	9,80
	III	1,7	-	6,56	326,1	.	.	.	.	.	.	9,86
1999	May	2,2	-	5,75	325,2	-	-	-	1,6	.	.	9,72
	Jun	1,8	-	6,02	324,2	-	-	-	0,0	.	.	9,84
	Jul	1,8	-	6,37	325,0	-	-	-	0,2	.	.	9,83
	Ago	1,6	-	6,66	326,4	-	-	-	4,5	.	.	9,90
	Sep	1,5	-	6,64	327,0	-	-	-	.	.	.	9,85
	Oct	1,9	-	7,03	329,2	-	-	-	.	.	.	10,11
	Nov	.	-	.	328,7	-	-	-	.	.	.	10,71
Suecia												
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	76,1	6,62	8,65	.	0,7	1,8	7,2	9,9	4,2	4,43
1998	1,0	1,9	74,2	4,99	8,92	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
	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	1,3	0,2	3,7	1,2	7,5	5,4	3,31
	II	0,3	-	4,54	8,90	-0,1	-0,1	3,6	.	7,0	6,4	3,07
	III	0,7	-	5,48	8,71	.	.	.	.	6,9	6,1	3,23
1999	May	0,3	-	4,50	8,97	.	.	.	4,0	6,8	6,6	3,10
	Jun	0,4	-	4,87	8,83	-	-	-	.	7,0	5,9	3,12
	Jul	0,2	-	5,26	8,74	-	-	-	.	6,8	4,5	3,23
	Ago	0,8	-	5,49	8,75	-	-	-	.	6,9	6,5	3,25
	Sep	1,1	-	5,69	8,63	-	-	-	.	6,9	7,3	3,22
	Oct	1,0	-	5,92	8,73	-	-	-	.	.	.	3,74
	Nov	.	-	.	8,63	-	-	-	.	.	.	3,79
Reino Unido												
1995	-	-5,7	52,5	8,32	0,829	-0,4	1,5	2,8	1,5	8,7	7,2	6,75
1996	2,5	-4,4	53,1	7,94	0,814	0,0	1,7	2,6	0,4	8,2	9,9	6,11
1997	1,8	-1,9	51,5	7,13	0,692	0,9	2,9	3,5	1,3	7,0	11,2	6,92
1998	1,5	0,5	48,7	5,60	0,676	0,1	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
	IV	1,4	-	4,82	0,702	0,2	4,1	1,6	-0,5	6,3	8,5	6,89
1999	I	1,6	-	4,39	0,687	-2,2	4,4	1,3	-1,3	6,3	7,1	5,60
	II	1,4	-	4,82	0,658	-1,4	4,5	1,4	-1,3	6,1	6,5	5,30
	III	1,2	-	5,39	0,655	.	.	.	-0,3	.	3,3	5,28
1999	May	1,3	-	4,83	0,658	-	-	-	-0,9	6,1	6,9	5,35
	Jun	1,4	-	5,09	0,650	-	-	-	-1,7	6,0	5,2	5,22
	Jul	1,3	-	5,27	0,658	-	-	-	-1,2	5,9	3,3	5,17
	Ago	1,3	-	5,31	0,660	-	-	-	-0,1	.	4,1	5,25
	Sep	1,2	-	5,60	0,647	-	-	-	0,5	.	2,6	5,41
	Oct	1,2	-	5,78	0,646	-	-	-	.	.	.	6,02
	Nov	.	-	.	0,637	-	-	-	.	.	.	5,87

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, 7 (excepto Suecia), 9, 10 (Grecia) y 11]; cálculos del BCE [columnas 6 y 7 (Suecia)].

1) Medias de los periodos.

2) Para más información, véase cuadro 10.

3) MBP5; MBP4 para Grecia.

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

5) Manufacturas; ajustado por días laborales.

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

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

Cuadro 12.1

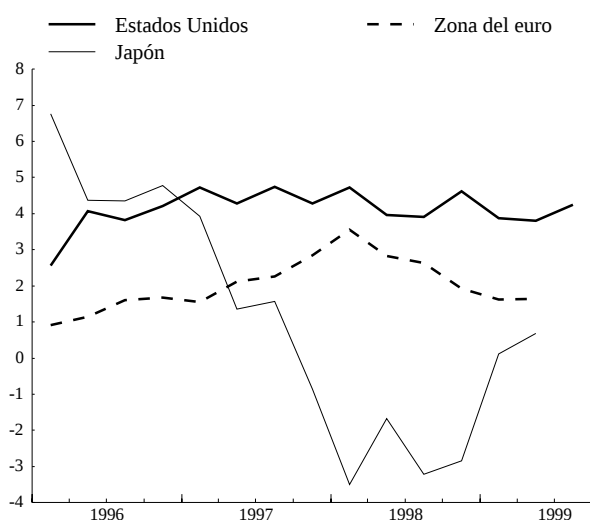
Evolución económica y financiera

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ¹⁾	Tasa de desempleo normalizada en % sobre la población activa(d)	M2 ²⁾	Tipos ³⁾ de depósitos interbancarios a 3 meses en %	Rendimiento ³⁾ de la deuda pública a 10 años en %	Tipo de cambio ⁴⁾ en moneda nacional por ECU o euro	Déficit (-) / superávit (+) fiscal en % del PIB	Deuda pública bruta ⁵⁾ en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
1995	2,8	-1,6	2,7	5,4	5,6	2,1	5,44	6,69	1,308	-2,2	59,7
1996	2,9	-2,3	3,7	4,8	5,4	4,8	5,43	6,54	1,270	-1,2	58,8
1997	2,3	0,0	4,5	6,7	4,9	5,0	5,62	6,45	1,134	0,1	56,5
1998	1,6	0,7	4,3	4,2	4,5	7,4	5,00	5,33	1,121	1,4	53,5
1998 III	1,6	1,4	3,9	3,2	4,5	7,3	5,20	5,27	1,118	-	53,7
IV	1,5	-0,8	4,6	2,5	4,4	8,4	5,00	4,72	1,177	-	53,5
1999 I	1,7	-1,6	3,9	2,2	4,3	8,4	4,99	5,00	1,122	-	53,1
II	2,1	-1,4	3,8	2,7	4,3	7,9	5,04	5,54	1,057	-	51,4
III	2,3	-0,8	4,2	3,3	4,2	7,4	5,44	5,88	1,049	-	.
1999 May	2,1	-	-	2,2	4,2	7,9	4,98	5,54	1,063	-	-
Jun	2,0	-	-	3,5	4,3	7,7	5,17	5,90	1,038	-	-
Jul	2,1	-	-	4,0	4,3	7,7	5,30	5,80	1,035	-	-
Ago	2,3	-	-	2,7	4,2	7,6	5,46	5,94	1,060	-	-
Sep	2,6	-	-	3,3	4,2	6,9	5,56	5,91	1,050	-	-
Oct	2,6	-	-	3,2	4,1	6,4	6,20	6,10	1,071	-	-
Nov	.	-	-	.	.	.	6,09	6,03	1,034	-	-
Japón											
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	-	-
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	-	-
II	-0,3	-1,3	0,7	-1,0	4,8	4,1	0,13	1,50	127,7	-	-
III	0,0	.	.	2,6	4,7	3,6	0,13	1,78	118,7	-	-
1999 May	-0,4	-2,1	-	-0,5	4,6	4,1	0,12	1,36	129,7	-	-
Jun	-0,3	-2,1	-	0,0	4,9	4,3	0,10	1,60	125,3	-	-
Jul	-0,1	-2,6	-	0,2	4,9	3,9	0,12	1,69	123,7	-	-
Ago	0,3	-6,9	-	5,2	4,7	3,5	0,13	1,89	120,1	-	-
Sep	-0,2	.	-	2,7	4,6	3,3	0,14	1,75	112,4	-	-
Oct	-0,7	.	-	1,6	.	3,5	0,24	1,79	113,5	-	-
Nov	.	.	-	.	.	.	0,31	1,81	108,2	-	-

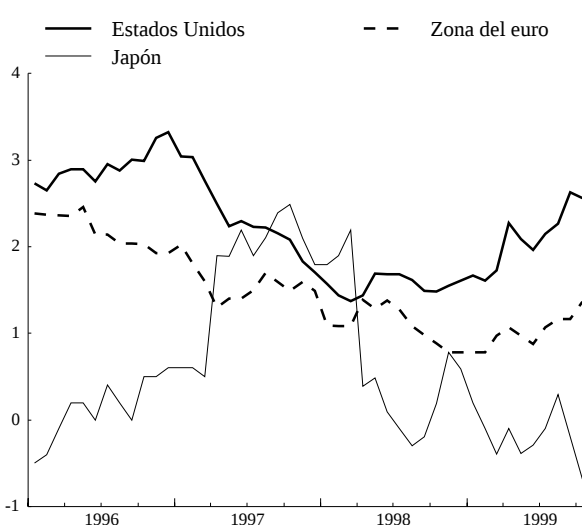
Producto interior bruto a precios constantes

(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 período; M2 + CD para Japón.

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

4) Para más información, véase cuadro 10.

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

Cuadro 12.2

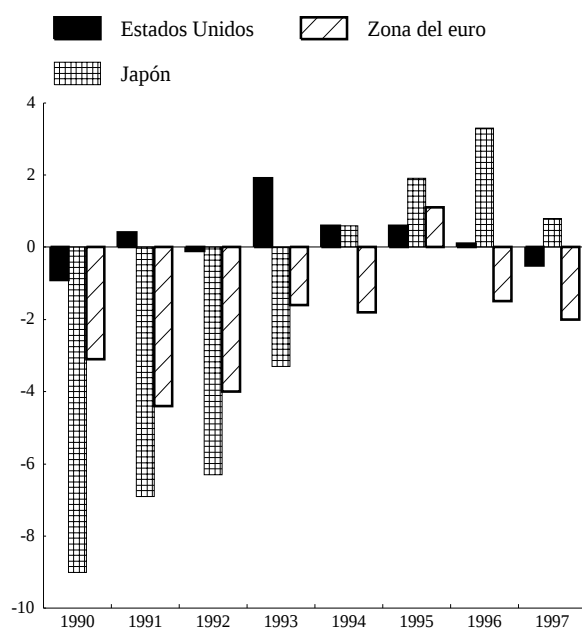
Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

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

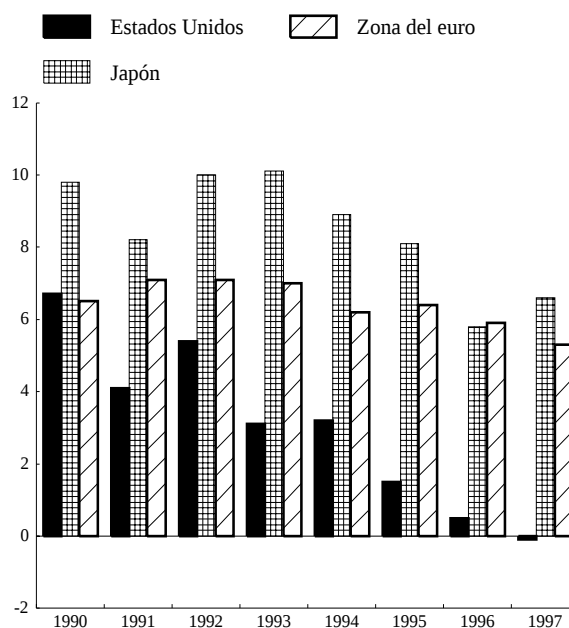
Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(en porcentaje del PIB)



Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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

Notas técnicas

Relativas al cuadro 2.4

Desestacionalización de los agregados monetarios de la zona del euro

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

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

Cálculo de las tasas de crecimiento

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

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

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

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

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

1 Véanse detalles en Findley, D., Monsell, B., Bell, W., Otto, M. y Chen, B.C. (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, 127-152, o en «X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2» (diciembre, 1998), *Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.*

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

Notas generales

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

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

Dado que la composición del ECU no coincide con las monedas de los Estados miembros que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, convertidos a ECU de las monedas participantes al correspondiente tipo de cambio del ECU, están afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 en los cuadros 2.1 a 2.6 se expresan en unidades convertidas de las monedas nacionales al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en los datos expresados en monedas nacionales.

Se han seguido los métodos habituales para consolidar y agregar (incluida la consolidación entre países), al elaborar las estadísticas referidas a la zona del euro.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el *Boletín mensual del BCE* es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición fue el 1 de diciembre 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* (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de sectores. El manual *Money and Banking Statistics Compilation Guide* (IME, abril 1998)² explica las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999 la información estadística se recopila y compila conforme al Reglamento del

¹ Las estadísticas monetarias y bancarias son responsabilidad del BCE en lo que se refiere a Europa; la responsabilidad de las estadísticas de balanza de pagos, de la posición de inversión internacional y de las cuentas financieras es compartida por el BCE y la Comisión Europea (Eurostat); precios y costes y otras estadísticas económicas son responsabilidad de la Comisión Europea (Eurostat).

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

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

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

El cuadro 3.5 recoge las estadísticas sobre emisiones, amortizaciones y saldos en circulación. Próximamente estarán disponibles datos con mayor detalle.

Indicadores de precios y de la economía real

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

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

En relación con las estadísticas de cuentas nacionales (cuadros 4.2 y 5.1), la implantación del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) durante el año 1999 y siguientes ha comenzado a preparar

el terreno para disponer de datos completamente comparables, incluidas cuentas trimestrales de síntesis, para toda la zona del euro. Hasta 1999, los deflatores del PIB que aparecen en el cuadro 4.2.2 se han obtenido a partir de los datos nacionales en sus monedas respectivas. Los datos de cuentas nacionales contenidos en esta edición están elaborados, principalmente, según el SEC 95.

El cuadro 5.2 recoge otros indicadores de la economía real. La implantación del Reglamento (CE) n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo, ampliará la cobertura de datos disponibles sobre la zona del euro.

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

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

Estadísticas de cuentas financieras

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

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.

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

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos (cuadros 8.1 a 8.5) y en las estadísticas de posición de inversión internacional (PII) se ajustan, en general, a lo establecido en la 5.ª edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI (octubre de 1993), así como a la documentación contenida en el Reglamento del BCE, de 1 de diciembre de 1998, sobre requisitos de declaración de datos (BCE/1998/17) y a la documentación de Eurostat. La metodología común acordada entre el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) y el método de agregación utilizado para las estadísticas de balanza de pagos de la zona del euro se explican en las páginas 30 y 31 de la edición de mayo del *Boletín mensual*.

La balanza de pagos de la zona del euro la elabora el BCE. Hasta diciembre de 1998 inclusive, los datos se expresan en ECU. Los datos mensuales más recientes relativos a balanza de pagos deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos.

La posición de inversión internacional de la zona del euro (PII) se publica por primera vez en esta edición (cuadro 8.6). Los datos se elaboran en términos netos por agregación de los datos nacionales. La PII se valora a precios de mercado con la excepción de los saldos de inversión directa, en los que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos del final de 1997, en especial los de activos de reserva, no son totalmente comparables con los del final de 1998. La metodología utilizada para el cálculo de la PII se explica en el recuadro 9 de las páginas 59 y 60.

En el cuadro 8.6.2 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos relacionados con los anteriores. En el cuadro 8.1 aparece el resumen de los flujos netos correspondientes, con su detalle trimestral en el cuadro 8.5.3. Los datos anteriores al final de 1998 se han elaborado agregando datos obtenidos de acuerdo con las definiciones nacionales e incluyen instrumentos emitidos por otros residentes de la zona del euro y, por tanto, no son totalmente comparables con los datos posteriores.

El cuadro 9 recoge datos del comercio exterior de bienes de la zona del euro e índices —de valor, de volumen y de valor unitario— para el total de exportaciones e importaciones. El índice de valor lo calcula el BCE. El índice de volumen se obtiene a partir del índice de valor unitario facilitado por Eurostat y el índice de valor. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (cuadros 8.1 y 8.2).

El cuadro 10 incluye índices de tipo de cambio efectivo nominal y real del euro calculados por el BCE. Los tipos de cambio bilaterales que se incluyen son los de las 13 monedas utilizadas para el cálculo. Para todos ellos, excepto el dólar de Hong Kong, el dólar de Singapur y el won coreano, los tipos bilaterales se corresponden con los tipos de

referencia diarios publicados por el BCE. El recuadro 5 de las páginas 31 a 33 de la edición de octubre del *Boletín mensual* ofrece más información acerca del nuevo índice de tipo de cambio efectivo del BCE.

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

ries históricas de la mayor frecuencia disponible —las cuales no aparecen en el *Boletín mensual*—.

Otras estadísticas

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (cuadro 11) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón contenidos en los cuadros y gráficos 12.1 y 12.2 se obtienen de fuentes nacionales. Los datos referidos al ahorro, inversión y financiación correspondientes a Estados Unidos y Japón (cuadro y gráfico 12.2) tienen la misma estructura que los relativos a flujos financieros y de capital en la zona del euro, que se recogen en el cuadro y gráfico 6.

Signos utilizados en los cuadros

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

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema

22 de diciembre de 1998

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

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

31 de diciembre de 1998

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

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

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

7 de enero de 1999

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

12 de enero de 1999

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

21 de enero de 1999

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

4 de febrero de 1999

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

18 de febrero de 1999

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

4 de marzo de 1999

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

18 de marzo de 1999

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

8 de abril de 1999

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

22 de abril de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente. Además el Consejo de Gobierno anuncia que en las operaciones de financiación a más largo plazo que se liquidarán durante los seis meses siguientes, la intención es continuar adjudicando un importe de 15 mm de euros por operación.

6 de mayo de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

20 de mayo de 1999

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

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

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

23 de septiembre de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

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

7 de octubre de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

21 de octubre de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

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

4 de noviembre de 1999

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

18 de noviembre de 1999

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

2 de diciembre de 1999

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

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

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

El sistema TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)

TARGET visto por sus usuarios

El futuro de TARGET se está perfilando a través de la experiencia adquirida por el funcionamiento del sistema, de los cambios generales del entorno, y de la evolución de la tecnología y las exigencias de la actividad de los negocios. En este contexto, resultan de primordial importancia el intercambio activo de puntos de vista entre sus usuarios y la cooperación entre ellos. En consecuencia, el BCE ha realizado una encuesta de opinión sobre el servicio de pagos transfronterizos que TARGET proporciona entre los usuarios del mismo. Las conclusiones más importantes de dicha encuesta se presentan en el informe titulado «Los pagos transfronterizos en TARGET: encuesta entre sus usuarios», que el Banco Central Europeo publicó el 16 de noviembre de 1999. Los datos para ese informe fueron obtenidos por medio de un cuestionario dirigido a las distintas asociaciones bancarias europeas y a los grupos nacionales de usuarios de TARGET. Además, la reunión mantenida en el BCE en septiembre de 1999 con partici-

pantes del mercado, sobre el tema del TARGET y los sistemas de grandes pagos, proporcionó valiosa información al respecto.

En general, la encuesta indica que TARGET está reconocido, en la práctica, como el medio normal para realizar grandes pagos transfronterizos en euros. Los bancos consideran TARGET, no como una facilidad del banco central que están obligados a usar, sino más bien como un servicio que se les ofrece y que puede aumentar el valor añadido de sus operaciones y reducir el riesgo de las mismas. Diversos aspectos de TARGET han demostrado ser menos problemáticos de lo que muchos bancos preveían antes del inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Por ejemplo, los bancos no han objetado a la política de precios de TARGET. Asimismo, los periodos de ejecución de los pagos de TARGET, al igual que el horario prolongado de operaciones, parecen ser coherentes con las necesidades y expectativas de los bancos. No obstante, los bancos han indicado la

Cuadro I

Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos: volumen de las operaciones

(número de pagos)

	1999					
	I	II	Jul	Ago	Sep	Oct
TARGET						
Todos los pagos de TARGET						
Volumen total	9.756.845	10.289.259	3.738.950	3.397.726	3.622.820	3.612.751
Media diaria	154.871	158.296	169.952	154.442	164.674	172.036
Pagos transfronterizos de TARGET						
Volumen total	1.562.233	1.837.435	679.021	626.365	674.881	683.261
Media diaria	24.797	28.268	30.865	28.471	30.676	32.536
Pagos nacionales de TARGET						
Volumen total	8.194.612	8.451.824	3.059.929	2.771.361	2.947.939	2.929.490
Media diaria	130.073	130.028	139.088	125.971	133.997	139.500
Otros sistemas						
Euro 1 (EBA)						
Volumen total	3.306.689	4.250.282	1.591.202	1.457.434	1.678.114	1.742.696
Media diaria	52.487	65.389	72.327	66.247	76.278	82.986
Euro Access Frankfurt (EAF)						
Volumen total	2.996.555	2.948.742	1.046.150	973.543	1.017.776	1.013.070
Media diaria	47.564	45.365	47.552	44.252	46.263	48.241
Paris Net Settlement (PNS) ¹⁾						
Volumen total	1.370.755	1.318.159	454.731	378.913	415.054	410.822
Media diaria	21.758	20.279	20.670	17.223	18.866	19.563
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI)						
Volumen total	299.860	289.174	96.231	78.636	85.460	81.752
Media diaria	4.760	4.449	4.374	3.574	3.885	3.893

1) El PNS sustituyó al Système Net Protégé (SNP) el 19 de abril de 1999.

existencia de algunos defectos, tales como la disponibilidad técnica y la armonización del servicio entre operadores finales proporcionado por TARGET, y esperan futuras mejoras adicionales en estas áreas.

El Eurosistema toma muy en serio las necesidades y expectativas de los participantes y, en especial, se está concediendo la máxima prioridad a la mejora en la disponibilidad de TARGET. Con objeto de asegurar que TARGET responda a las necesidades futuras del mercado, el Eurosistema continuará recabando información de los Grupos de Usuarios de TARGET y de la comunidad financiera y bancaria en general.

Los flujos de pagos en TARGET

En lo que se refiere al número y valor de los pagos transfronterizos, el mes de octubre registró las cifras más altas de actividad de TARGET hasta la fecha. Por término medio, se procesaron más de

32.500 pagos transfronterizos diarios. El valor medio diario de los pagos transfronterizos superó, por primera vez, la cifra de 400 mm de euros, lo que representa un aumento de más del 13% en comparación con el tercer trimestre de 1999. En octubre de 1999, el número de pagos procesados por TARGET en su conjunto, es decir, los pagos transfronterizos y los nacionales juntos, excedió los 172.000 de media diaria, lo que representa un valor de más de 960 mm de euros. La participación de los pagos de clientes en el número total de pagos transfronterizos de TARGET aumentó ligeramente en comparación con los meses anteriores: en octubre se situó en el 26,5% en términos de volumen y en el 2,8% en términos de valor. En dicho mes, el valor medio de los pagos de clientes fue de 1,3 millones de euros, mientras que para los pagos interbancarios el valor medio era de 16,3 millones de euros.

Para más información sobre el sistema TARGET, consúltase el epígrafe sobre TARGET de la dirección del BCE en Internet (<http://www.ebc.int>).

Cuadro 2

Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos: valor de las operaciones

(mm de euros)

	1999					
	I	II	Jul	Ago	Sep	Oct
TARGET						
Todos los pagos de TARGET						
Total	60.704	58.861	20.326	18.561	19.459	20.252
Media diaria	964	906	924	844	885	964
Pagos transfronterizos de TARGET						
Total	21.970	22.838	8.088	7.526	7.751	8.420
Media diaria	349	351	368	342	352	401
Pagos nacionales de TARGET						
Total	38.734	36.023	12.238	11.035	11.708	11.832
Media diaria	615	554	556	502	532	563
Otros sistemas						
Euro 1 (EBA)						
Total	11.000	10.777	3.595	3.601	3.860	4.027
Media diaria	175	166	163	164	175	192
Euro Access Frankfurt (EAF)						
Total	10.823	9.587	3.209	2.980	3.142	3.204
Media diaria	172	147	146	135	143	153
Paris Net Settlement (PNS) ²⁾						
Total	5.767	6.125	2.065	1.849	1.955	2.217
Media diaria	92	94	94	84	89	106
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI)						
Total	340	226	73	65	66	62
Media diaria	5	3	3	3	3	3

2) El PNS sustituyó al Système Net Protégé (SNP) el 19 de abril 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.

«Correspondent central banking model (CCBM)», noviembre 1999.

«Cross-border payments in TARGET: A users' survey», noviembre 1999.

«Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series», noviembre 1999.

Folletos informativos

«TARGET», julio 1998.

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

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

