



BANCO CENTRAL EUROPEO

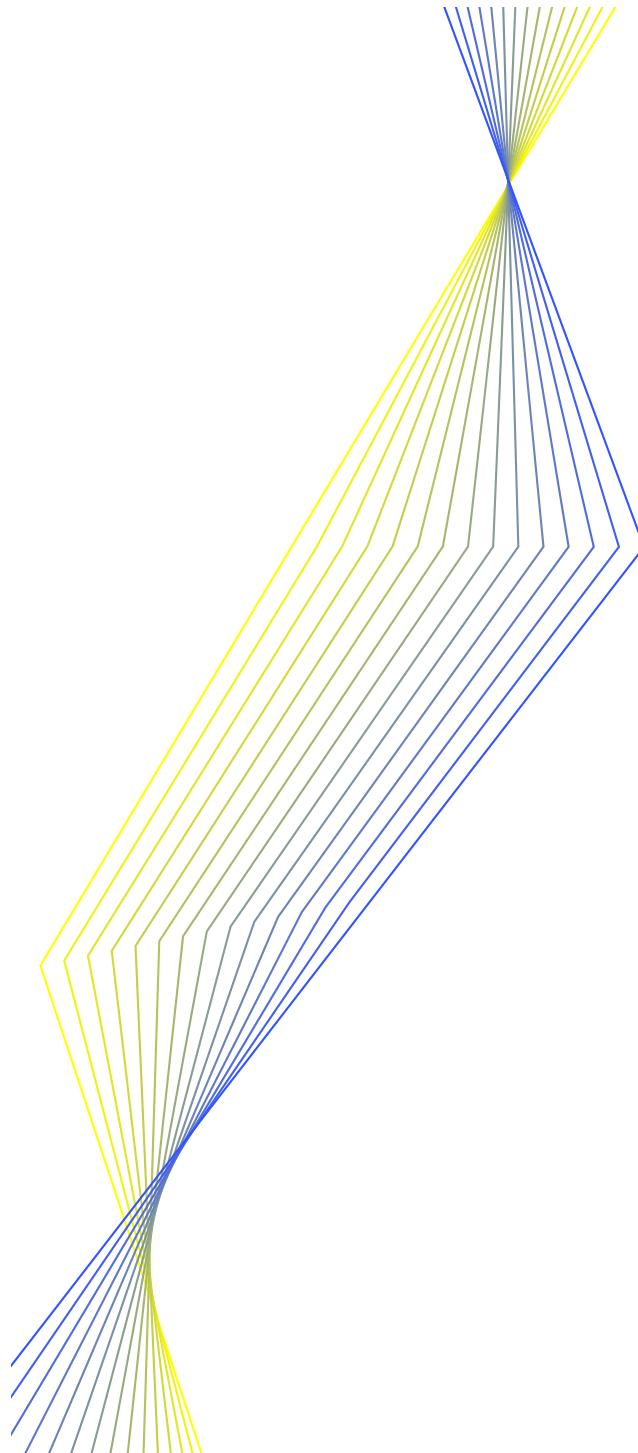
ECB EZB EKT BCE EKP

**BOLETÍN
MENSUAL**

Enero 1999



BANCO CENTRAL EUROPEO



**BOLETÍN
MENSUAL**

Enero 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. Las traducciones son elaboradas y publicadas por los bancos centrales nacionales.

Todos los derechos reservados.

Están permitidas las fotocopias para fines docentes o sin ánimo de lucro, citando la fuente.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 7 de enero de 1999.

ISSN 1561-0268

Índice

Prólogo	5
El Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)	7
Editorial	9
El área del euro al inicio de la Tercera Etapa	13
Evolución económica en el área del euro	21
La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad	45
Estadísticas del área del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	37*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	41*

Prólogo

El Boletín Mensual del Banco Central Europeo (BCE), cuyo primer número acaban de recibir, es uno de los medios de comunicación escrita más importante de los que dispone el BCE. El propósito de este Boletín, en el que el BCE explicará al público las decisiones de política monetaria tomadas por su Consejo de Gobierno, será aumentar la transparencia de la política monetaria mediante la presentación de un exhaustivo análisis económico. El Boletín Mensual constituirá, por lo tanto, un apoyo indispensable para el éxito de la política monetaria única del "Eurosistema", compuesto por el BCE y los Bancos Centrales Nacionales (BCNs) de los once Estados Miembros de la UE que han adoptado el euro desde el inicio de la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria. El Boletín Mensual será traducido por los BCNs y su publicación responderá también a la obligación del BCE de publicar informes sobre las actividades del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) con una periodicidad, al menos, trimestral, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 15.I de los Estatutos del SEBC.

Aunque la estructura del boletín estará sujeta a reajustes y mejoras, el contenido de este primer número es un modelo de lo que podrán ser los siguientes. El «Editorial» resumirá los aspectos en que se basan las decisiones de política monetaria, explicándolas desde el punto de vista de la estrategia de política monetaria del SEBC orientada hacia la estabilidad, independientemente de si el Consejo de Gobierno del BCE decide modificar, o no, los tipos de interés del BCE. Estas cuestiones se

tratarán con más detalle en la sección sobre "La evolución económica del área del euro". En la versión trimestral del Boletín Mensual - que se publicará en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año- dicha sección aparecerá ampliada y cubrirá también la evolución de las políticas fiscales. La tercera sección regular del Boletín Mensual es la correspondiente a las «Estadísticas del área del euro», que contendrá un conjunto amplio de cuadros y gráficos con importante información sobre el área del euro. Además, el Boletín Mensual incluirá una cronología de las medidas de política monetaria, así como material que informe a los lectores sobre las publicaciones del BCE. Publicaremos, asimismo, artículos sobre distintos temas referentes al diseño y a la ejecución de la política monetaria y sobre otros asuntos que son interesantes para el BCE. En particular, se tratarán cuestiones relevantes para el éxito de la política monetaria única y para la estabilidad del euro, incluyendo asuntos como la evolución de los salarios y del mercado de trabajo, las políticas fiscales y las rigideces estructurales. También se analizarán otros temas relacionados con los bancos centrales.

Con todos estos esfuerzos encaminados a proporcionar una información tan completa como sea posible, nuestra intención es demostrar que el BCE hará cuanto sea posible por cumplir la tarea de mantener la estabilidad de precios en beneficio de todos los ciudadanos europeos, y así asegurar que la confianza de éstos en su nueva moneda está bien fundada.

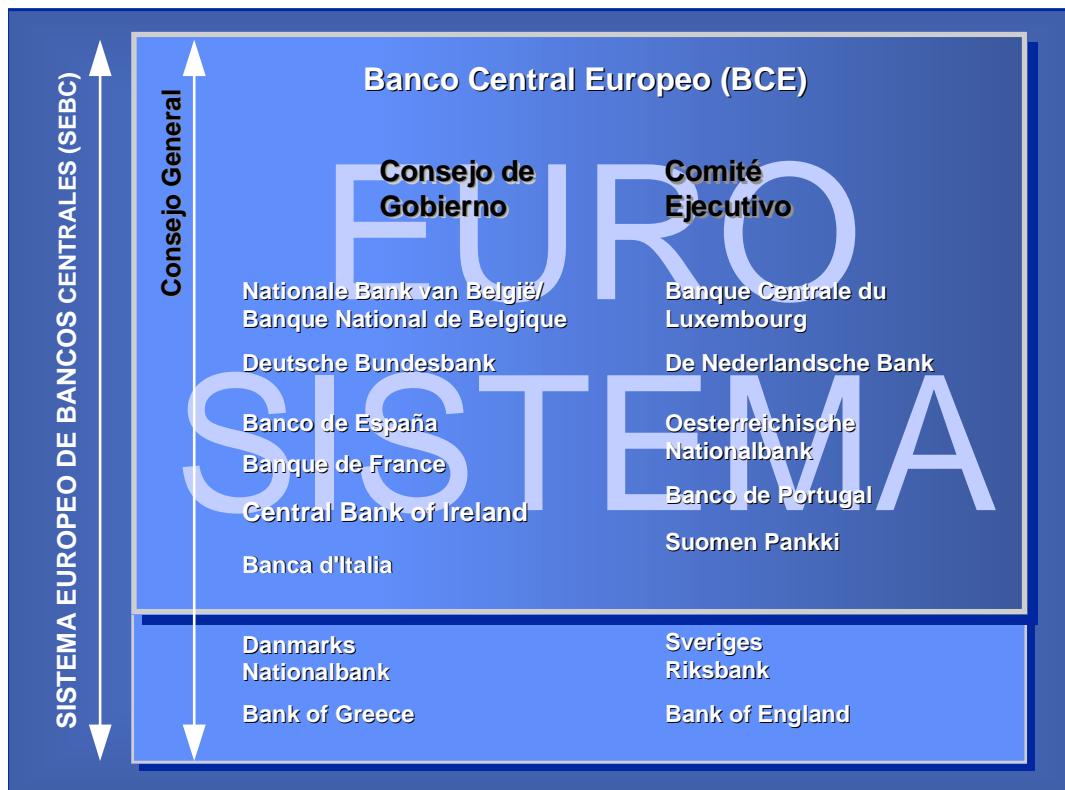
Francfort, enero 1999



Willem F. Duisenberg

Presidente

El Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)



El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo asignan diversas tareas al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) que tienen que ser realizadas por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCNs). Para aumentar la transparencia y permitir al público comprender más fácilmente la compleja estructura de la banca central europea, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido adoptar el término "Eurosistema" como una expresión sencilla que haga referencia a la composición a través de la que el SEBC realiza sus principales tareas.

El Eurosistema

El Eurosistema comprende el BCE y los BCNs de los Estados Miembros que han adoptado el euro en la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En la actualidad, hay once bancos centrales nacionales en el Eurosistema (véase el gráfico de arriba). Solo cuando los quince Estados Miembros de la Unión Europea participen en el área del euro, el término "Eurosistema" será un sinónimo de SEBC.

El Eurosistema está dirigido por el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo del BCE.

El **Consejo de Gobierno** se compone de todos los miembros del Comité Ejecutivo y los

gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados Miembros que han adoptado el euro.

El Comité Ejecutivo se compone del Presidente, el Vicepresidente y otros cuatro miembros nombrados por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados Miembros que han adoptado el euro.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)

El SEBC se compone del BCE y de los bancos centrales nacionales de todos los Estados Miembros de la UE, es decir, además de los

miembros del Eurosistema, incluye los bancos centrales nacionales de los Estados Miembros que no han adoptado el euro desde el comienzo de la Tercera Etapa de la UEM.

El SEBC está dirigido por el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo del BCE y, como

tercer órgano de decisión del BCE, por el Consejo General.

El Consejo General incluye al Presidente, Vicepresidente y a los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales de la Unión Europea.

Editorial

El Eurosistema -que comprende el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los once Estados miembros de la Unión Europea que adoptaron el euro el 1 de enero de 1999- ha asumido la tarea de dirigir la política monetaria única del área del euro. El 22 de diciembre de 1998 el Consejo de Gobierno del BCE anunció los tipos de interés que iba a aplicar en el nuevo régimen y señaló que los juzgaba apropiados para el futuro próximo. Este anuncio se consideró importante para eliminar cualquier incertidumbre sobre la política monetaria del Eurosistema al comienzo de la Tercera Etapa y contribuir a que la transición a ésta discurriera sin problemas. El Consejo de Gobierno adoptó el 22 de diciembre de 1998 tres decisiones en este contexto y las ratificó el 7 de enero de 1999.

La primera decisión fue la de realizar las primeras operaciones principales de financiación mediante subastas a un tipo de interés fijo del 3%. Ya a comienzos de diciembre de 1998, el Consejo de Gobierno había considerado que este nivel era compatible con el mantenimiento a medio plazo de la estabilidad de precios en el área del euro. Los argumentos que motivaron esta decisión se exponen de forma sucinta más adelante y, de forma más detallada, en la sección "Evolución económica en el área del euro" del presente Boletín.

La segunda decisión fue fijar al comienzo de la Tercera Etapa, es decir, el 1 de enero de 1999, el tipo de interés aplicable a la facilidad marginal de crédito en el 4,5% y el aplicable a la facilidad de depósito en el 2%. El carácter asimétrico de este pasillo definido en torno al tipo de interés principal de financiación confirma la intención manifestada por el Consejo de Gobierno de seguir aplicando en un futuro próximo el tipo principal de financiación del 3%, muy bajo en términos históricos.

La tercera decisión del Consejo de Gobierno fue estrechar temporalmente a 50 puntos básicos el pasillo entre los tipos de interés de las dos facilidades permanentes, para lo cual

fijó el tipo marginal del crédito en un 3,25% y el de depósito en un 2,75% para el período comprendido entre el 4 y el 21 de enero de 1999. Esta medida trataba de facilitar la adaptación de los agentes económicos al mercado monetario integrado del área del euro en los primeros días de la Unión Monetaria. Sin embargo, dado que el mantenimiento por tiempo prolongado de un pasillo tan estrecho obstaculizaría el desarrollo de un mercado monetario eficaz en el área del euro, el Consejo de Gobierno también ha anunciado su intención de poner fin a esta medida transitoria tras su reunión del 21 de enero de 1999.

Estas decisiones sobre los tipos de interés del BCE fueron adoptadas de conformidad con la estrategia anunciada en materia de política monetaria, que se expone con detalle en el artículo "La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad" del presente Boletín. Dicha estrategia se basa en una definición cuantitativa de la estabilidad de precios, según la cual un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IACP) inferior al 2% puede considerarse compatible con el objetivo fundamental de la política monetaria. Además, la estrategia para lograr este objetivo se basa en dos pilares. El primero consiste en asignar un papel destacado al dinero, que quedó de manifiesto en el anuncio de fijar como valor de referencia cuantitativo el 4,5% para el crecimiento del agregado monetario amplio M3, que se considera compatible con la estabilidad de precios. El segundo consiste en una valoración basada en un conjunto amplio de información de las perspectivas sobre la evolución de los precios y sobre los riesgos que amenazan su estabilidad. Esta valoración se realizará con ayuda de indicadores financieros y de otros indicadores económicos.

Desde hace casi ya dos años los incrementos del IACP vienen sido acordes con la definición de estabilidad de precios que ha adoptado el Eurosistema. En noviembre de 1998, la tasa de crecimiento interanual fue del 0,9%. Desde una perspectiva de futuro, la evolución

de los precios está determinada por los factores siguientes. En lo relativo al crecimiento de la cantidad de dinero, que representa el primer pilar de la estrategia, se observa que M3 mostró una tendencia estable en 1998. La media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual del M3 hasta noviembre de 1998 se situó en torno al 4,7%, una tasa de expansión monetaria que se aproxima mucho al valor de referencia del 4,5%.

Respecto a los otros indicadores económicos, que constituyen el segundo pilar, los indicadores financieros confirman que los agentes económicos esperan que continúe el clima actual de estabilidad de precios de medio a largo plazo. Al comienzo de la Tercera Etapa, los tipos de interés nominales a corto y largo plazo del área del euro han alcanzado niveles muy bajos en términos históricos. Los tipos de interés reales también son muy inferiores a su media histórica.

En relación con los indicadores de la economía real del área del euro, existe una incertidumbre considerable en torno a las perspectivas económicas mundiales al comienzo de la Tercera Etapa. Esta incertidumbre tiende a afectar negativamente a la confianza empresarial y ha contribuido a que exista una visión menos optimista sobre el futuro crecimiento económico del área del euro. Más recientemente, se ha observado un descenso de la cartera de pedidos y, en menor medida, de la utilización de la capacidad instalada. Además, la primera estimación hecha por Eurostat del crecimiento del PIB real durante el tercer trimestre de 1998 fue del 2,4% anual, tras el incremento de cerca del 3% registrado en el primer semestre del año pasado. Todas estas circunstancias hacen que se espere una desaceleración de la actividad económica a corto plazo.

Al mismo tiempo, sin embargo, los consumidores volvieron a recobrar la confianza y el aumento anual de las ventas al por menor experimentó una aceleración hasta septiembre de 1998. Además, el aumento del nivel de empleo volvió a traducirse en una

ligera reducción de la tasa de paro (del 11% de los meses de verano al 10,8% registrado en noviembre), resultado al que puede haber contribuido el menor crecimiento de los salarios en el primer semestre de 1998. El moderado aumento salarial contribuyó también de manera importante a la baja tasa de crecimiento del IAPC. Otro factor importante, aunque posiblemente transitorio, que influyó en el descenso de la inflación calculada a través del IAPC a su nivel actual fue la tendencia a la baja de los precios de los productos energéticos y otras materias primas.

Sopesando estos elementos, los datos apuntan a que no existen indicios de que en la coyuntura actual se vayan a producir presiones significativas sobre los precios, al alza o a la baja, pero pueden identificarse algunos riesgos que amenazan su estabilidad. Por lo que se refiere a las presiones a la baja, no puede excluirse que las repercusiones negativas de los últimos acontecimientos mundiales en el crecimiento económico del área del euro sean más graves de lo previsto actualmente. También podrían verse afectados a la baja los precios internos y de importación. Por lo que se refiere a las presiones al alza, las demandas salariales que sobrepasen los aumentos de productividad y una relajación fiscal en el área del euro podrían constituir una fuente de riesgos inflacionistas en el futuro. En general, sin embargo, se espera una evolución equilibrada de los precios en el área del euro.

En este contexto, el Consejo de Gobierno confirmó en su reunión de 7 de enero de 1999 que, en el futuro próximo, un nivel del 3% para el tipo principal de financiación del Eurosistema sería el adecuado para mantener el actual clima de estabilidad de precios en el área del euro, en consonancia con lo que constituye el objetivo primordial del Eurosistema.

En muchos aspectos, tal y como se desprende también del artículo "El área del euro al inicio de la Tercera Etapa" del presente Boletín, el área del euro disfruta de una posición de

partida favorable y la estabilidad de precios constituye uno de sus aspectos positivos. Al mismo tiempo, existen también numerosas pruebas de que el área del euro tiene que hacer frente a muchos desafíos estructurales, entre los que destaca el problema que plantea el elevado nivel de paro. Estos desafíos requieren la adopción de medidas decididas de ajuste estructural en otros ámbitos de la política económica, que son vitales también

para garantizar la estabilidad del euro a más largo plazo. La contribución de la política monetaria consistirá en mantener la estabilidad de precios y generar un clima de confianza de que van a continuar los esfuerzos en esta dirección, creando así las condiciones necesarias para que la producción y el empleo crezcan de forma sostenida sin tensiones inflacionistas.

El área del euro al inicio de la tercera etapa

El comienzo de la política monetaria única del Eurosistema para el área del euro ha marcado el inicio de una nueva era en el proceso de integración económica en Europa. Mientras que existen importantes áreas de política económica, incluyendo la política fiscal, que seguirán siendo básicamente responsabilidad de los once Estados Miembros participantes, la política monetaria se define ahora para el conjunto del área del euro. En su toma de decisiones de política monetaria, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) se centrará en datos económicos del área del euro en su conjunto, dentro del marco de su estrategia de política monetaria adoptada a finales de 1998 (véase "La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad", en este Boletín). Muchas de las características básicas del área del euro en su conjunto, tales como la dimensión y apertura de la economía y de la estructura financiera, son muy diferentes de las que presentan los Estados Miembros individuales, y deberían compararse, no con las de estos últimos, sino con las de los Estados Unidos y Japón. Hay que tener en cuenta estas características a la hora de realizar análisis económicos para el área del euro. Con objeto de familiarizar al público con la economía del área del euro, el presente artículo describe sus principales características y examina, además, la situación macroeconómica prevaleciente al inicio de la Tercera Etapa, con objeto de proporcionar un punto de partida para el primer comentario detallado sobre la evolución reciente del área del euro (véase, en este Boletín, "Evolución económica en el área del euro").

I Características básicas del área del euro

El área del euro: una economía de grandes dimensiones con un peso significativo en la economía mundial

Considerando en perspectiva el área del euro (véase Cuadro 1), su rasgo más destacado es que comprende un conjunto de economías que anteriormente eran de tamaño pequeño y mediano que se han unido para formar una economía con un gran mercado interno. Ciertamente, con una participación del 15% en el PIB mundial, el área del euro es una de las economías de mayor tamaño del mundo, poseedora de un significativo poder adquisitivo, sólo igualado por los Estados Unidos. En comparación, el Estado Miembro del área del euro más grande representa tan sólo algo más del 4% del PIB mundial, mientras que las participaciones individuales de los Estados más pequeños no exceden el 1%.

Siendo una economía de gran tamaño, el "grado de apertura" del área del euro es mucho menor que el de sus Estados Miembros. Con una tasa de exportación de bienes respecto del PIB del área del euro en su conjunto que se sitúa alrededor del 14% (después de los ajustes por el comercio dentro del área del euro), el grado de apertura del área del euro resulta ser aproximadamente comparable al de los Estados Unidos y Japón.

Esto contrasta con la situación de cada uno de los países del área del euro, que, antes de su integración en la misma, estaban considerados como "economías abiertas de tamaño pequeño o mediano", con ratios de exportación (incluyendo el comercio intra-área del euro) que podían ir del 19 al 62%, lo que se traducía en una media para el área del euro en su conjunto del 35%. La participación del área del euro en las exportaciones mundiales totales (de bienes) se eleva a casi el 16%, porcentaje que supera ampliamente las participaciones tanto de los Estados Unidos como de Japón. El Reino Unido, los Estados Unidos, Suiza y Japón, por este orden de importancia, representan, en conjunto, una gran parte del comercio exterior del área del euro, que se concentra en maquinaria y equipo de transporte, productos químicos y otras manufacturas. Para el área del euro en su conjunto, el comercio de servicios resulta menos significativo y se estima que no excedió del 4% del PIB en 1997.

Similitudes y diferencias con los Estados Unidos y Japón

Cuando se consideran otros aspectos del área del euro, puede resultar más adecuado hacer comparaciones con los Estados Unidos y Japón,

Cuadro I

Principales características del área del euro

	Período	Unidad	Área del Euro	Estados Unidos	Japón
Población	1998	millones	292	270	127
PIB (Participación en el PIB mundial) ¹⁾	1997	%	15,0	20,2	7,7
Sectores de producción					
Agricultura, pesca y silvicultura	1993	% PIB	2,4	1,7	2,1
Industria (incl. Construcción)	1993	% PIB	30,9	26,0	39,2
Servicios	1993	% PIB	66,7	72,3	58,7
Administraciones Públicas					
Ingresos	1998	% PIB	46,7	35,9	33,0
Cotizaciones sociales	1998	% PIB	17,0	9,4	11,1
Gastos	1998	% PIB	49,1	34,5	38,6
Transferencias corrientes a familias	1998	% PIB	20,2	13,7	15,7
Exportaciones de bienes ²⁾	1997	% PIB	13,6	8,5	10,0
Importaciones de bienes ²⁾	1997	% PIB	12,0	11,1	8,1
Exportaciones (% de las exportaciones mundiales) ²⁾	1997	%	15,7	12,6	7,7
Depósitos bancarios ^{3) 4)}	fin 1997	mm ecus	4.657,9	3.953,4	3.663,4
	fin 1997	% PIB	83,9	55,3	98,8
Crédito interno ^{4) 5)}	fin 1997	mm ecus	7.128,5	5.881,5	4.710,8
	fin 1997	% PIB	128,5	82,2	127,1
Activos frente al sector privado	fin 1997	mm ecus	5.125,9	4.931,1	4.033,6
Activos frente a las Administraciones Públicas	fin 1997	mm ecus	2.002,6	950,4	677,1
Valores nacionales de renta fija	fin 1997	mm ecus	5.002,4	11.364,0	4.015,2
	fin 1997	% PIB	90,2	164,7	108,5
Emitidos por el sector privado	fin 1997	mm ecus	1.897,9	4.729,3	1.192,4
Emitidos por el sector público	fin 1997	mm ecus	3.104,4	6.634,7	2.822,9
Capitalización bursátil ⁶⁾	Oct. 1998	mm ecus	3.190,9	9.679,7	3.300,9
Crecimiento real del PIB	1998	%	3,0	3,3	-2,5
Inflación (IPC) ⁷⁾	Nov. 1998	%	0,9	1,5	0,8
Tasa de paro (% de la población activa)	Nov. 1998	%	10,8	4,4	4,4
Crecimiento de un agregado monetario amplio ⁸⁾	3º tr. 1998	%	4,4	7,4	3,3
Tipos de interés a tres meses	fin 1998	%	3,25	5,00	0,18
Tipos de interés de la deuda pública a 10 años	fin 1998	%	3,94	4,70	2,02
Administraciones Públicas					
Superávit (+) o déficit (-)	1998	% PIB	-2,3	1,4	-5,5
Deuda bruta	1998	% PIB	73,8	59,3	115,6
Balanza por cuenta corriente ⁹⁾	1997	% PIB	1,1	-1,7	2,3

Fuentes: Eurostat (población, capitalización bursátil, PIB real, datos del área del euro para exportaciones, importaciones, inflación (IAPC), paro y balanza por cuenta corriente), Comisión Europea - previsiones otoño 1998 (participación en el PIB mundial, datos de las Administraciones Públicas (año natural)), OCDE (sectores de producción), FMI (exportaciones, importaciones, depósitos bancarios, crédito interno, deuda bruta para Estados Unidos y Japón), Banco de Pagos Internacionales (valores nacionales de renta fija), datos nacionales (para Estados Unidos y Japón: inflación (IPC), paro, crecimiento de un agregado monetario amplio, tipos de interés a tres meses, tipos de interés de la deuda pública a 10 años, balanza por cuenta corriente); BCE (para el área del euro: crecimiento de un agregado monetario amplio, tipos de interés a tres meses, tipos de interés de la deuda pública a 10 años).

1) A precios constantes y paridad del poder de compra de 1997; área del euro: precios de 1990.

2) Excluyendo el comercio dentro del área del euro; exportaciones: f.o.b.; importaciones: c.i.f.

3) Área del euro: depósitos totales en IFMs; Estados Unidos: depósitos a la vista, a plazo y de ahorro en entidades bancarias; Japón: depósitos a la vista y a plazo en entidades de depósito.

4) Los datos del área del euro para los depósitos bancarios y el crédito interno se calculan sobre la base de los tipos de conversión irrevocables del euro anunciados el 31 de diciembre de 1998.

5) Área del euro: créditos concedidos a residentes en el área del euro por las IFMs y valores de estos residentes mantenidos por dichas instituciones; Estados Unidos y Japón: crédito interno.

6) Estados Unidos: las bolsas de Nueva York (NYSE y Nasdaq); Japón: las bolsas de Tokio y Osaka.

7) IAPC para el área del euro; datos nacionales para Estados Unidos y Japón.

8) Área del euro: agregado M3; Estados Unidos: agregado M2; Japón: M2 y CDs.

9) Datos provisionales para el área del euro.

en vez de con Estados Miembros concretos, y señalar las áreas de similitud y las de diferencias con aquellos. Los sistemas de producción son, en general, similares a los de los Estados Unidos y Japón. Los sectores de producción primaria, como la agricultura, la pesca y la silvicultura, representan alrededor del 2% de la producción total en las tres economías. El sector servicios en el área del euro representa alrededor del 67% de la producción total, participación menor que la correspondiente a los Estados Unidos (72%), pero mayor que la correspondiente a Japón (59%). El sector industrial (incluyendo la construcción) representa el 31% de la producción total del área del euro, porcentaje que resulta, a su vez, mayor que el de Estados Unidos y menor que el de Japón.

En términos de tamaño y estructura, el sector público del área del euro difiere significativamente de los de Estados Unidos y Japón. Considerando el porcentaje que representa el gasto público respecto al PIB, el tamaño del sector público es significativamente mayor en el área del euro (49%) que en Japón (39%) y en Estados Unidos (35%). Esto puede explicarse, en gran medida, por la existencia de sistemas de seguridad social diferentes. Las transferencias públicas corrientes a las familias en relación con el PIB son relativamente altas en el área del euro, comparadas con las de Estados Unidos o Japón. Otra diferencia destacable es que la parte del PIB dedicada a la prestación de servicios colectivos por parte del sector público es también mayor en el área del euro que en los Estados Unidos o Japón. Asimismo, en cuanto a la estructura de los ingresos públicos, las cotizaciones sociales representan alrededor de un tercio de los ingresos públicos corrientes en el área del euro y Japón, mientras que en los Estados Unidos representan tan sólo un cuarto de los mismos. Por lo que respecta al impuesto sobre la renta, en los Estados Unidos y Japón los gobiernos descansan más sobre la imposición directa, mientras que en área del euro los impuestos indirectos representan una proporción mayor de los ingresos por impuestos.

Considerando los principales indicadores monetarios y financieros, se observan varias diferencias estructurales entre el sistema

financiero del área del euro y los sistemas financieros de los Estados Unidos y Japón. La diferencia fundamental, en particular frente a los Estados Unidos, reside en la importancia relativa de los bancos y los mercados de valores. Mientras que el sistema financiero del área del euro se basa predominantemente en productos bancarios y la financiación mediante valores desempeña un papel reducido, en los Estados Unidos los mercados de renta variable y de renta fija canalizan la parte principal de la financiación y el ahorro.

Este cuadro general de la estructura financiera del área del euro puede ilustrarse mediante diversos indicadores (véase Cuadro I). Los depósitos bancarios resultan más significativos en el área del euro (84% del PIB) que en los Estados Unidos (55%), pero su importancia es menor que en Japón (99%). Asimismo, el volumen existente de crédito bancario interno, tanto en términos absolutos como en relación con el PIB, es mucho mayor en el área del euro que en los Estados Unidos, aunque como porcentaje del PIB es comparable al de Japón. En el área del euro, una parte relativamente importante del crédito bancario se concede a las Administraciones Públicas. Por otra parte, el saldo de valores nacionales de renta fija en relación con el PIB en Estados Unidos excede con mucho al del área del euro o Japón. En términos absolutos, el saldo vivo de valores nacionales de renta fija en los Estados Unidos, que se elevó a 11.364 mm de ecus a finales de 1977, es más del doble del volumen existente en el área del euro, y la diferencia es aún mayor en términos de los valores emitidos por el sector privado. Finalmente, la capitalización bursátil es también mucho más alta en los Estados Unidos que en el área del euro y en Japón.

Las características del mercado de trabajo en el área del euro son también sustancialmente distintas de las prevalecientes en las otras dos economías. La tasa de desempleo total más reciente en el área del euro (10,8%) es mucho mayor que la de los Estados Unidos (4,4%). Las diferencias se deben a un conjunto de factores, que incluyen las características estructurales de ambos mercados de trabajo, tales como los costes salariales y no salariales, la legislación de protección al empleo y la magnitud y duración de

las prestaciones por desempleo. Desde una perspectiva a medio plazo, la experiencia indica también que, para un crecimiento comparable del PIB en términos reales, el área del euro ha experimentado un crecimiento mucho menor del empleo que los Estados Unidos. Igualmente, y en contraste con este último país, se ha registrado un efecto claramente asimétrico de las fluctuaciones de la actividad económica, según el

cual, cada recesión ha traído consigo un nivel de desempleo más alto en el área del euro. Sin embargo, resulta extraordinariamente difícil comparar los mercados de trabajo refiriéndose únicamente a las tasas de desempleo estimadas, y esto es especialmente cierto en el caso de Japón, donde, a pesar de la persistente debilidad de la economía, la tasa oficial de desempleo es tan sólo del 4,4%.

2 La situación económica en el área del euro al inicio de la Tercera Etapa

La evolución monetaria y financiera refleja un entorno de estabilidad de precios

El agregado monetario amplio M3 ha seguido en los dos últimos años una senda bastante estable, con tasas de crecimiento entre el 3,5% y el 5%. Esta tendencia puede considerarse compatible con la estabilidad de precios existente y con un crecimiento económico sostenible en el área del euro. Al mismo tiempo, los tipos de interés disminuyeron a todos los plazos, debido a la mejora en la evolución de los precios. El tipo interbancario medio a tres meses registrado en el área del euro ha mostrado una tendencia descendente desde un nivel situado por encima del 7% en la primavera de 1995, hasta el 3,25% a finales de 1998. Este descenso refleja el logro del objetivo de estabilidad de precios en el área del euro y la creciente estabilidad de los tipos de cambio dentro del área antes del inicio de la Tercera Etapa. El tipo de interés a largo plazo (medido por la media de los tipos de interés de la deuda pública a 10 años) ha descendido desde más del 9½% a principios de 1995 hasta ligeramente por debajo del 4% a finales de diciembre de 1998. En términos reales, es decir, corrigiendo por el descenso de la inflación, el tipo de interés a largo plazo ha caído alrededor de 3½ puntos porcentuales desde principios de 1995, para situarse alrededor del 3% a finales de 1998. Dentro del área del euro, la desaparición gradual de la prima de riesgo cambiario, la reducción de la prima de riesgo de inflación, la reducción de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo y los progresos realizados hacia la consolidación fiscal son factores que en los

últimos años han contribuido a la disminución de los tipos de interés reales.

Un crecimiento de los precios de consumo de alrededor del 1%

Centrándonos en las tendencias más recientes, los incrementos de los precios medidos por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) han remitido desde alrededor del 1,6% a mediados de 1997 hasta un nivel del 0,9% en noviembre de 1998. Esta evolución se debió principalmente a una tasa menor de aumento de los precios de los bienes, que fue el 0,3%, mientras que el incremento de los precios de los servicios siguió, en general, sin cambios en 1998, a un nivel de alrededor del 2%. Un factor importante que subyace a estos menores incrementos de los precios de los bienes en el pasado reciente ha sido la considerable reducción de los precios de las materias primas, el petróleo y otros bienes a partir de sus valores máximos alcanzados en 1997. Asimismo, el crecimiento de las remuneraciones por empleado siguió moderándose en 1998 y los costes laborales unitarios disminuyeron ligeramente durante los últimos trimestres para los que se dispone de datos.

Fuerte crecimiento del producto en 1998, pero ralentización a lo largo del año

Después de la recuperación de 1997, el crecimiento del PIB real en el área del euro se aceleró en el conjunto de 1998, cada vez más

impulsado por la demanda interna, en vez de por las exportaciones netas. La mayor contribución al crecimiento del PIB en los últimos trimestres ha sido la del consumo privado, mientras que la inversión en capital fijo se ha expandido con menor fuerza. Sin embargo, en un marco de empeoramiento del contexto externo, a lo largo de 1998 aumentó el riesgo de que la expansión en el área del euro no continuase a su ritmo reciente, y el crecimiento del PIB real se ralentizó después de los meses de verano, cayendo desde el 3% en la primera mitad de 1998 al 2,4% en el tercer trimestre, en comparación con el mismo período del año anterior. Esta evolución coincidió con un deterioro de la confianza de la industria, mientras que la confianza de los consumidores se mantuvo a niveles históricamente altos.

La tasa de desempleo se reduce gradualmente a medida que se recupera el empleo

A pesar de la mejora cíclica de la actividad económica, el desempleo en el área del euro en su conjunto se mantiene a un nivel elevado. No obstante, ha disminuido ligeramente en 1998, a raíz de la recuperación del crecimiento del empleo que se inició a principios de 1997. Según Eurostat, la tasa normalizada de desempleo del área del euro descendió hasta el 10,8% en el otoño de 1998, es decir, hasta su nivel más bajo de los últimos cinco años.

El proceso de mejoras en las posiciones fiscales se ha detenido

En comparación con los progresos obtenidos en la consolidación fiscal durante los años anteriores, en 1998 tan sólo se han logrado pequeñas reducciones adicionales de los déficit presupuestarios en el área del euro. La Comisión Europea estima que el porcentaje medio de déficit respecto del PIB en el área del euro, ha disminuido hasta el 2,3% en 1998, desde el 2,5% correspondiente al año anterior. Sin embargo, esta reducción se debió a las favorables influencias cíclicas y a los menores pagos por intereses. Según la Comisión Europea, el ajuste del porcentaje de déficit por dichos efectos cíclicos

muestra que el restante "déficit estructural" del área del euro, en vez de mejorar en 1998, se deterioró, de hecho, ligeramente. Este sería el primer deterioro del porcentaje de déficit ajustado desde 1991, lo cual contrasta con el compromiso contenido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de respetar el objetivo presupuestario a medio plazo consistente en alcanzar unas posiciones fiscales "cercanas al equilibrio o superavitarias". Además, se estima que el déficit primario también ha empeorado en 1998, por primera vez en varios años. Mientras que la participación del gasto público en el PIB parece mostrar una tendencia decreciente, después del valor máximo que alcanzó en 1993, el porcentaje de ingresos públicos del área del euro respecto al PIB disminuyó en 1998 después de haber aumentado durante el período 1995-97. Para el área del euro en su conjunto, los impuestos aumentaron ligeramente en 1998, mientras que se redujeron las cotizaciones sociales.

La Comisión Europea estima que, en media, la deuda pública global del área del euro ha sido del 73,8% del PIB en 1998, lo que supone 1,2 puntos porcentuales menos que en 1997. Los porcentajes de deuda pública del área del euro han venido disminuyendo desde 1996, no sólo por la reducción de los déficit, sino también a causa de los beneficios provenientes de un conjunto de transacciones financieras, entre las que figuran de forma destacada las operaciones de privatización. Sin embargo, las ratios de deuda del área del euro en su conjunto se encuentran todavía considerablemente por encima del nivel de referencia del 60% del PIB, establecido en el Protocolo nº 5 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, lo cual limita considerablemente el margen de maniobra presupuestario de los Estados Miembros. Al mismo tiempo, los porcentajes de déficit siguen siendo demasiado altos para que las ratios de deuda se sitúen en una senda de rápida disminución.

Ligera apreciación de las monedas del área del euro

En relación con el año anterior, las monedas del área del euro experimentaron en 1998 una

apreciación media respecto a las principales divisas de alrededor del 2,1% en términos nominales y del 1,5% en términos reales. Sin embargo, dicha apreciación - que se debió, principalmente, a la debilidad del dólar norteamericano y de la libra esterlina en el segundo y tercer trimestre de 1998 - se produjo en el contexto de la considerable depreciación de 1997, año en el cual, debido a la excepcional fortaleza del dólar norteamericano y la libra esterlina, las monedas del área del euro se depreciaron alrededor de un 9% frente a las monedas de sus socios comerciales. En consecuencia, al inicio de la Tercera Etapa, las monedas del área del euro se encontraban, en términos efectivos, todavía por debajo de sus niveles medios de los últimos años.

El 31 de diciembre 1998, de acuerdo con el artículo 109I (4) del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Consejo de la UE adoptó los tipos de conversión irrevocables del euro (véase cuadro 2), a propuesta de la Comisión Europea y previa consulta al BCE. De conformidad con el marco legal para el uso del euro, el tipo de conversión irrevocable del euro frente a cada una de las monedas participantes será el único tipo que deberá ser utilizado para la conversión, tanto entre el euro y cada moneda nacional (y viceversa), como de las monedas nacionales entre sí. El último tipo de cambio oficial del ECU (y el primero del euro) frente al dólar se fijó el 31 de diciembre 1998 en 1,168 dólares. El euro empezó a cotizar en Australia el 4 de enero 1999 a 1,175 dólares y en Europa a 1,1855 dólares.

La balanza de pagos se vio recientemente afectada por el deterioro de las condiciones económicas mundiales

En los últimos años, tanto la balanza comercial como la balanza por cuenta corriente del área del euro con el resto del mundo experimentaron un superávit creciente (sobre la base de datos provisionales), desde el 2% y 0,5% del PIB, respectivamente, en 1995, al 1,6% y 1,1% del PIB en 1997. Sin embargo, a partir de mediados de 1998, el empeoramiento de la economía mundial a raíz de la crisis asiática tuvo un impacto diferido sobre las cuentas exteriores. El descenso de la demanda exterior provocó una desaceleración del crecimiento de las exportaciones, que sufrieron también las consecuencias desfavorables de la apreciación de la moneda. Al mismo tiempo, mientras que el crecimiento del volumen de importaciones aumentaba, al mantenerse fuerte la demanda interna, los precios de importación bajaron, reflejando la caída de los precios de las materias primas.

Cuadro 2 **Tipos de conversión irrevocables del euro**

		EUR 1 =
Bélgica	BEF	40,3399
Alemania	DEM	1,95583
España	ESP	166,386
Francia	FRF	6,55957
Irlanda	IEP	0,787564
Italia	ITL	1936,27
Luxemburgo	LUF	40,3399
Paises Bajos	NLG	2,20371
Austria	ATS	13,7603
Portugal	PTE	200,482
Finlandia	FIM	5,94573

3 Consideraciones finales

En su conjunto, el área del euro, al ser una de las economías de mayor tamaño del mundo, desempeñará un papel relevante en la configuración de las condiciones macroeconómicas mundiales. Asimismo, estará abierta a sus socios comerciales, aunque la evolución de la economía interna tendrá mucho más peso que los factores externos. Los residentes en el área del euro se beneficiarán indudablemente del mayor crecimiento y del incremento de las oportunidades de empleo que ofrece un mercado interno de grandes dimensiones.

Sin embargo, deberán superarse todavía unos importantes retos, entre los que destaca un elevado nivel de desempleo y la existencia de desequilibrios fiscales, reflejados en los niveles de déficit y de deuda actuales en relación con el PIB. Para hacer frente a estos retos, una economía de gran envergadura, como el área del euro, debe apoyarse necesariamente en el mantenimiento de un conjunto de políticas económicas sólido y sostenible, lo que contribuiría a cimentar una economía mundial estable. Este marco se

caracteriza por unas políticas fiscales que están en línea, por un lado, con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, por el otro, con una reforma estructural de los mercados de trabajo y de bienes como la que está actualmente en curso, y que viene acompañada por una evolución moderada de los salarios. El mantenimiento de este marco de política ayudará a fomentar la competitividad y la rentabilidad en el sector empresarial, lo que impulsará la inversión. Además, contribuirá a sostener y promover el crecimiento del empleo que ha podido observarse recientemente, que, a su vez, favorecerá el consumo privado.

La política monetaria desempeñará su papel mediante la persecución de su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, con lo que las expectativas inflacionistas y las primas de riesgo de los tipos de interés a largo plazo se mantendrán reducidas y esto, en definitiva, contribuirá a crear un entorno favorable al crecimiento de la actividad económica y del empleo en el área del euro.

Evolución económica en el área del euro

I Evolución monetaria y financiera

Decisiones de política monetaria tomadas por el Consejo del Gobierno del BCE

El 22 de diciembre de 1998 el Consejo de Gobierno del BCE anunció los tipos de interés para las primeras operaciones de política monetaria del Eurosistema. El tipo de interés aplicable a la primera operación principal de financiación, que se instrumentó mediante una subasta a tipo fijo y se liquidó el 7 de enero de 1999, se situó en un nivel del 3%. Asimismo, al comienzo de la Tercera Etapa -I de enero de 1999- se fijaron los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y depósito en niveles del 4,5% y del 2%, respectivamente. Sin embargo, de forma transitoria, entre el 4 y el 21 de enero de 1999, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se fijó en el 3,25% y el tipo de la facilidad de depósito en el 2,75%. Por otra parte, en su reunión del 7 de enero de 1999, el Consejo de Gobierno decidió que las

operaciones principales de financiación que se realizaran entre el 13 y el 20 de enero de 1999 se instrumentarían a través de subastas a tipo fijo, a una tasa del 3% -véase gráfico I y "Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema" al final de este boletín-.

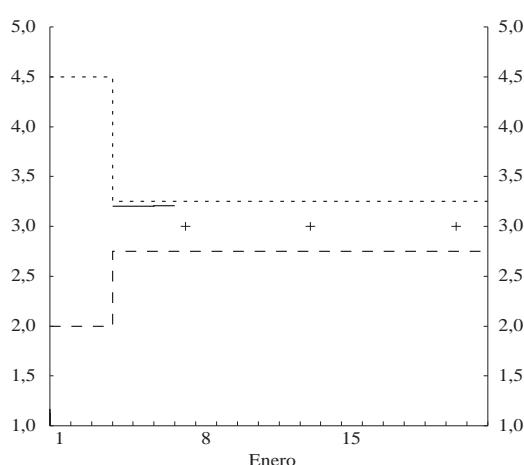
El tipo de interés de la operación principal de financiación, es decir, la subasta semanal, es el tipo de interés principal a través del cual el Eurosistema controla los tipos de interés a corto plazo del mercado, mientras que los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y de depósito representan un corredor para los movimientos del tipo de interés a un día del mercado monetario (véase recuadro I). Las decisiones señaladas, aplicables a las tres primeras operaciones principales de financiación, reflejan la opinión del Consejo de Gobierno, basada en su evaluación de las condiciones económicas, monetarias y financieras en el área del euro, de que un nivel del tipo de intervención del 3% es el adecuado para el mantenimiento de la estabilidad de precios en un horizonte a medio plazo.

Gráfico I

Tipos de interés del BCE y tipo de interés a 1 día

(en porcentaje, datos diarios)

--- Tipo marginal de crédito + Tipo principal financiación
— Tipo de depósito — Tipo a 1 día (EONIA)



Fuente: BCE.

En relación con los tipos de interés aplicables a las facilidades permanentes de crédito y depósito del Eurosistema, el Consejo de Gobierno tuvo que tener en cuenta dos consideraciones. La primera de ellas, que era necesario emitir una señal clara de sus objetivos de política monetaria, por lo que estableció unos tipos de interés para las facilidades permanentes de crédito y de depósito del 4,5% y del 2% para el comienzo de la Tercera Etapa. Este corredor establecido para los tipos de interés a corto plazo, en torno a un nivel del 3%, es asimétrico y más amplio en la parte superior. Además, la determinación de los tipos de las facilidades permanentes de crédito y de depósito era, también, necesaria para asegurar una cierta continuidad de los tipos oficiales establecidos por los bancos centrales nacionales, que eran utilizados como referencia en ciertas legislaciones y contratos de algunos Estados

Miembros. La segunda consideración era que existía la posibilidad de que los participantes en el mercado pudieran necesitar algún tiempo para adaptarse al nuevo entorno de política monetaria. Por ello, el Consejo de Gobierno fijó para el período comprendido entre el 4 y el 21 de enero de 1999 un corredor para las facilidades permanentes de crédito y de depósito relativamente más estrecho, con una amplitud de 50 puntos básicos. De esta forma, el Consejo de Gobierno intentó facilitar la adaptación, durante los primeros días de existencia de la Unión Monetaria, de los participantes en el mercado al nuevo entorno del mercado monetario en el área del euro. Asimismo, el Consejo de Gobierno anunció que la amplitud elegida para el corredor representaba una medida transitoria y excepcional que sólo estaría vigente durante las tres primeras semanas de la Tercera Etapa.

Dadas las muchas novedades asociadas al cambio de entorno de la política monetaria en la Tercera Etapa, el Consejo de Gobierno consideró muy importante, al principio de esta Etapa, moderar la volatilidad de los tipos de interés a través de un corredor estrecho. De esta forma, se limitaban los costes que pudieran generarse en aquellas entidades de crédito que, debido a problemas técnicos o de insuficiente información, hubieran sido incapaces de tomar o prestar fondos en el

mercado interbancario al comienzo de la Tercera Etapa. Sin embargo, un corredor estrecho no es deseable para el más largo plazo, ya que puede entorpecer el funcionamiento eficiente de los mercados monetarios en el área del euro. En efecto, un corredor estrecho puede limitar los incentivos existentes para que las entidades de crédito planifiquen cuidadosamente el cumplimiento del coeficiente de caja y puede complicar la gestión de la liquidez del Eurosistema. Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, el 22 de diciembre de 1998, el Consejo de Gobierno ya anunció que pretendía poner fin a esa medida tras su reunión del 21 de enero de 1999.

El 5 de enero de 1999, el Eurosistema anunció el resultado de su primera operación principal de financiación. Se adjudicó un volumen total de 75,0 mm de euros, que se distribuyeron entre 944 entidades de crédito que acudieron a la subasta. La cantidad asignada en la subasta se decidió en función de las necesidades de liquidez del área del euro en su conjunto y con la intención de proporcionar de forma relativamente rápida la liquidez necesaria para que las entidades de crédito cumplieran el coeficiente de caja durante el primer período de mantenimiento. Asimismo, se tuvo en cuenta la incertidumbre asociada a la puesta en marcha del nuevo sistema.

Recuadro I

El marco operativo de la política monetaria del Eurosistema: una breve introducción

Para alcanzar sus objetivos de política monetaria, el Eurosistema realiza operaciones de mercado abierto, ofrece unas facilidades permanentes y exige a las entidades de crédito mantener unas reservas mínimas en cuentas de los bancos centrales nacionales. Las operaciones de mercado abierto desempeñan un papel importante en la política monetaria del Eurosistema y tienen como objetivos el control de los tipos de interés, la gestión de la situación de liquidez en el mercado monetario y la señalización de la orientación de la política monetaria. Las facilidades permanentes tienen como objetivo inyectar y absorber liquidez a un día y proporcionar una señal acerca de las intenciones de política monetaria en el medio plazo. El coeficiente de caja se orienta, principalmente, a estabilizar los tipos de interés del mercado monetario y a crear (o aumentar) el déficit de liquidez estructural.

Entre las operaciones de mercado abierto, las "operaciones principales de financiación", que consisten en una subasta semanal con vencimiento a dos semanas, desempeñan un papel fundamental en el marco de política monetaria del Eurosistema. En efecto, estas operaciones constituyen el principal medio que el Eurosistema emplea para controlar los movimientos en los tipos de interés de mercado a corto plazo y financiar al sistema bancario.

Además, el Eurosistema realiza también regularmente "operaciones de financiación a más largo plazo". Estas son operaciones de subasta mensuales que tienen un vencimiento de tres meses. En comparación con la subasta semanal, en la subasta mensual el Eurosistema, por regla general, no pretende enviar señales al mercado. Otros tipos de operaciones de mercado abierto que el Eurosistema podría realizar, cuando considerara necesario, son las operaciones de ajuste, que están orientadas, en particular, a suavizar los efectos de fluctuaciones inesperadas de la liquidez en el mercado. Además, el Eurosistema tiene la posibilidad de utilizar operaciones de mercado abierto (como la emisión de certificados de deuda del BCE) para ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero. Sin embargo, desde el comienzo de la Tercera Etapa, el BCE no ha visto la necesidad de realizar estas operaciones "estructurales".

Mientras que las operaciones de mercado abierto se realizan a iniciativa del Eurosistema, en el caso de las facilidades permanentes la iniciativa es de las entidades de crédito que son contrapartidas del Eurosistema. Las entidades de contrapartida tienen acceso a dos facilidades permanentes del Eurosistema: la facilidad marginal de crédito les permite obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales y la facilidad de depósito les permite realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales. En circunstancias normales no hay límite para acceder a estas facilidades permanentes (con la excepción del acceso a la facilidad marginal de crédito, que, como para el resto de operaciones de crédito del Eurosistema, tiene que estar suficientemente respaldada por activos de garantía). En consecuencia, las fluctuaciones en los tipos de interés a un día del mercado están limitadas por el pasillo que forman los tipos de interés que se establecen en estas facilidades permanentes.

Además, cada entidad de crédito localizada en el área del euro está sujeta al coeficiente de caja. Esta exigencia se determina aplicando un porcentaje a los pasivos seleccionados dentro del balance de las entidades de crédito. El nivel del coeficiente de caja se estableció en el 2% al comienzo de la Tercera Etapa. Una entidad de crédito cumple con sus obligaciones en el coeficiente de caja del Eurosistema si sus tenencias de activos de caja medios diarios, calculadas sobre el período de mantenimiento, que, normalmente, transcurre desde el 24 de cada mes al día 23 del siguiente mes, son, al menos, iguales a los activos de caja exigidos. Las tenencias de activos de caja se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. El sistema de cumplimiento del coeficiente de caja sobre un período mayor que un día -como el período de un mes, en el caso del coeficiente de caja del Eurosistema- se conoce como mecanismo de promediación. Como el mecanismo de promediación proporciona flexibilidad para que el sistema bancario gestione su liquidez, las entidades de crédito serán capaces de acomodar los cambios en el día a día en la provisión de liquidez y aprovechar las posibilidades de arbitraje a corto plazo en el mercado monetario. De esta manera, puede esperarse que el mecanismo de promediación contribuya a estabilizar el tipo de interés a un día a lo largo del período de mantenimiento.

Finalmente, por lo que se refiere al comienzo de las operaciones del Eurosistema, las entidades de crédito han podido acceder a las facilidades permanentes desde el 4 de enero de 1999, primer día hábil de la Tercera Etapa. La primera subasta semanal se liquidó el día 7 de enero de 1999 y la fecha de liquidación de la primera subasta mensual fue el 14 de enero de 1999. Con el fin de facilitar la transición al marco de política monetaria del Eurosistema, los bancos centrales nacionales participantes acordaron permitir que las operaciones de mercado abierto que habían realizado al final de la Segunda Etapa vencieran gradualmente a lo largo de la primera mitad de enero de 1999. Además, como una medida transitoria para el coeficiente de caja del Eurosistema, el primer período de mantenimiento abarcará desde el 1 de enero de 1999 hasta el 23 de febrero de 1999.

Una descripción detallada del marco de política monetaria del Eurosistema se presenta en el informe del BCE titulado "La política monetaria única en la Tercera Etapa: documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC" (septiembre de 1998).

Crecimiento monetario compatible con la estabilidad de precios

La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad asigna un papel destacado al dinero, dada la naturaleza esencialmente monetaria de la inflación desde una perspectiva a medio y largo plazo (véase el artículo "La estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad del Eurosistema" en este boletín). El 1 de diciembre de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE decidió establecer el primer valor de referencia para el crecimiento anual de un agregado monetario amplio del área del euro, M3, en el 4½%. En este sentido, la evolución monetaria será evaluada a través de las desviaciones de la media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3 en relación con el valor de referencia. Con ello, se intenta prevenir que movimientos erráticos en los datos mensuales distorsionen la información. Asimismo, se prestará atención a la evolución de otras definiciones más estrechas de dinero (M1 y M2) y a las contrapartidas de M3, especialmente al crédito al sector privado (véase la información contenida en el recuadro 2 sobre las definiciones de los agregados monetarios del área del euro).

Los datos disponibles muestran que, durante los dos últimos años, el crecimiento de M3 se situó en un intervalo comprendido entre el 3,5% y el 5,0%. Esta pauta de evolución fue, en general, compatible con la estabilidad de precios y con un crecimiento económico sostenido en el área del euro. Por otra parte, durante ese período, el crecimiento del agregado monetario estrecho M1 fue significativamente más alto que el correspondiente a M3 (véase gráfico 2), lo que vino explicado por el alto crecimiento de los depósitos a la vista. A lo largo de 1998, los desplazamientos que tuvieron lugar hacia este componente de M1 se debieron, fundamentalmente, a la disminución de los tipos de interés en el área del euro, lo que redujo el coste de oportunidad de mantener este tipo de depósitos. Por otra parte, el aumento de la demanda de estos depósitos se

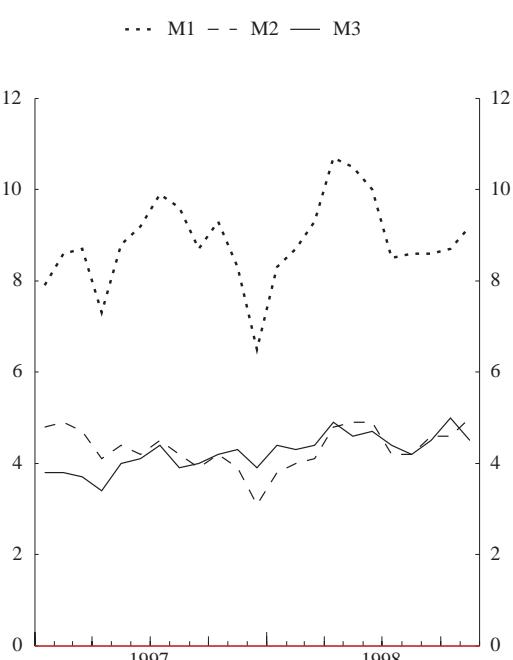
vio favorecido por la caída de las tasas de inflación en varios países, así como por las expectativas de creación de la Unión Monetaria y de estabilidad de la moneda única. Asimismo, en algunos países, los depósitos a la vista pueden haber canalizado, de forma transitoria, algunos flujos financieros dentro del proceso de reestructuración de carteras que condujo a significativos desplazamientos hacia fondos de inversión y activos de renta variable durante 1998. Por lo tanto, el fuerte crecimiento del agregado monetario estrecho, aparte de reflejar el ritmo de crecimiento económico, ha estado relacionado, fundamentalmente, con los ajustes a la baja de las tasas de inflación en algunos países del área del euro y las reestructuraciones de cartera que se han llevado a cabo, lo que no apunta a riesgos inflacionistas.

Analizando la evolución monetaria más reciente, los datos disponibles para noviembre de 1998 muestran que M3 creció a una tasa anual del 4,5%, lo que supone una

Gráfico 2

Agregados monetarios en el área del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

Recuadro 2

Definiciones de agregados monetarios para el área del euro

A lo largo de la Segunda Etapa de la Unión Económica y Monetaria (UME), los bancos centrales nacionales, el Instituto Monetario Europeo (IME) y, después, el BCE, han dedicado un considerable esfuerzo a desarrollar estadísticas monetarias armonizadas para el área del euro. De esta forma, se ha compilado un balance consolidado del sector de instituciones financieras monetarias (sector de IFMs) sobre cuya base se calcularán los agregados monetarios para el área del euro. El sector de IFMs comprende aquellas instituciones cuyos pasivos tienen una naturaleza monetaria: incluye los bancos centrales nacionales, el BCE, las entidades de crédito y otras instituciones financieras, principalmente, fondos de inversión del mercado monetario (FMMs). Las IFMs residentes en el área del euro se definen, en conjunto, como el sector "emisor de dinero" en el área del euro.

Para definir los agregados monetarios, el sector "tenedor de dinero" comprende todos los residentes del área del euro distintos de las IFMs, excluyendo a la Administración Central. Este sector incluye, principalmente, las familias, empresas no financieras, empresas de seguro, fondos de pensiones y otros agentes que no son IFMs localizados en el área del euro, así como Administraciones Territoriales y de Seguridad Social en el área del euro. Las Administraciones Centrales se consideran un sector "neutral", con una excepción: los pasivos de la Administración Central en forma de depósitos que tienen un carácter monetario (cuentas en oficinas postales, cuentas de ahorro nacional y cuentas del Tesoro) se incluyen en la definición de agregados monetarios del Eurosistema.

Diferentes tipos de pasivos de las IFMs se incluyen en los agregados monetarios para el área del euro. El efectivo y los depósitos a la vista son los instrumentos más líquidos y forman una definición estrecha de dinero, a la que se conoce como M1. Añadiendo a M1 otros depósitos a corto plazo (en concreto, los depósitos a plazo inferior a dos años y los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses), se obtiene el agregado monetario M2. Finalmente, el agregado monetario amplio M3 se obtiene sumando a M2 ciertos pasivos negociables del sector de IFMs (cesiones temporales, participaciones en fondos de inversión del mercado monetario y otros pasivos líquidos, junto con valores de renta fija emitidos con un plazo original inferior a dos años).

En términos cuantitativos, M1 representaba en torno al 39% de M3 en noviembre de 1998, mientras que la participación del efectivo era el 7% y la de los depósitos a la vista el 32%. Los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses y los depósitos a plazo inferior a dos años suponían en torno al 27% y el 20%, respectivamente; así, el agregado M2 constituía el 86% de M3. La proporción de los valores negociables era el 14% restante (las participaciones en fondos de inversión del mercado monetario y los otros pasivos líquidos representaban el 7%, las cesiones temporales el 5% y los valores de renta fija emitidos con un plazo original inferior a dos años el 2%).

Los datos del balance consolidado del sector de IFMs y los agregados monetarios para el área del euro (que cubren los 11 países del área del euro) han sido recogidos desde septiembre de 1997. Esto ha hecho posible obtener tasas interanuales de crecimiento para todas las partidas del balance desde septiembre de 1998 en adelante. Sin embargo, para los agregados monetarios se han estimado series más largas. Las estadísticas sobre los flujos mensuales que representan transacciones financieras efectivas no están disponibles todavía; en consecuencia, las tasas de crecimiento se calculan sobre la base de las estadísticas de saldos. Este método de cálculo puede verse distorsionado por la influencia de ciertos factores, como la variación de los precios de mercado (para valores incluidos en M3 para los que existe un mercado secundario), los movimientos del tipo de cambio y las reclasificaciones. Además, los datos están, en alguna medida, basados todavía en estimaciones, ya que los cambios en los sistemas de información de los países individuales del área del euro todavía no han sido completados. Sin embargo, en este momento estos datos representan la fuente de información monetaria más exhaustiva y fiable del área del euro. Pese a esto, habrá que tener cierta cautela cuando se evalúen las estadísticas monetarias desde el punto de vista de política monetaria.

Los aspectos conceptuales y empíricos de los agregados monetarios del área del euro se discutirán con más detalle en un artículo que aparecerá en el Boletín Mensual de febrero de 1999.

disminución de 0,5 puntos porcentuales respecto a la tasa de crecimiento interanual registrada en el mes anterior. La media móvil de tres meses del crecimiento interanual de M3 (en el período septiembre-noviembre de 1998) se situó en torno al 4,7%, un nivel muy cercano al valor de referencia establecido por el Consejo de Gobierno del BCE. Por su parte, el crecimiento anual de M1 aumentó desde un nivel del 8,7% en octubre de 1998 hasta el 9,2% en noviembre. A su vez, M2 experimentó una aceleración que situó, en noviembre de 1998, su crecimiento interanual en el 5,0%, frente al 4,6% registrado en octubre de 1998.

La disminución en la tasa de crecimiento de M3 entre octubre y noviembre de 1998 refleja, principalmente, un crecimiento más lento de los valores negociables incluidos en M3. En particular, la demanda de cesiones temporales disminuyó sustancialmente y la de valores de renta fija con vencimiento hasta dos años se desaceleró. En noviembre, la evolución de la demanda de estos instrumentos contrarrestó los movimientos observados en octubre. Estos movimientos se deben evaluar teniendo en cuenta el marco de volatilidad excepcionalmente alta en los mercados financieros que tuvo lugar en octubre y su corrección gradual en noviembre hacia niveles de volatilidad más normales.

En noviembre, los depósitos a la vista crecieron a una tasa anual del 11,5% frente al 10,7% registrado en octubre. Por su parte, los depósitos con preaviso de hasta tres meses crecieron a una tasa anual del 6,3%, mientras que los depósitos a plazo de hasta dos años lo hicieron al 3,8% en términos interanuales.

Las contrapartidas de M3 apoyan el análisis monetario

En el contexto de la estrategia de política monetaria del Eurosistema, el análisis de las denominadas contrapartidas de M3 en el balance consolidado del sector de IFMs ayuda a obtener un mejor conocimiento de las condiciones monetarias. Estas contrapartidas

forman parte del conjunto amplio de variables que son analizadas y evaluadas por sus propiedades como indicadores adelantados de la evolución de los precios.

Por el lado del activo del balance, el crédito al sector privado (definido como la suma de los créditos de las IFMs al sector privado y las tenencias de valores de renta fija emitidos por los residentes del área del euro, excluyendo a las Administraciones Públicas) ha mantenido, durante los últimos meses, un ritmo de crecimiento superior al registrado por M3. En términos anuales, el crédito al sector privado registró una tasa de crecimiento del 8,8% en octubre y del 9,2% en noviembre. Según la información recogida en los balances de las IFMs, el crecimiento interanual del saldo vivo de préstamos a familias y empresas no financieras (que representan el 91% del total del crédito concedido por las IFMs al sector privado) fue del 8,5% en noviembre, frente al 8,2% registrado en octubre de 1998. A su vez, el crédito concedido por IFMs al sector privado a través de compras de valores creció en noviembre a una tasa interanual relativamente alta (16,2%), si bien esta tasa no debe ser sobrevalorada, ya que esta modalidad de crédito representa menos del 10% del total del crédito concedido por las IFMs al sector privado. El fuerte ritmo de crecimiento de la financiación concedida por las IFMs al sector privado está, probablemente, relacionado con la expansión económica experimentada por los países del área del euro en 1998 y con las favorables condiciones de financiación para las empresas no financieras y las familias, generadas por el bajo nivel de los tipos de interés del crédito bancario (véase cuadro 2.8 en el apartado "Estadísticas del área del euro").

Por el contrario, en noviembre de 1998, el crédito de las IFMs a las Administraciones Públicas registró una pauta de crecimiento muy lenta. Así, los préstamos a las Administraciones Públicas disminuyeron a una tasa interanual del 1,5% y las tenencias de valores de renta fija emitidos por estas Administraciones en poder de las IFMs crecieron al 3,8%.

Respecto a la evolución del pasivo del balance de las IFMs, los pasivos financieros a más largo plazo (depósitos y valores de renta fija emitidos a más largo plazo y capital y reservas de las IFMs) son instrumentos financieros que se encuentran fuera de la definición del agregado monetario amplio. En determinadas circunstancias, estos pasivos pueden constituir una alternativa de inversión a los instrumentos incluidos en M3. En noviembre de 1998, los pasivos financieros a más largo plazo de las IFMs representaban un 30% del total de los pasivos de estas instituciones (téngase en cuenta que los componentes de M3 suponían alrededor del 41% del total de pasivos de las IFMs) y crecieron a una tasa interanual cercana al 3%, ligeramente inferior a la registrada en octubre de 1998 del 3,4%. El crecimiento observado de este componente ha estado influido, probablemente, por la disminución del diferencial entre los tipos de interés a largo y corto plazo en los últimos meses (véase recuadro 4).

La posición neta frente al exterior de las IFMs en el área del euro tendió a deteriorarse en 1998. El crecimiento interanual de los pasivos frente al exterior alcanzó un nivel del 14,9% en noviembre frente a una tasa de crecimiento de los activos frente al exterior del 4,6% en el mismo período.

Los tipos de interés del mercado monetario registran una tendencia a la baja en los últimos meses

El nivel medio de los tipos de interés a tres meses del área del euro se situó ligeramente por encima del 4% en mayo de 1998, momento en el que se seleccionaron los países del área del euro, disminuyendo gradualmente a lo largo del año. Esta disminución se debió, en gran medida, al proceso de convergencia de los tipos de interés que se produjo en el área del euro en 1998. A principios de 1998 existían diferenciales de interés a corto plazo significativos entre los países del área del euro, si bien estos se estrecharon a lo largo del tiempo, debido a la reducción de los tipos de interés de intervención de los bancos centrales de los países que mantenían, en términos relativos, tipos de interés a corto plazo más altos. Esto originó un proceso de convergencia de los niveles de tipos de interés hacia los existentes en los países del área del euro con tipos más bajos. De esta forma, el tipo de interés medio a tres meses en los países del área del euro se situó, a finales de noviembre de 1998, en el 3,6%.

Tras la decisión adoptada por todos los bancos centrales nacionales de los once Estados Miembros que iban a incorporarse al área del euro al comienzo de la Tercera Etapa de reducir de forma coordinada sus tipos oficiales de intervención al 3% (con la para

Recuadro 3

La transición al euro

Los mercados financieros y los sistemas de pagos y de liquidación abrieron la mañana del 31 de diciembre de 1998 con poca liquidez y escasas transacciones, como se esperaba, mientras que todas las bolsas del área del euro permanecieron cerradas. Al comienzo de la tarde, después de que el Consejo de la Unión Europea adoptó los tipos de conversión irrevocables del euro frente a las monedas participantes, las actividades de redenominación de los sectores financieros público y privado comenzaron. Durante los tres días y medio siguientes (conocidos como el "fin de semana de la redenominación"), el grueso de la deuda pública de los Estados Miembros participantes se redenominó en euros, las bases de datos que contenían miles de millones de registros electrónicos se convirtieron de las monedas nacionales al euro, y los sistemas y procedimientos se adaptaron al funcionamiento en una nueva moneda. Las actividades de conversión concluyeron prácticamente en la tarde del 3 de enero de 1999. El mercado financiero y de divisas mundial abrió en euros en Sidney a las 18 horas CET. del 3 de enero, mientras que todos los segmentos de los mercados financieros del área del euro abrieron en euros el 4 de enero. El sistema TARGET cerró a las 19,30 horas del cuatro de enero, después de que la comunidad financiera en el área del euro hubiera operado

en la nueva moneda durante todo el día. Esto permitió al Eurosistema anunciar su primera operación principal de financiación en un entorno completamente operativo en la nueva moneda el mismo día. Solo habían pasado cinco días entre la apertura de los mercados en monedas nacionales el 31 de diciembre de 1998 y el cierre de la negociación en euros el 4 de enero de 1999.

El fin de semana de la redenominación transcurrió con normalidad, sin serios incidentes que afectaran a la introducción de la nueva moneda, gracias al compromiso y el esfuerzo de un gran número de instituciones. Algunas fuentes de los medios de comunicación informaron que en torno a cincuenta mil personas estuvieron directamente implicadas en la redenominación durante el fin de semana -no solo en el área del euro, sino también en otros grandes centros financieros.

Dentro del Eurosistema los preparativos habían sido diseñados durante algún tiempo. El primer plan de acción para el fin de semana de redenominación había sido ya aprobado por el Consejo del Instituto Monetario Europeo en marzo de 1998. Después del establecimiento del BCE, el Consejo de Gobierno del BCE examinó informes sobre la redenominación en cuatro de sus reuniones. Durante el fin de semana de la redenominación varios miles de empleados estuvieron trabajando, o de guardia, en el BCE y en los bancos centrales nacionales.

El Eurosistema desempeñó un papel fundamental. Ayudó a calcular, promulgar y publicar los tipos de conversión irrevocables del euro frente a las monedas participantes; coordinó la transición ordenada a la nueva moneda en el BCE y en los bancos centrales nacionales; realizó las pruebas finales, cuando fueron necesarias, de la nueva infraestructura; introdujo la nueva infraestructura para la liquidación de pagos y valores, incluyendo TARGET; emitió recomendaciones a las entidades de crédito y a los sistemas de liquidación de valores; y participó en grupos de trabajo y de comprobación a nivel local, junto con representantes de la comunidad bancaria. El Eurosistema también identificó varios sistemas y agentes -definidos como "la infraestructura principal"- con los que creó unos vínculos ad hoc para el intercambio de información durante el fin de semana de redenominación; estos incluían sistemas de pagos, sistemas de liquidación de valores, bolsas, custodios globales y servicios de información financiera. Un "Comité de Fin de Semana de Redenominación" y una red de "puntos centrales de comunicación" se crearon para reunir y compartir información. Se estableció un mecanismo para seguir los 240 pasos relevantes en el proceso de conversión que podrían afectar a la introducción adecuada del euro y al funcionamiento del sistema monetario. Se estableció contacto con los bancos centrales de los países no participantes, de los países del G-10 y de otras naciones, con la Comisión Europea y con una red paralela de instituciones organizada por el Comité de Supervisión Bancaria. Los órganos de decisión del BCE permanecieron preparados para participar en reuniones extraordinarias mediante teleconferencia si fuera necesario. Se intercambió información continuamente, tanto antes como durante el fin de semana; en particular, el estado de situación de las actividades de conversión se discutió en tres teleconferencias antes del fin de semana y en ocho teleconferencias durante el fin de semana entre los puntos de comunicación central del BCE y los bancos centrales nacionales.

La principal preocupación del Eurosistema era evitar una ruptura en la transición al euro -en el BCE, en cualquier banco central nacional o dentro de cualquiera de los sistemas antes mencionados como infraestructura principal- que obstaculizara el funcionamiento del sistema monetario, perpetuara la anterior segmentación de los mercados monetarios o enfrentara a las autoridades monetarias con riesgos para la estabilidad financiera al comienzo de la Unión Monetaria.

La conversión de las monedas nacionales al euro durante el fin de semana de redenominación constituyó una formidable empresa. Exigió un esfuerzo de coordinación única del Eurosistema, así como de la comunidad bancaria y financiera del área del euro y de otras zonas. Fue una prueba de la capacidad de la industria financiera europea para trabajar bajo una extrema presión. El resultado satisfactorio del proceso de redenominación es un signo de la calidad del trabajo preparatorio realizado en los dos últimos años por la comunidad bancaria y por otros agentes del mercado financiero del área del euro.

excepción de un banco central que, inicialmente, solo redujo su tipo oficial al 3,5%, para, posteriormente, el 23 de diciembre de 1998, reducirlo hasta el 3%), se registró una disminución significativa del nivel medio de los tipos de interés a tres meses en el área del euro. Como explicó el BCE en su momento, esta reducción conjunta de los tipos de interés debía entenderse como una decisión de facto sobre el nivel inicial del tipo de interés del BCE. A finales de diciembre de 1998, el nivel del tipo de interés a tres meses en el área del euro se situó en el 3,25%, 35 puntos básicos por debajo del nivel observado a finales de noviembre de 1998 y alrededor de 80 puntos básicos por debajo del nivel registrado en mayo de 1998 (véase gráfico 3).

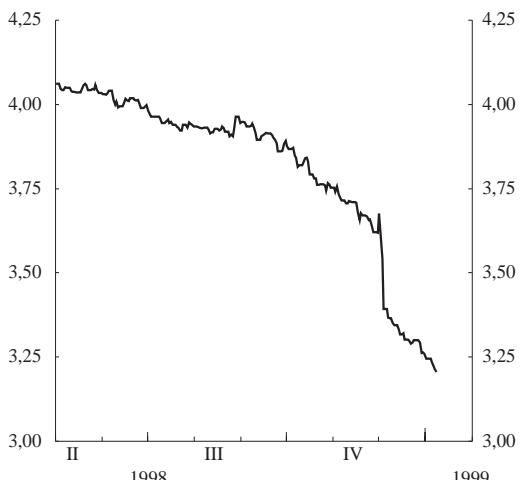
En la primera semana de enero de 1999, las condiciones generales existentes en el mercado monetario del área del euro se mantuvieron estables. Los tipos de interés a uno y tres meses se situaron en niveles cercanos al 3,2%. El tipo de interés a un día, medido a través del índice EONIA ("índice medio del tipo del euro a un día", es decir, la media ponderada de los tipos de interés a un día de los depósitos interbancarios, proporcionados por una muestra de los principales bancos del área del euro) se situó, también, en niveles cercanos al 3,2% entre el 4 y el 7 de enero de 1999.

La introducción del euro y el funcionamiento inicial del sistema de pagos del SEBC (TARGET) y del mercado monetario del área del euro fueron, en general, satisfactorios (véase recuadro 3), aunque no se pudieron evitar algunos problemas menores de naturaleza técnica. Los diferenciales de tipos de interés a corto plazo entre los países del área del euro se redujeron rápidamente. Este movimiento parece indicar que las entidades de crédito del área se están adaptando rápidamente al nuevo marco, participando en operaciones transfronterizas para hacer uso de las posibilidades de arbitraje existentes en el mercado monetario único. Al mismo tiempo, en los primeros días de existencia de la Unión Monetaria, se observó un recurso relativamente intenso de las entidades de

Gráfico 3

Tipo de interés a corto plazo en el área del euro

(en porcentaje, datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: Media para el área del euro de los tipos de interés interbancarios a tres meses hasta el 29 de diciembre de 1998; Euribor a tres meses desde el 30 de diciembre en adelante.

crédito al Eurosistema a través de las facilidades permanentes, tanto de crédito como de depósito. El recurso a la facilidad permanente de crédito debe relacionarse con el hecho de que el diferencial entre el tipo de esta facilidad de crédito y el tipo a un día del mercado fue relativamente pequeño durante aquellos primeros días, lo que supuso un coste de oportunidad de estas operaciones muy bajo. Por su parte, el significativo recurso a la facilidad de depósito indica que, al comienzo de la Tercera Etapa, no todos los bancos prestaron su exceso de liquidez en el mercado monetario. La ampliación prevista del pasillo que forman los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y depósito del Eurosistema creará mayores incentivos a que todas las entidades de crédito participen en el mercado monetario.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo se sitúan a niveles históricamente bajos

A finales de diciembre de 1998, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo se

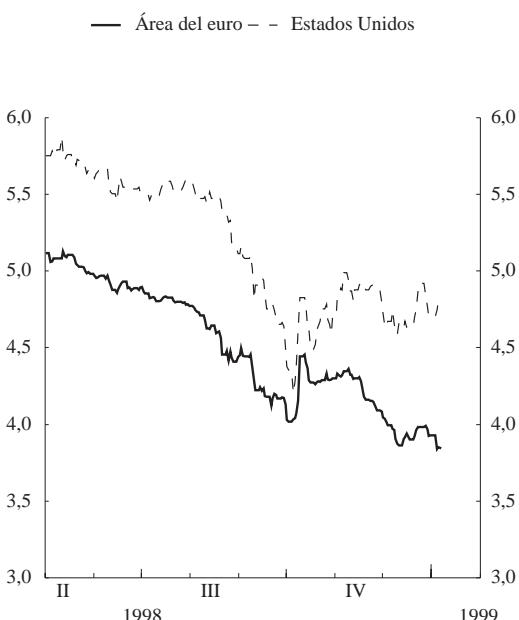
situaron, en el área del euro, a niveles históricamente bajos, inferiores al 4% (véase gráfico 4). Estos niveles suponen una disminución significativa, de alrededor de 150 puntos básicos, respecto a los registrados a finales de 1997. Esta evolución puede interpretarse como una prolongación de la tendencia a la disminución de los tipos de interés a largo plazo, en el área del euro, que se ha observado de forma clara desde principios de 1995. Esta satisfactoria evolución de los mercados de deuda en el área del euro es un reflejo de la reducción gradual de las tasas de inflación en el área en el período considerado, y de la correspondiente revisión a la baja de las expectativas de inflación a largo plazo. Asimismo, esta evolución recoge los esfuerzos de consolidación fiscal realizados en el área del euro en preparación de la transición hacia la Tercera Etapa y la gradual desaparición de las primas de riesgo cambiario.

En 1998, el proceso de reducción de los rendimientos de los bonos y obligaciones se intensificó, en un marco de turbulencias excepcionales en los mercados financieros internacionales. En efecto, el contexto financiero internacional se vio afectado por la existencia de desplazamientos financieros desde las economías emergentes hacia los mercados de capitales de los países industrializados, así como por una revisión de la percepción del riesgo por parte de los inversores. Esta revisión originó un desplazamiento en la demanda de activos financieros hacia aquéllos considerados como más seguros por los inversores. Así, en los mercados financieros internacionales se produjeron desplazamientos desde los

Gráfico 4

Tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en el área del euro y Estados Unidos

(en porcentaje, datos diarios)



Fuente: BCE y Banco de Pagos Internacionales.

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

mercados de renta variable a los mercados de renta fija de los países industrializados. Estos movimientos supusieron, en otoño de 1998, un aumento de la volatilidad en los mercados de renta fija y variable y en los mercados cambiarios. Posteriormente, cuando la volatilidad volvió a sus niveles normales, los rendimientos de la deuda del Estado a largo plazo en el área del euro mantuvieron su trayectoria descendente. Esto último indica que la búsqueda de activos más seguros no fue la única razón del descenso de los

Recuadro 4

La evolución de la curva de rendimientos desde julio de 1998

La curva de rendimientos puede, bajo ciertas hipótesis, reflejar las expectativas de los participantes en el mercado sobre los tipos de interés a corto plazo en el futuro. Al mismo tiempo, puede proporcionar información útil sobre las expectativas de los agentes sobre la inflación futura y sobre el ritmo de actividad económica. A continuación, se realiza un análisis de la curva de rendimientos, estimada a través de los tipos de interés de la parte a tipo fijo de los contratos de swaps de tipos de interés. Un swap de tipos de interés es un acuerdo por el que se intercambia un flujo de pagos a tipo fijo por otro a tipo variable.

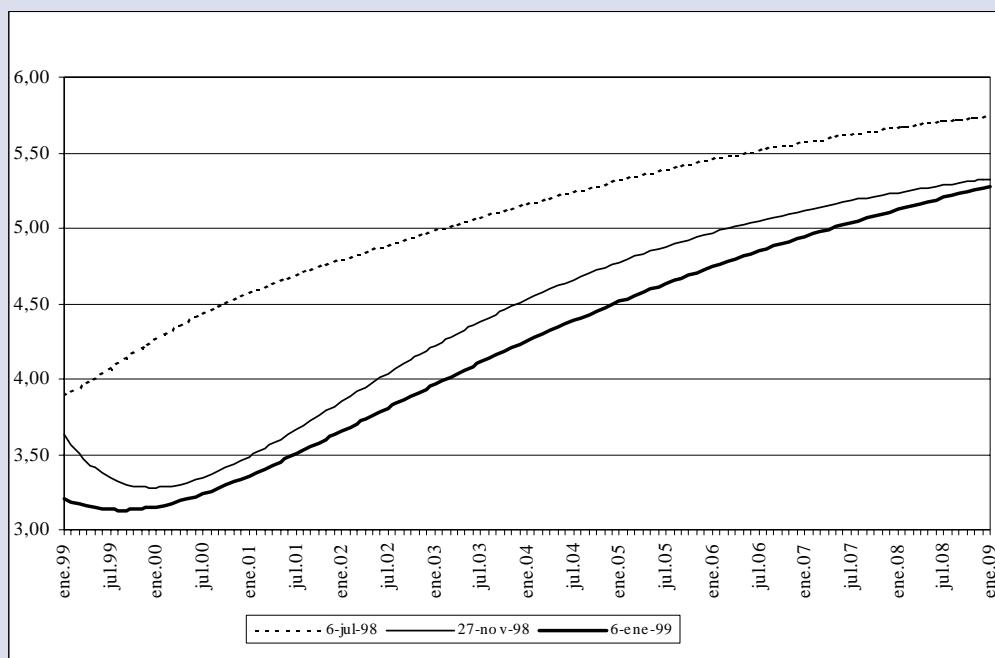
La posición y la pendiente de la curva de rendimientos swap del área del euro han variado significativamente a lo largo de los seis últimos meses. En efecto, la disminución de los tipos de interés a corto y largo plazo ha originado un desplazamiento hacia abajo de la curva, a la vez que se producía un ligero aplanamiento de la misma, debido a que aquellas disminuciones afectaron en mayor medida a los vencimientos más largos que a los vencimientos a muy corto plazo. Estos movimientos originaron un pequeño estrechamiento del diferencial entre el rendimiento swap a 10 años y el tipo de interés a 3 meses del mercado monetario. Aunque los desplazamientos en las carteras hacia activos con un grado de riesgo menor, como consecuencia de las turbulencias en los mercados internacionales, puede haber desempeñado, en algún momento, un papel significativo en los descensos de tipos de interés a largo plazo, el aplanamiento de la curva de rendimientos podría estar indicando una reducción de las perspectivas de inflación en el área del euro.

El gráfico que se muestra más abajo muestra cómo han variado los tipos implícitos a un día que se derivan de la curva de rendimientos durante los últimos seis meses. Como se puede observar, haciendo abstracción de consideraciones sobre la prima de riesgo a los diferentes vencimientos, a principios de julio de 1988, los mercados financieros esperaban que los niveles de los tipos de interés a un día se situaran ligeramente por debajo del 4% a principios de 1999 y que se incrementaran gradualmente a partir de entonces. En enero de 1999, los tipos implícitos a un día a distintos horizontes manifiestan un cambio de las expectativas, que, en parte, refleja la convergencia de tipos de interés a corto plazo dentro del área del euro hacia los niveles existentes en los países que previamente habían registrado tipos de interés más bajos.

A principios de enero de 1999, los participantes en el mercado esperaban una ligera reducción de los tipos a un día en los meses siguientes. Posteriormente, estas expectativas se revisan al alza. Un comportamiento similar pudo observarse en los mercados de futuros. En efecto, en las mismas fechas, los futuros sobre tipos de interés a tres meses del euro con vencimientos a mediados de marzo y a mediados de junio de 1999 se situaron ligeramente por debajo de los tipos a tres meses observados en el mercado al contado.

Tipos de interés forward implícitos a un día en el área del euro

(en porcentaje)



Fuente: estimación del BCE utilizando el método descrito en el artículo titulado "Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-94" by L.E.O. Svensson (1994), IMF WP/94/114, Washington DC. Los datos utilizados en la estimación se derivan de contratos swap.

rendimientos de los bonos y que factores de carácter interno, tales como la reducción de la tasa de inflación y de los riesgos para la estabilidad de precios, desempeñaron un papel destacado en dicho proceso.

Las reducciones coordinadas de los tipos de interés de los bancos centrales del área del euro, que tuvieron lugar el 3 de diciembre de 1998, se tradujeron inmediatamente en una disminución adicional de los rendimientos de los bonos y obligaciones, a la vez que los diferenciales de interés a diez años frente a Estados Unidos se redujeron ligeramente. A lo largo del mes de diciembre, los tipos de interés de las obligaciones a diez años en el área del euro se redujeron alrededor de 20 puntos básicos, a pesar de un repunte transitorio relacionado con el significativo aumento de los rendimientos de los bonos japoneses, observándose reducciones adicionales a principios del mes de enero. La evolución descrita de los rendimientos de los bonos y obligaciones en el área del euro coexistió con un ligero aumento de los mismos en Estados Unidos y una significativa subida de más de 70 puntos básicos en los rendimientos de los bonos japoneses entre el 3 de diciembre de 1998 y el 7 de enero de 1999. Los movimientos anteriores junto con el desplazamiento a la baja que registró la curva de rendimientos del área del euro (véase recuadro 4), que se produjo al reducirse los tipos de intervención de los bancos centrales y al anunciararse el corredor de los tipos de interés de las facilidades permanentes, indican que la política monetaria única ya ha conseguido un alto grado de credibilidad en los mercados financieros.

Intensificación de la volatilidad de los mercados de renta variable

En los últimos meses, los precios de la renta variable en el área del euro se han visto afectados significativamente por las turbulencias acaecidas en los mercados financieros internacionales. El índice Dow Jones EURO STOXX mostró una significativa caída, cercana al 35%, a principios de octubre respecto al

nivel alcanzado a mediados de julio de 1998 y, posteriormente, registró una subida superior al 35% hasta finales de 1998. La fortaleza de los mercados de renta variable del área del euro durante la primera parte de 1998 hizo que, a finales de diciembre, el índice se situara un 30% por encima de los niveles observados a finales de 1997. A principios de enero, los precios de las acciones en el área del euro siguieron mostrando aumentos.

La alta volatilidad experimentada recientemente por los mercados de renta variable en el área del euro, que también se manifestó en los mercados de Estados Unidos y Japón (véase gráfico 5), reflejó, probablemente, dos factores fundamentales. Primero, la preocupación por la situación económica existente en Rusia, Asia y Latinoamérica, que condujo a una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento económico global. Esta situación pudo producir una revisión a la baja de las expectativas sobre la evolución de las exportaciones y sobre los beneficios empresariales. Un segundo factor fue un aumento de la incertidumbre, que hizo

Gráfico 5

Índices bursátiles en el área del euro, Estados Unidos y Japón

(1 Mayo 1998=100; datos diarios)



Fuente: Reuters para el área del euro; Banco de Pagos Internacionales para Estados Unidos y Japón.

Nota: Índice amplio DOW JONES EURO STOXX para el área del euro, Standard and Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

que la volatilidad de los mercados de renta variable alcanzara unos niveles excepcionalmente altos. Este hecho está relacionado, probablemente, con la revisión de los riesgos inherentes a la inversión en los mercados de renta variable por parte de los participantes en el mercado. Sin embargo, cuando los mercados han podido considerar que su percepción de la situación económica global era demasiado pesimista, los mercados de renta variable del área del euro se recuperaron. Esta recuperación estuvo, también, ligada a la mejora registrada por los mercados en Estados Unidos. Pese a todo, la volatilidad en los mercados de renta variable del área del euro no ha vuelto totalmente a los niveles más bajos observados a principios de 1998, antes de la aparición de las turbulencias en los mercados financieros.

Por otra parte, en los últimos meses, se han observado considerables diferencias por sectores en la evolución de los mercados de renta variable en el área del euro. Así, en el otoño de 1998, se experimentaron las caídas más pronunciadas -superiores al 40%-, en los sectores de automóviles, banca y tecnología. En el caso del sector bancario del área del euro, las razones fundamentales que explican este hecho, aparte de las condicionantes

generales que afectaron a los mercados financieros internacionales, pudieron estar relacionadas con la preocupación existente por la exposición al riesgo de las instituciones financieras del área del euro en los mercados emergentes. Sin embargo, posteriormente, en línea con la tendencia general observada, se produjo una recuperación en los sectores mencionados que situó los precios, a finales de 1998, entre un 20% y un 25% por debajo de los niveles más altos alcanzados previamente y, por tanto, significativamente por encima de los niveles registrados a finales de 1997. En otros sectores, como los de comercio al por menor y los conocidos como "utilities" (telecomunicaciones, gas, agua, electricidad), la situación se mantuvo bastante estable durante el período de turbulencias, situándose los precios al final de 1998 en niveles cercanos a los más altos registrados a mediados de julio de 1998. La evolución por sectores de los precios de la renta variable pone de manifiesto que aquellos más expuestos a los condicionantes internacionales tendieron a comportarse más negativamente que los sectores más ligados a la situación de la demanda interna, que siguieron mostrando un comportamiento relativamente satisfactorio.

2 Evolución de precios

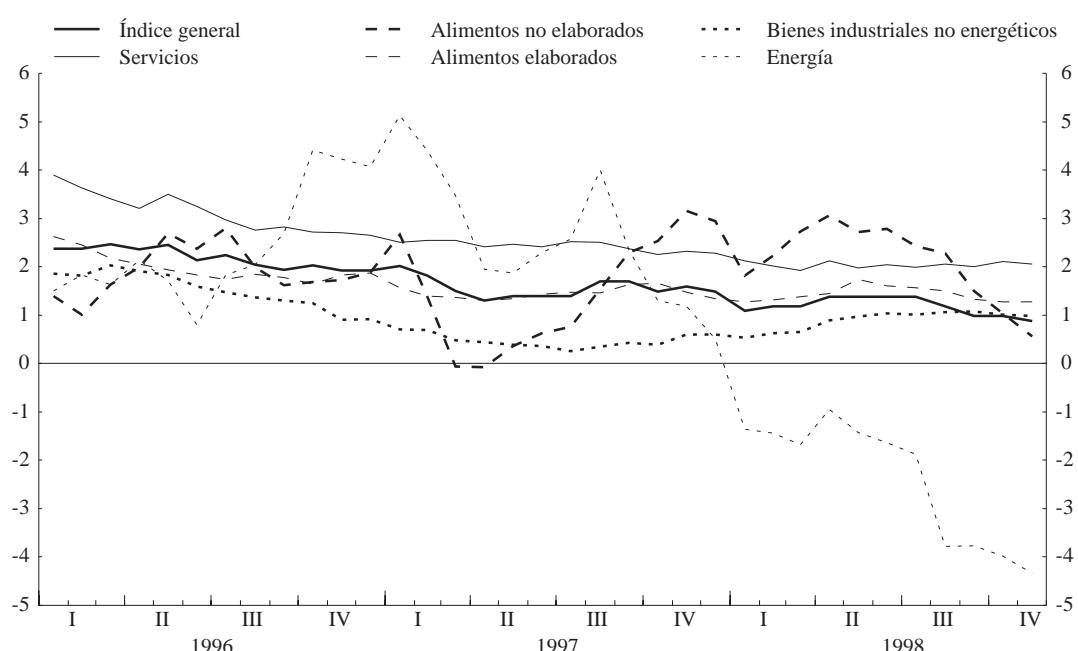
Los precios de consumo se desaceleran lentamente

En el período más reciente, la tasa de crecimiento de los precios de consumo ha disminuido lentamente en el área del euro y se ha mantenido en línea con la definición cuantitativa de estabilidad de precios adoptada por el Eurosistema. La tasa de variación interanual de los precios de consumo en el área del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), fue del 0,9% en noviembre de 1998; es decir, 0,1 puntos porcentuales por debajo de las tasas correspondientes a septiembre y octubre. Desde el segundo trimestre de 1998, cuando la tasa interanual del IAPC del área del euro alcanzó el 1,4%, ha disminuido en

0,5 puntos porcentuales.

La evolución por componentes del IAPC del área del euro en noviembre mantiene la tendencia a la desaceleración que la ha caracterizado en los últimos meses. En particular, el crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados se moderó hasta el 0,6% y la caída de los precios energéticos se aceleró hasta el -4,3% (véase cuadro 1). En relación con los precios de los alimentos no elaborados, que generalmente presentan un alto grado de variabilidad, los aumentos se han venido reduciendo desde abril de 1998, a medida que se han ido descontando en la tasa interanual los efectos de la escasez de oferta que se produjo en 1997 por las condiciones meteorológicas. La mayor intensidad en la

Gráfico 6
IAPC en el área del euro: desagregación por componentes
(tasas de variación interanuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Para más información sobre los datos utilizados, véanse los cuadros y gráficos correspondientes en la sección:

"Estadísticas del área del euro" de este boletín.

Última información disponible: Índice general: 0,9% (Nov 1998); Servicios: 2,1% (Nov 1998); Alimentos no elaborados: 0,6% (Nov 1998); Alimentos elaborados: 1,3% (Nov 1998); Bienes industriales no energéticos: 1% (Nov 1998); Energía: -4,3% (Nov 1998).

Cuadro I

Evolución de precios y costes en el área del euro

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

	1996 1997 1998			1998				1998				1998				
	I	II	III	IV	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic						
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes																
IAPC del cual:	2,2	1,6	.	1,2	1,4	1,2	.	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9	.	.	.	.
Alimentos elaborados	2,0	1,5	.	1,3	1,6	1,5	.	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3	.	.	.	.
Alimentos no elaborados	1,9	1,5	.	2,3	2,9	2,1	.	2,4	2,3	1,5	1,0	0,6	.	.	.	.
Bienes industriales no energéticos	1,5	0,5	.	0,6	1,0	1,1	.	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	.	.	.	.
Energía	2,4	2,6	.	-1,5	-1,3	-3,2	.	-1,9	-3,8	-3,8	-4,0	-4,3	.	.	.	.
Servicios	3,1	2,4	.	2,0	2,0	2,0	.	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	.	.	.	.
Otros indicadores de precios y costes																
Precios industriales ¹⁾	0,7	1,1	.	0,5	-0,2	-1,3	.	-0,8	-1,4	-1,6	-1,9	.	.	.	.	.
Costes laborales unitarios ²⁾	1,8	0,6	.	-2,3	-0,5	.	.	-	-	-	-	-	.	.	.	.
Remuneración por asalariado ²⁾	3,4	2,6	.	1,0	1,2	.	.	-	-	-	-	-	.	.	.	.
Productividad del trabajo ²⁾	1,6	2,1	.	3,4	1,7	.	.	-	-	-	-	-	.	.	.	.
Precios del petróleo (ecu/barrel) ³⁾	15,9	17,1	12,0	13,6	12,8	11,7	10,0	11,9	11,3	11,9	11,1	10,2	8,7	.	.	.
Precios de materias primas (ecu) ⁴⁾	-6,9	13,0	-12,5	-0,1	-10,7	-18,1	-20,5	-14,4	-19,0	-20,9	-23,6	-18,4	-19,5	.	.	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales, HWWA y estimaciones del BCE.

Nota: Para más información sobre los datos utilizados, véanse los cuadros y gráficos correspondientes en la sección: "Estadísticas del área del euro", de este Boletín.

1) Excluida la construcción

2) Total de la economía.

3) Brent (para entrega dentro de un mes).

4) Excluida la energía.

caída de los precios energéticos refleja el descenso continuado de los precios del petróleo, que -expresados en ecus- se situaron en diciembre un 45% por debajo, aproximadamente, del nivel registrado a finales de 1997. Además, los precios de las materias primas (excluida la energía) permanecieron en niveles considerablemente menores a los observados en 1997. Con respecto a los otros componentes, tanto los precios de los alimentos elaborados como los de los bienes industriales no energéticos continúan creciendo moderadamente, en torno al 1%, mientras que los precios de los servicios siguen aumentando alrededor del 2%.

Otros indicadores de costes y precios apoyan el escenario de estabilidad de precios para el área del euro (véase Cuadro I; para la metodología de las estadísticas de precios y costes, véase recuadro 5). Especialmente, el crecimiento de los precios industriales ha

mostrado un descenso gradual desde finales de 1997 -debido, principalmente, a la caída de los precios de los bienes intermedios-, registrándose desde mayo tasas de variación negativas. En octubre de 1998 estos precios fueron un 1,9% menores a los de un año antes. Adicionalmente, durante la primera mitad de 1998 los aumentos de los costes laborales unitarios han sido moderados. En particular, en el primer trimestre del año, la variación de los costes laborales unitarios fue negativa, debido a que la fortaleza de la actividad económica condujo a un crecimiento mayor de la productividad, mientras que se moderaba el crecimiento de la remuneración por asalariado. A partir de entonces, el menor crecimiento de la productividad se vio compensado por la continuidad en la contención salarial; por ello, los costes laborales unitarios permanecieron prácticamente constantes en el segundo trimestre en relación con un año antes.

Recuadro 5

Estadísticas no financieras que sustentan el análisis de la coyuntura económica del conjunto del área del euro

Con objeto de evaluar el comportamiento de las variables macroeconómicas en el área del euro, es necesario disponer de un amplio conjunto de estadísticas fiables y actualizadas. En particular, estas estadísticas deben tener una cobertura suficiente del conjunto del área del euro, y los datos de los países individuales deberían mostrar un grado de comparabilidad elevado. En este momento, sin embargo, la mayor parte de las estadísticas, y, en particular, las series temporales más largas, están disponibles sólo en términos de bases no armonizadas. Tanto la definición como la recopilación de estadísticas han venido siendo responsabilidad de cada país y la necesidad de disponer de datos armonizados ha sido bastante reducida en el pasado. En el transcurso del tiempo se han desarrollado definiciones y criterios internacionales, mientras que solo recientemente -en buena parte, respondiendo a ciertas obligaciones legales- se ha realizado un esfuerzo sistemático con el propósito de conseguir una base estadística armonizada dentro de Europa. Este recuadro describe de manera sucinta el conjunto de estadísticas sobre precios y costes, producción y demanda y mercado de trabajo actualmente disponible para el área del euro, indicando en qué casos cabe esperar que se produzcan mejoras en el futuro próximo (véase también la sección "Estadísticas del área del euro" en este Boletín).

Tanto el BCE como su predecesor, el Instituto Monetario Europeo (IME), han apoyado intensamente las iniciativas que, a nivel europeo, han ido encaminadas a proporcionar la base estadística para la política monetaria única. Si bien este proceso recibió un fuerte impulso derivado de la necesidad de disponer de estadísticas comparables con el objeto de valorar el proceso de convergencia, las necesidades de datos por parte del BCE son más amplias y requieren también un mayor detalle. Además, la disponibilidad de datos actualizados del área del euro es crucial para su uso en la conducción de la política monetaria. Todas estas cuestiones se han tomado en consideración en el conjunto de Reglamentos de la UE que, en materia estadística, han sido aprobadas por el Consejo de la Unión Europea, a propuesta de la Comisión Europea, a lo largo de los últimos años (véase más abajo). Existen, además, iniciativas suplementarias que contribuirán a reforzar la base estadística del conjunto del área del euro, como son el acuerdo entre la Oficina Estadística de las Comunidades Europeas (Eurostat) y todos los institutos nacionales de estadística (INEs) de la UE para proporcionar una serie de variables clave con un calendario preciso. El resultado de estas iniciativas es que la disponibilidad de datos ha mejorado sustancialmente, siendo de esperar que se produzcan mejoras adicionales en algunas áreas a lo largo de 1999.

Sin embargo, en aquellos casos en que los datos armonizados no están todavía disponibles según el calendario previsto, será necesario utilizar las mejores estimaciones que puedan derivarse a partir de las fuentes nacionales. Estas estimaciones se realizan, en general, a partir de datos de la mayoría -aunque no de todos- los países.

Estadísticas de precios y costes

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para el área del euro es de vital importancia para la ejecución de la política monetaria. Eurostat proporciona puntualmente el IAPC y sus componentes, con medidas armonizadas respecto a la cobertura, estandarización de los procesos de ajuste de calidad y numerosos detalles técnicos. Si bien está previsto que en los próximos dos años se produzca tanto una mayor armonización como una ampliación de la cobertura, incluyendo, por ejemplo, gastos en educación y servicios de salud, se considera que estas series cumplen con las necesidades del BCE para la realización de análisis de políticas económicas en términos de fiabilidad, puntualidad y comparabilidad.

Los deflactores de las cuentas nacionales, las estadísticas de precios de producción y los costes laborales son otros de los indicadores utilizados en el análisis de la evolución de los precios. Estos indicadores no están todavía plenamente armonizados, mostrando diferentes grados de cobertura y comparabilidad. La mayoría de los datos utilizados en este contexto son proporcionados por Eurostat y cabe esperar que se produzcan mejoras en el segundo trimestre de 1999 como resultado del Reglamento del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y

Regionales de 1995 (SEC 95), así como del Reglamento de las estadísticas de corto plazo a partir de 1999. Además, se ha propuesto una nueva iniciativa para armonizar las distintas mediciones del PIB real en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En lo que se refiere a la situación actual, los deflactores de las cuentas nacionales a nivel agregado proporcionan una base razonable para el análisis, aunque utilizan datos que son estimaciones para algunos de los países más pequeños, que aún no disponen de cuentas nacionales trimestrales. Los índices de precios de producción varían en cierta medida según la definición que se use. Los costes laborales estandarizados con frecuencia trimestral no están aún disponibles para todos los países, aunque se espera disponer de ellos a partir de la primavera de 1999.

Estadísticas de producción y demanda

Eurostat publica los datos sobre el PIB en el área del euro y sus componentes por el lado del gasto. Las estadísticas trimestrales incluyen una estimación para aquellos Estados Miembros que no disponen aún de cuentas trimestrales. El BCE también proporciona estimaciones del PIB para el conjunto del área, calculadas a partir de los datos nacionales (no incluidos en la sección sobre "Estadísticas del área del euro"). Es posible que se produzcan diferencias entre los agregados publicados por Eurostat y las estimaciones basadas en los datos nacionales, debido al tratamiento de los días laborables y al ajuste estacional realizado por las distintas fuentes, especialmente en el caso de Alemania. Tal y como se mencionaba anteriormente, la implementación del SEC 95 ampliará la disponibilidad de datos basados en cuentas nacionales durante 1999. Además, los indicadores de corto plazo, tanto cualitativos como cuantitativos, como son los datos de producción industrial y las encuestas de opinión (por ejemplo, de confianza de los consumidores, de la industria y de la construcción) están disponibles con una periodicidad mensual en todos los países miembros. Muchas de las estadísticas cuantitativas examinadas por el BCE están sujetas al Reglamento de la UE sobre estadísticas de corto plazo, por lo que se espera que se produzcan mejoras en la disponibilidad de estadísticas para el área del euro. Por lo que respecta a los datos de producción industrial, los principales problemas se refieren a la cobertura por países, a la comparabilidad de los datos y a la publicación puntual de los mismos por los distintos Estados Miembros. Estos son también los principales puntos de atención en el caso del comercio al por menor y de otros indicadores de actividad en el sector servicios. Por tanto, las estadísticas nacionales proporcionan actualmente una valiosa información suplementaria.

Estadísticas del mercado de trabajo

Por lo que se refiere a las estadísticas de empleo, en la mayoría de los países se dispone de información trimestral y, en algunos casos, mensual. Los datos se derivan de distintas fuentes (encuestas, registros) y, por lo tanto, no son plenamente comparables. No se dispone todavía de una desagregación sectorial del empleo que sea fiable, puntual en su publicación y frecuente. Los datos de paro son publicados por Eurostat de forma homogénea, por lo que pueden diferir de las series publicadas en los distintos países. Tampoco está disponible una descomposición mensual del paro estandarizado entre desempleo de corta y larga duración. Si bien sería conveniente disponer de esta información, no parece que su elaboración sea actualmente factible. Además de los dos Reglamentos de la UE mencionados anteriormente, los resultados de las nuevas encuestas de población activa, introducidas también por Reglamentos de la UE, mejorarán los datos disponibles en el futuro próximo.

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

Moderación del crecimiento del producto en el tercer trimestre del año

La última información disponible apunta hacia una ralentización del crecimiento del producto interior bruto (PIB), en términos reales, en el conjunto del área del euro, durante la segunda mitad de 1998, tras la fortaleza que había mostrado en el primer semestre (en el recuadro 5 se incluyen algunas notas metodológicas sobre las cifras empleadas en el análisis de la actividad, de la demanda y del mercado de trabajo). Este resultado se encuentra en línea con las expectativas existentes de que el deterioro del entorno exterior podría afectar en el

futuro a la actividad económica del área del euro. Las primeras estimaciones realizadas por Eurostat para el tercer trimestre de 1998 arrojan un crecimiento del PIB en el conjunto del área del 2,4%, respecto al mismo período del año anterior (véase cuadro 2), frente a un incremento medio interanual del 3,1% observado durante la primera parte de 1998. Cabe mencionar que el crecimiento medio observado en el primer semestre de 1998 constituye la referencia más apropiada para analizar la evolución del PIB, ya que los resultados de los dos primeros trimestres, considerados de forma aislada, se encuentran muy influenciados por el 'efecto calendario' relacionado con la celebración de la Semana

Cuadro 2

Evolución del producto, la demanda y el mercado de trabajo en el área euro

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

	1995	1996	1997	1998				1998	1998	1998	1998	1998	1998	
				IV	I	II	III							
	medias móviles de 3 términos centradas													
Producto interior bruto real	2,2	1,6	2,5	3,2	3,8	2,5	2,4	-	-	-	-	-	-	-
Producción industrial excl. construcción	3,4	0,0	4,1	5,7	6,3	4,4	4,0	4,4	4,7	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<i>de la cual:</i>														
Manufacturas	3,5	-0,2	4,7	6,4	7,3	5,0	4,3	5,0	5,3	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3
<i>por principales destinos económicos:</i>														
Bienes intermedios	2,5	-0,6	5,4	7,2	7,3	4,3	3,3	4,3	4,3	3,6	3,3	3,3	3,3	3,3
Bienes de equipo	7,3	1,7	4,2	6,1	9,2	6,6	7,0	6,6	7,5	6,7	7,0	7,0	7,0	7,0
Bienes de consumo	1,1	-0,6	1,9	3,0	3,1	3,6	3,3	3,6	4,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Construcción	0,0	-2,3	-1,2	-0,1	3,0	0,0	-1,9	0,0	0,7	-0,6	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Utiliz. de la capacidad productiva(%) ¹⁾	82,6	80,3	81,6	82,7	83,1	83,6	83,3	-	-	-	-	-	-	-
Índice de clima económico	0,6	-2,5	2,7	3,7	3,9	4,5	3,1	4,5	4,3	3,7	3,1	2,2	1,9	1,9
Indicador confianza del consumidor ²⁾	-1	-8	-3	1	4	7	7	7	7	7	7	8	9	9
Indicador confianza de la industria ²⁾	6	-8	3	8	10	10	7	10	9	8	7	5	3	3
Indicador confianza de la construcción ²⁾	-3	-13	-10	-8	-1	2	10	2	4	7	10	9	9	9
Ventas al por menor, precios constantes	2,0	1,1	0,9	2,2	2,7	1,8	3,0	1,8	2,7	2,9	3,0	.	.	.
Matriculaciones de automóviles	0,3	6,6	3,9	11,2	12,6	3,3	7,5	3,3	6,5	6,6	7,5	5,1	7,8	7,8
Empleo (total economía)	0,4	0,2	0,3	0,5	1,0	1,1	1,4	-	-	-	-	-	-	-
Paro (variaciones en miles)	-306	422	105	-28	-417	-699	-901	-699	-797	-864	-901	-961	-1008	-1008
Paro (% de la población activa)	11,4	11,6	11,7	11,6	11,3	11,1	11,0	11,1	11,1	11,0	11,0	10,9	10,9	10,9

Fuentes: Eurostat, Encuestas de opinión de la Comisión Europea, ACEA (Asociación de Fabricantes Europeos de Automóviles), datos nacionales y estimaciones del BCE.

Nota: Para más información sobre los datos utilizados, véanse los cuadros y gráficos correspondientes en la sección "Estadísticas del área del euro" de este Boletín. Todos los datos están ajustados de estacionalidad, excepto los de la producción industrial (que están ajustados del número de días laborables), ventas al por menor y matriculaciones de automóviles.

1) 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.

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

Santa. Como las cifras trimestrales publicadas no están corregidas por los efectos asociados a la existencia de un número diferente de días laborables, los resultados muestran, aparentemente, un descenso sustancial del crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año, hasta el 2,5%, y una ligera desaceleración adicional en el tercero.

El proceso de moderación de la actividad económica observado desde la primavera de 1998 se ha reflejado en un menor dinamismo de la producción industrial. El índice general de producción industrial aumentó un 4% en el tercer trimestre de 1998, tras haber registrado tasas de variación interanuales del 4,4%, en el segundo trimestre, y del 6,3%, en el primero; las cifras que han publicado algunos países para el mes de octubre apuntan a una desaceleración adicional de la producción industrial en ese período. La producción de manufacturas, que habitualmente refleja con mayor intensidad las variaciones en la situación coyuntural, ha mostrado una progresiva disminución en su ritmo de avance, que se redujo desde el 7,3% observado en el primer trimestre del año, hasta el 5% en el segundo y el 4,3% en el tercero; este resultado se debe, en buena medida, al menor dinamismo de las industrias productoras de bienes intermedios. La producción de bienes de equipo registró también una ralentización, tras un avance notable en el primer trimestre del año, aunque aún mantiene tasas de crecimiento muy elevadas (7%, en el tercer trimestre del año), debido, principalmente, a la fortaleza de la producción de vehículos. Este dinamismo podría haberse mantenido en el cuarto trimestre, a juzgar por el comportamiento expansivo que mostraron las matriculaciones de automóviles en los meses de octubre y noviembre. Finalmente, la producción de bienes de consumo también mantuvo un ritmo de crecimiento estable, en torno al 3,5%, durante los tres primeros trimestres del año.

La evolución del indicador de confianza industrial -según la encuesta realizada por la Comisión Europea- refleja, en buena medida, los cambios que han experimentado las

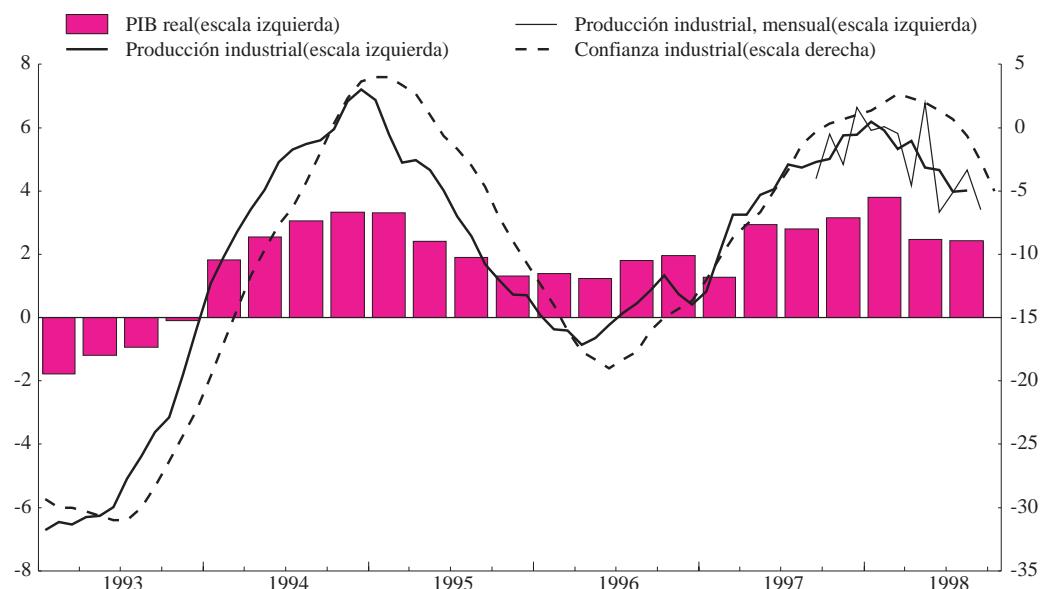
opiniones sobre la cartera de pedidos y las expectativas de producción. Las opiniones sobre la cartera de pedidos en el sector de manufacturas experimentaron un deterioro progresivo en el período comprendido entre agosto y noviembre -en consonancia con el empeoramiento del entorno global-, tras permanecer prácticamente estabilizadas durante la primera mitad de 1998. Este deterioro fue más pronunciado en la cartera de pedidos exteriores que en la cartera nacional. Adicionalmente, las expectativas de producción se tornaron más pesimistas. En conjunto, estos factores se han traducido en un deterioro de la confianza industrial, que, medida con una media móvil de tres términos centrada, experimentó un descenso significativo a finales del año, hasta alcanzar un nivel próximo al observado en el promedio de los diez últimos años. Por otra parte, dado que la evolución del índice de confianza industrial constituye un indicador adelantado del comportamiento de la producción y de la inversión privada en capital fijo a corto plazo, su trayectoria reciente podría estar señalando un descenso adicional del crecimiento del PIB real en los meses finales de 1998 (véase Gráfico 7).

La utilización de la capacidad productiva, según la serie ajustada de estacionalidad, descendió 0,3 puntos porcentuales en el tercer trimestre del año pasado, pero, al situarse en el 83,3%, se mantiene 1,5 puntos porcentuales por encima de la media histórica de esta serie y también del valor máximo alcanzado a mediados de 1995. Entre el tercer trimestre de 1997 y el tercero de 1998, la utilización del equipo productivo ha excedido los niveles medios de capacidad, sin que ello haya supuesto un incremento significativo de la inversión en bienes de equipo, que permitiera suavizar las restricciones de oferta existentes. Este resultado puede reflejar que las expectativas sobre la cartera de pedidos y sobre la producción se relacionan más con el futuro inmediato, mientras que las decisiones de inversión se encuentran, normalmente, condicionadas por consideraciones relativas a un horizonte temporal más amplio.

Gráfico 7

Producción y confianza industrial en el área del euro

(tasas de variación interanuales; para la confianza industrial, porcentajes netos)



Fuentes: Eurostat y Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Para más información sobre los datos utilizados, véanse los cuadros y gráficos correspondientes en la sección "Estadísticas del área del euro", de este Boletín. Todos los datos están ajustados de estacionalidad. Los datos sobre producción industrial (excluida la construcción) y sobre la confianza industrial son medias móviles de tres términos centradas.

Última información: PIB real: 2,4% (tercer trimestre de 1998); producción industrial (media móvil de tres términos centradas): 4% (agosto 1998); producción industrial (mensual): 3,4% (septiembre 1998); confianza industrial (media móvil de tres términos centradas): -5 (octubre 1998).

Por lo que se refiere al sector de la construcción, el crecimiento de la producción descendió notablemente en el segundo trimestre de 1998, alcanzando tasas de variación negativas en el tercero. No obstante, el índice de confianza del sector inició una trayectoria ascendente a principios del año, alcanzando en el segundo semestre registros algo superiores a los observados durante la recuperación transitoria de finales de 1994. Mientras que, dadas las condiciones climatológicas existentes, el comportamiento de la producción de este sector durante la primera parte del año fue consistente con el mantenimiento de la paulatina recuperación que había iniciado en la segunda mitad de 1997, las cifras correspondientes al tercer trimestre del año parecen apuntar a una pérdida de pulso de este sector. En cualquier caso, la estabilidad que ha mostrado el indicador de confianza de la construcción en ese período, podría señalar que las últimas

cifras de producción disponibles incorporan algún factor de carácter transitorio.

La falta de indicios de ralentización de la demanda de consumo hasta el momento es un elemento favorable. Tras permanecer prácticamente estabilizada durante los meses de verano de 1997, la confianza de los consumidores mostró un renovado impulso que se ha mantenido hasta el mes de noviembre, alcanzando un valor marginalmente inferior al máximo nivel observado en los diez últimos años. El aumento del empleo -actual y esperado- y la mejora de la capacidad de compra de los hogares, asociada a la disminución de los precios de la energía, podría haber impulsado al alza la confianza de los consumidores, según se desprende de las encuestas más recientes realizadas por la Comisión Europea. En este mismo sentido, el volumen de ventas del comercio al por menor -una vez se tienen en

cuenta los efectos de los aumentos de la imposición indirecta sobre los resultados de los dos primeros trimestres del año- parece haber registrado tasas de crecimiento sostenidas, en torno al 2%, durante la primera mitad del año; de hecho, si se emplean medias móviles de tres términos, las últimas cifras disponibles para 1998 apuntan a una aceleración.

El empleo continuó aumentando

A pesar de los recientes signos de desaceleración de la actividad productiva, el empleo en el área del euro continuó mejorando en los meses de otoño. Según las estadísticas nacionales, se estima que el empleo total en el área del euro aumentó un 0,4% en el tercer trimestre de 1998, en relación con el trimestre precedente. En consecuencia, el proceso de creación de empleo observado desde la primavera de 1997 se ha consolidado en los tres primeros trimestres de 1998, alcanzando tasas de crecimiento interanual superiores al 1% (véase cuadro 2). El empleo en el sector de manufacturas -que representa, aproximadamente, la quinta parte del empleo total- registró también un incremento en el tercer trimestre, si bien se aprecia cierta ralentización en su ritmo de avance (0,4%, en tasa intertrimestral, frente al 0,8% y al 1,2% observados en el segundo y el primer trimestre, respectivamente), en consonancia con el debilitamiento de la actividad de este sector. Por el contrario, el ritmo de creación de empleo en el resto de los sectores y, en especial, en el de servicios, parece haberse acelerado.

El desempleo descendió gradualmente

Como consecuencia de los recientes aumentos del empleo, el paro en el área del euro ha venido disminuyendo desde octubre de 1997. No obstante, el descenso de la tasa de paro homogeneizada ha sido muy gradual y, según los datos publicados, su proceso de reducción se ha estancado en repetidas ocasiones. Este fue el caso en noviembre de 1998, cuando la tasa de paro estimada por Eurostat permaneció estabilizada en el 10,8% alcanzado el mes anterior, en comparación con el 10,9% de septiembre y el 11,6% registrado un año antes. El aumento del número de personas que acuden a registrarse en las oficinas de empleo, como consecuencia de la mejora de las expectativas de empleo, podría explicar la lenta reducción de la tasa de paro.

En términos absolutos, se estima que el número de desempleados existentes en el área del euro descendió en 1 millón de personas en noviembre de 1998, en comparación con el mismo mes del año anterior. Este ritmo de descenso es aproximadamente el doble del observado durante la recuperación transitoria de 1994 y 1995. De acuerdo con la desagregación del desempleo por edades realizada por Eurostat, el proceso de creación de empleo parece haber beneficiado, especialmente, a la población de edad inferior a los 25 años.

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

La evolución de los mercados cambiarios refleja las incertidumbres globales

Aunque a finales de 1998 los mercados financieros de la mayor parte del mundo se recuperaron, los indicadores de la situación

económica global mostraban señales distintas y los riesgos para el crecimiento de la producción y el comercio mundiales continuaron siendo predominantemente bajistas. Como resultado, en diciembre, los mercados cambiarios se mantuvieron relativamente volátiles.

En la primera mitad de diciembre, el ecu se apreció frente al dólar hasta alcanzar 1,18 dólares por ecu -desde 1,15 dólares por ecu a finales de noviembre-, al mismo tiempo que, en Estados Unidos, algunos indicadores adelantados y la evolución de los beneficios empresariales apuntaban a una desaceleración de su economía. Sin embargo, los datos posteriormente publicados mostraron un firme crecimiento de la economía estadounidense en el tercer trimestre de 1998 y varios indicadores sugirieron que los gastos de los consumidores seguían una pauta expansiva. Así, en los últimos días de diciembre, el ecu se depreció ligeramente y terminó el mes en 1,17 dólares por ecu, ligeramente por encima de su nivel de finales de noviembre. El euro, después de los primeros días de cotización en el mercado, se mantuvo en 1,16 dólares por euro hasta el 7 de enero de 1999, final del período de referencia.

Frente al yen japonés, el ecu se depreció significativamente durante el mes de diciembre, cayendo desde 142 yenes por ecu en los últimos días de noviembre hasta 133 yenes por ecu a finales de diciembre. Esta evolución refleja, principalmente, la fuerte apreciación de la moneda japonesa frente al dólar, apreciación que fue interpretada por los mercados como debida, sobre todo, a la repatriación de fondos hacia Japón, más que a una mejora sustancial en las perspectivas de la economía japonesa. Según el índice trimestral "Tankan" del Banco de Japón, las opiniones empresariales empeoraron ligeramente en diciembre en comparación con la situación de tres meses antes. El 7 de enero de 1999 el euro cotizaba a 129 yenes por euro.

En relación con las monedas de los otros socios comerciales importantes -el Reino Unido y Suiza-, el ecu siguió, frente a la libra esterlina, un comportamiento muy similar al que tuvo con el dólar, mientras que se mantuvo, en general, estable respecto al franco suizo. Al final del período de referencia, el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina era de 0,71 libras por euro.

Frente al franco suizo, el euro permaneció en 1,62 francos suizos por euro.

Estabilidad del tipo de cambio efectivo del área del euro

Debido a los movimientos, en buena medida, compensados frente al dólar y la libra esterlina, por una parte, y al yen, por otra, el tipo de cambio efectivo nominal de las monedas del área del euro, tal como lo mide el Banco de Pagos Internacionales (BPI), se mantuvo, en diciembre, prácticamente sin cambios respecto al mes anterior (véase el gráfico 8). Sin embargo, su nivel medio en diciembre de 1998 era, aproximadamente, un 4% superior al registrado en la primera mitad del año. De esta forma, el tipo de cambio efectivo recuperó el terreno perdido en 1997, aunque todavía se mantiene algo por debajo del nivel medio observado en los años 90. En términos reales, deflactado por los IPC relativos, se estima que, en diciembre de 1998, el tipo de cambio efectivo del área del euro estaba alrededor de un 3,5% por encima de su nivel medio en la primera mitad del año, mientras que permanecía, asimismo, por debajo de su nivel medio de largo plazo. Durante los primeros días de enero de 1999, el tipo de cambio efectivo nominal del área del euro permaneció, por lo general, estable.

El superávit acumulado de la balanza comercial permanece prácticamente sin cambios

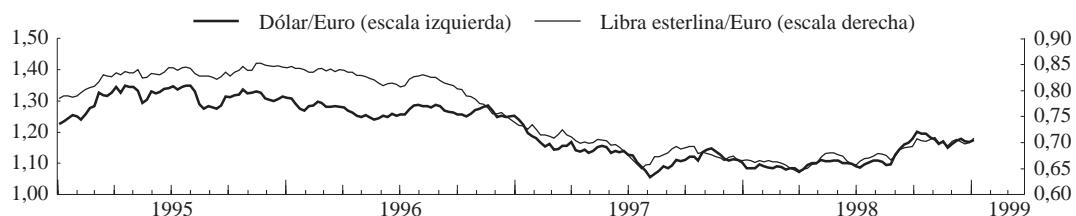
Por el momento, hay poca información disponible sobre la evolución de la balanza de pagos conjunta del área del euro (véase el recuadro 6). Por ello, los comentarios se han realizado únicamente a partir de los datos de comercio exterior facilitados por Eurostat, basados en cifras brutas de exportación e importación entre el área del euro y el resto del mundo, excluyendo las transacciones intra-área del euro. Los datos de balanza de pagos estarán disponibles a lo largo de 1999.

En resumen, el superávit de la balanza

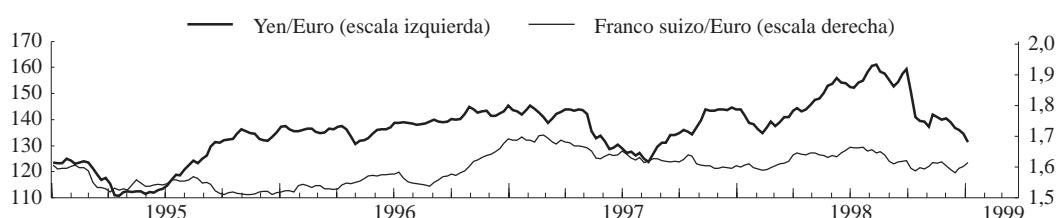
Gráfico 8

Evolución de los tipos de cambio¹⁾

(medias semanales)



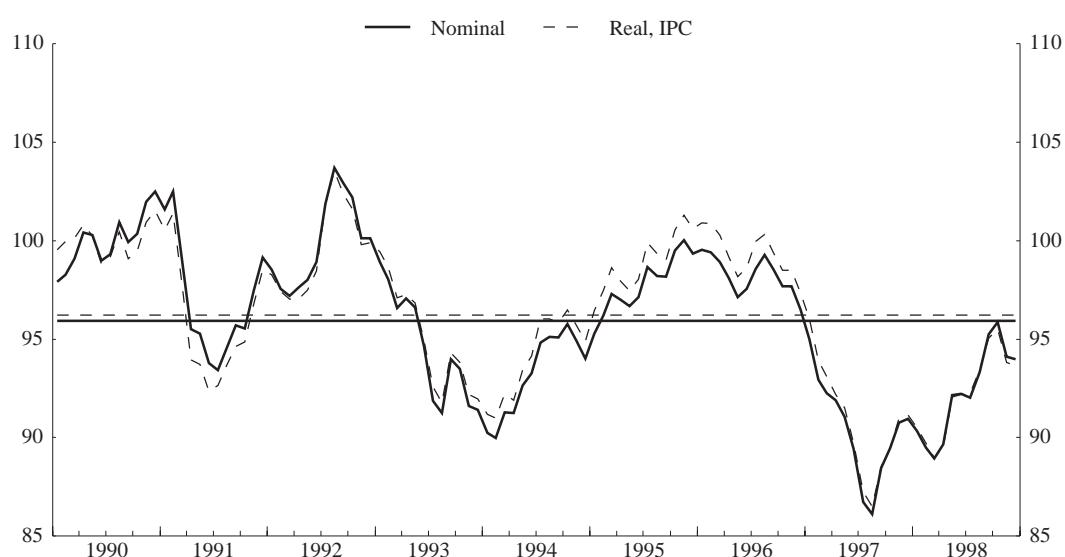
Última observación: Dólar/Euro: 1,17 (4 a 7 de enero de 1999); Libra/Euro: 0,71 (4 a 7 de enero de 1999).



Última observación: Yen/Euro: 131,39 (4 a 7 de enero de 1999); Franco suizo/Euro: 1,61 (4 a 7 de enero de 1999).

Tipos de cambio efectivos en el área del euro; índice 1990=100²⁾

(medias mensuales)



Última observación: efectivo nominal: 94,0 (diciembre de 1998); efectivo real: 93,6 (diciembre de 1998).

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

1) Los datos son tipos de cambio bilaterales frente al ecu hasta el final de 1998. Desde comienzos de 1999 los datos son tipos de cambio del euro. Para la primera semana de enero de 1999 los datos son medias del 4 al 7 de enero de 1999.

2) Cálculos realizados por el BPI; los datos son medias ponderadas de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro frente a sus socios comerciales (véase cuadro 10 en la sección "Estadísticas del área del euro"). Un movimiento al alza del índice representa una apreciación para el área del euro. Las líneas horizontales son las medias del período mostrado.

Recuadro 6

La balanza de pagos para el área del euro: cuestiones metodológicas

La elaboración de las cifras de la balanza de pagos conjunta para el área del euro está bajo una revisión metodológica fundamental. Las cifras agregadas de la balanza de pagos para el área del euro pueden obtenerse, en principio, sumando las balanzas de pagos netas de los Estados Miembros afectados. En teoría, este método debería proporcionar una buena estimación de la balanza de pagos neta de los 11 países participantes frente al resto del mundo, ya que la suma de los datos nacionales implicaría la eliminación de las transacciones bilaterales intra-área del euro. En la práctica, sin embargo, los datos bilaterales no coinciden plenamente y surgen, en consecuencia, discrepancias en la agregación para el área del euro.

Con el fin de superar tales problemas, para los datos que empiezan en enero de 1999, así como para los datos históricos, cada Estado Miembro suministrará datos de balanza de pagos elaborados con una metodología común alternativa. Las estadísticas de la balanza de pagos del área del euro se elaborarán sumando -en términos brutos- los datos de la balanza de pagos referentes al área no euro comunicados por los 11 países participantes. Desde abril de 1999, el BCE publicará cifras mensuales de balanza de pagos usando esta metodología.

Desde julio de 1999 el BCE también publicará, en cooperación con la Oficina de Estadística de la Comisión Europea (Eurostat), una balanza de pagos trimestral para el área del euro con un nivel mayor de desagregación de las principales partidas de la cuenta financiera (inversión directa, inversión en cartera, derivados financieros, otras inversiones y activos de reserva), así como de las rentas de inversión.

comercial para el área del euro en septiembre de 1998 (el último mes para el que hay datos disponibles) fue de 5,2 mm de ecus, es decir 1,6 mm de ecus menos que en el mismo mes de 1997. En el tercer trimestre de 1998, las exportaciones, con un importe de 194 mm de ecus, fueron solo marginalmente superiores a las del tercer trimestre de 1997. De igual modo, en el mismo período, las importaciones de bienes aumentaron ligeramente, desde 166 mm de ecus hasta 169 mm de ecus. Esto contrasta fuertemente con las altas tasas de crecimiento observadas para las

exportaciones e importaciones en los primeros meses de 1998, es decir, antes de que la economía mundial se viera negativamente afectada por los acontecimientos de Asia y Rusia. Durante los primeros nueve meses del año, el superávit acumulado en la balanza comercial alcanzó los 61,7 mm de ecus, cifra prácticamente igual, en términos nominales, a la correspondiente al mismo período de 1997. La caída de los precios de las materias primas, por una parte, y la debilidad de la demanda de exportaciones, por otra, han determinado esta evolución.

Cuadro 3

Comercio de bienes del área del euro

	1996	1997	1997 I	1997 II	1997 III	1997 IV	1998 I	1998 II	1998 III	1998 Ago	1998 Sep
Exportaciones											
mm de ecus	663,9	754,4	168,6	189,7	191,7	204,4	192,6	202,6	193,5	55,8	65,6
Tasas de variación interanual	7,3	13,6	7,3	15,1	18,6	13,4	14,3	6,8	1,0	1,8	-3,2
Importaciones											
mm de ecus	590,5	666,8	156,7	166,2	165,7	178,3	180,1	178,3	168,7	49,5	60,4
Tasas de variación interanual	5,7	12,9	6,3	13,3	18,0	14,3	15,0	7,3	1,8	1,7	-1,0
Balanza comercial											
mm de ecus	73,5	87,6	11,9	23,6	26,0	26,1	12,5	24,3	24,8	6,3	5,2
mm de ecus, acumulativo ¹⁾	-	-	11,9	35,5	61,5	87,6	12,5	36,9	61,7	56,5	61,7

Fuente: Eurostat

1) Durante el año hasta la última fecha.

La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad

En octubre y diciembre de 1998, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) hizo públicos los principales elementos de su estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad. Esta estrategia tiene como objetivo mantener la estabilidad de precios en el área del euro, con lo que se cumple el mandato impuesto al Sistema Europeo de Bancos Centrales (Eurosistema) por el Tratado de la Comunidad Europea (el "Tratado"). La estrategia guiará la política monetaria única del Eurosistema, que se compone del BCE y de los bancos centrales nacionales (BCNs) de los once Estados Miembros que han adoptado el euro desde el comienzo de la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria (UEM) (véase "El Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)" en este Boletín). La estrategia orientada hacia la estabilidad del Eurosistema se compone de tres elementos fundamentales: una definición cuantitativa del objetivo prioritario del Eurosistema, es decir, de la estabilidad de precios, y los "dos pilares" para alcanzar dicho objetivo. Estos dos pilares son: un papel destacado para el dinero, que se manifiesta en el anuncio de un valor de referencia cuantitativo para la tasa de crecimiento de un agregado monetario amplio, y una evaluación de las previsiones sobre el comportamiento de los precios y de los riesgos para la estabilidad de precios, en el área del euro en su conjunto, en función de un conjunto amplio de indicadores.

I La estabilidad de precios y su importancia

El Tratado establece que "el objetivo prioritario del SEBC será el mantenimiento de la estabilidad de precios" (véase el Recuadro I: El mandato del Eurosistema: extractos clave del Tratado). Con objeto de cumplir este mandato tan claramente definido, el Tratado concede al SEBC y, por tanto, al Eurosistema un grado importante de independencia institucional, aún cuando esta se complementa con amplias obligaciones de transparencia y de rendición de cuentas.

La lógica del Tratado es clara. Al asignar taxativamente el objetivo prioritario de la estabilidad de precios a un banco central independiente, el Tratado reconoce que si la política monetaria se centra en el mantenimiento de la estabilidad de precios en el área del euro, se garantiza que realizará la mejor contribución posible al cumplimiento de los objetivos económicos generales de la Unión Europea y sus ciudadanos. Este punto de vista se basa en la

Recuadro I

El mandato del Eurosistema: extractos clave del Tratado

Artículo 105 (1)

El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el Eurosistema apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 2.

Artículo 2

La Comunidad tendrá por misión promover... un desarrollo armonioso y equilibrado de las actividades económicas en el conjunto de la Comunidad, un crecimiento sostenible y no inflacionista que respete el medio ambiente, un alto grado de convergencia de los resultados económicos, un alto nivel de empleo y de protección social, la elevación del nivel y de la calidad de vida, la cohesión económica y social y la solidaridad entre los Estados miembros.

Artículo 3a

Para alcanzar los fines enunciados en el artículo 2, la acción de los Estados miembros y de la Comunidad incluirá... la definición y la aplicación de una política monetaria y de tipos de cambio única cuyo objetivo primordial sea mantener la estabilidad de precios y, sin perjuicio de dicho objetivo, el apoyo a la política económica general de la Comunidad.

Recuadro 2

Los beneficios de la estabilidad de precios

Numerosos argumentos económicos muestran los beneficios de la estabilidad de precios. En este recuadro se reflejan específicamente los beneficios de la estabilidad de precios para el crecimiento económico real y las perspectivas de empleo. Entre los principales argumentos destacan los siguientes:

1. La estabilidad de precios mejora la transparencia del mecanismo de precios relativos, evitando distorsiones y contribuyendo a asegurar una asignación eficiente de los recursos reales por el mercado, tanto en sus diferentes usos como a lo largo del tiempo. Una asignación más eficiente elevará el potencial productivo de la economía. En este sentido, la estabilidad de precios crea un entorno en el que las necesarias reformas estructurales instrumentadas por los gobiernos nacionales con objeto de aumentar la flexibilidad y eficiencia de los mercados pueden ser mucho más efectivas.
2. Tal como se señala en el presente artículo, los precios estables minimizan la prima de riesgo de la inflación incorporada a los tipos de interés a largo plazo, lo que reduce el nivel de estos últimos y contribuye a promover la inversión y el crecimiento.
3. Si existe incertidumbre sobre el nivel futuro de precios, se desvían recursos reales en operaciones de cobertura contra la inflación o la deflación en vez de utilizarse para fines productivos. La credibilidad obtenida manteniendo la estabilidad de precios evita estos costes y favorece un entorno propicio a decisiones de inversión real eficientes. La estabilidad de precios elimina también los costes reales que se producen cuando la inflación o la deflación agrava las distorsiones que el régimen fiscal y el sistema de prestaciones sociales causan sobre el comportamiento económico.
4. El mantenimiento de la estabilidad de precios evita la redistribución significativa y arbitraria de la riqueza y de la renta que surge en entornos tanto inflacionistas como deflacionistas y contribuye, por lo tanto a mantener la cohesión social y la estabilidad.

En su conjunto, estos argumentos sugieren que el mantenimiento de la estabilidad de precios contribuye por sí mismo a la consecución de objetivos relacionados con el producto o el empleo. Por tanto, la lógica en que se fundamenta la estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad, según el Tratado y el Eurosistema, es que los objetivos relacionados con el producto y el empleo pueden alcanzarse mejor mediante una política monetaria que se centra en la estabilidad de precios.

Por otro lado, la evidencia empírica parece indicar claramente que la estabilidad de precios tiene unos efectos favorables importantes sobre la evolución económica real. Varios estudios, referidos a un gran número de países, han mostrado que los que tienen una menor inflación crecen, por término medio, con mayor rapidez (véase, por ejemplo, Robert J. Barro *Determinants of economic growth*, MIT Press, 1997). Además, las estimaciones empíricas de los beneficios de la estabilidad de precios son, en algunos casos, sustanciales. Algunos estudios han mostrado que los costes en los que se incurre cuando la inflación agrava las distorsiones intrínsecas a los regímenes fiscales y de prestaciones sociales son considerables (véase, por ejemplo, Martin S. Feldstein, *Costs and benefits of price stability*, Chicago University Press, de próxima aparición este año). La ampliación de este análisis a varios países del área del euro sugiere que los beneficios del mantenimiento de la estabilidad de precios en estos contextos pueden ser incluso mayores que en los Estados Unidos.

creencia - confirmada por décadas de experiencia práctica y por numerosos estudios económicos de carácter empírico - de que una

política monetaria que mantiene la estabilidad de precios de forma duradera y creíble, contribuirá de la mejor forma posible a la mejora de las

perspectivas económicas y a la elevación de los niveles de vida. El Recuadro 2 revisa las razones por las cuales la estabilidad de precios reporta beneficios sustanciales para el crecimiento y el empleo.

El Tratado reconoce también que se producirá una interacción entre la política monetaria única del Eurosistema y las políticas instrumentadas por otras instituciones de la Unión Europea. Dado el riesgo potencial de intervención política en el diseño y puesta en práctica de la política monetaria única, el Tratado estableció la independencia del BCE y de los bancos centrales nacionales (BCNs) frente a los gobiernos nacionales y a interferencias políticas. Esta independencia institucional permite al Eurosistema perseguir la estabilidad de precios en un marco adecuado a medio plazo, reforzando así significativamente la credibilidad de la política monetaria. En efecto, es ampliamente reconocido que un banco central carente de independencia es susceptible de recibir presiones a corto plazo que pueden ser perjudiciales para el mantenimiento de la estabilidad de precios. Así pues, la independencia institucional del Eurosistema, garantizada por el Tratado, sirve a los intereses de los ciudadanos, ya que estos se benefician del entorno de estabilidad de precios.

La estabilidad de precios y el tipo de cambio

No obstante, la independencia institucional no significa aislamiento. El Eurosistema se relacionará con otros responsables de la toma de decisiones políticas, por ejemplo, en lo referente a la política cambiaria. Puesto que la política del tipo de cambio ha de ser coherente con la política monetaria, el Tratado establece que el objetivo prioritario de la política cambiaria de la Comunidad, es el mantenimiento de la estabilidad de precios. En este sentido, el Tratado asigna al Eurosistema la "tarea básica" de realizar "las operaciones cambiarias en coherencia con lo estipulado en el artículo 109". El artículo 109 prevé que el Consejo de Ministros (en su composición de Ministros de Hacienda), actuando por unanimidad, puede concertar "acuerdos formales sobre un sistema

de tipos de cambio del euro respecto a las monedas no-comunitarias". Además, señala que el Consejo de Ministros puede también emitir "orientaciones generales" para el Eurosistema referentes a la política cambiaria, acordadas por mayoría cualificada. En relación con la primera cuestión, el Consejo de Ministros aclaró en un informe al Consejo Europeo de diciembre de 1997 que, con toda probabilidad, no se establecerá en un futuro previsible un sistema formal de cambios de este tipo. En el mismo informe, el Consejo de Ministros anunciaba, aunque no de forma legalmente vinculante, que únicamente emitiría "orientaciones" en circunstancias excepcionales, como, por ejemplo, en el caso de un claro desalineamiento.

En las circunstancias actuales - en las que no existe ni un acuerdo formal ni una orientación general sobre tipos de cambio - el tipo de cambio del euro será el resultante de la política monetaria y del resto de las políticas, tanto de las actuales como de las esperadas en el área del euro y fuera de ella, así como de la percepción de dichas políticas por parte de los participantes en los mercados. El hecho de que la estrategia de política monetaria del Eurosistema no incluya objetivo alguno para el tipo de cambio del euro, facilita que se centre en su tarea de mantenimiento de la estabilidad de precios en el área del euro.

La política monetaria y el apoyo a la política económica en general

Como consecuencia de la necesidad de cooperación y diálogo entre los responsables de la política económica en un entorno interdependiente, el Tratado requiere del Eurosistema "*un apoyo a la política económica general de la Comunidad destinado a contribuir al logro de los objetivos de aquella, tal como se establecen en el artículo 2*". Al mismo tiempo, subrayando el reconocimiento de los peligros de la interferencia política en la política monetaria, el Tratado establece que las acciones del Eurosistema no deberán "*poner en peligro el objetivo de la estabilidad de precios*". Tanto la lógica del Tratado como los argumentos presentados en el Recuadro 2 sugieren taxativamente que la mejor contribución que la

Recuadro 3

Transparencia y rendición de cuentas del Eurosistema

En términos generales, los bancos centrales deben ser abiertos, transparentes y deben rendir cuentas, ofreciendo al público una información completa sobre sus actividades, incluyendo las acciones de política monetaria. Un banco central transparente y que rinde cuentas, refuerza su credibilidad mediante una comunicación clara con el público, transmitiendo que su política monetaria está adecuadamente orientada hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios. En este sentido, el Eurosistema cumple con las prácticas normales de cualquier banco central e, incluso, las supera.

El Presidente del BCE convocará una conferencia de prensa inmediatamente después de celebrarse la primera reunión del Consejo de Gobierno de cada mes. En el curso de la misma, el Presidente hará una extensa declaración en la que dará a conocer la valoración por parte del Consejo de la situación económica y de las perspectivas de precios. Dicha declaración será seguida por un turno de preguntas. El calendario de estas reuniones y conferencias ya ha sido anunciado para el año 1999. Esta declaración periódica se complementará con la publicación de un Boletín Mensual, con el que se pretende proporcionar al público y a los mercados financieros una evaluación completa del entorno económico, junto con algunos artículos sobre la estructura de la economía y sobre temas actuales de importancia para la política monetaria única.

Además, se publicará el balance del Eurosistema con frecuencia semanal y se elaborará un informe anual sobre las actividades del Eurosistema, así como informes trimestrales. Estos informes deberán presentarse al Parlamento Europeo, al Consejo de Ministros y a la Comisión de las Comunidades Europeas. El Parlamento celebrará un debate general sobre los informes que recibe. El Presidente y los miembros del Comité Ejecutivo del BCE deberán contestar a las preguntas formuladas por los comités del Parlamento Europeo. El Presidente comparecerá ante el comité parlamentario cinco veces al año, después de presentarse los informes trimestrales y el anual mencionados anteriormente.

Mediante intervenciones y discursos, los miembros del Consejo de Gobierno informarán también al público sobre la política monetaria y la economía. El personal del BCE publicará documentos de trabajo y análisis técnicos para su revisión en círculos profesionales y su evaluación científica. Estos artículos y otras publicaciones tratarán no sólo el tema central de la política monetaria y el mecanismo de transmisión monetaria, sino también los principales problemas económicos a los que se enfrenta Europa, entre los que destaca el alto nivel de desempleo.

Haciendo uso de todos estos medios de comunicación, el BCE se compromete a comunicarse con el público de una manera clara y transparente. Así pues, el Eurosistema muestra claramente un alto grado de transparencia y de rendición de cuentas.

política monetaria única puede hacer en este papel de apoyo es centrarse en el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, creando así un clima de estabilidad en el que pueden ser más efectivas las demás políticas. En ausencia de tal reconocimiento, existiría el peligro de que el público llegase a dudar del compromiso del Eurosistema con la estabilidad de precios, con lo que se revisarían al alza las expectativas de inflación y las primas de riesgo, aumentarían los tipos de interés a largo plazo y se elevaría el coste de la inversión necesaria para

generar aumentos sostenibles y duraderos en los niveles de vida.

En este sentido, el Consejo de Gobierno del BCE se muestra altamente preocupado por el elevado nivel actual de desempleo en el área del euro. Sin embargo, este problema es fundamentalmente de origen estructural, pues se debe, principalmente a la existencia de rigideces en los mercados de bienes y de trabajo en el área del euro, que son el resultado, en parte, de una regulación excesiva o inadecuada de dichos mercados. La respuesta de

política adecuada son las reformas estructurales encaminadas a la reducción de dichas rigideces. En efecto, en los países del área del euro en los que se han puesto en práctica estas reformas, el desempleo ha disminuido sustancialmente. Así, políticas estructurales efectivas en el conjunto del área del euro generarían un mayor crecimiento real tendencial y, en el contexto de su estrategia de política monetaria, el Eurosistema tendría lógicamente en cuenta este mayor crecimiento. Sin embargo, el intento de reducir el desempleo por medio de una política monetaria inflacionista sería, en último término, contraproducente, ya que tal política sólo conseguiría minar la estabilidad de precios a medio plazo, que es la base de un crecimiento duradero y sostenible del empleo.

Transparencia y rendición de cuentas

Todos los bancos centrales operan en un contexto social, político e institucional determinado. En democracia, es vital que un banco central independiente sea abierto, transparente y claro en cuanto a la justificación de sus acciones, y que rinda cuentas de su comportamiento. Reconociendo la importancia de estas cuestiones en el área del euro, el Tratado impone al Eurosistema unas obligaciones informativas que se encuentran entre las más estrictas que se exigen a cualquier banco central. En la práctica, el Eurosistema se ha comprometido incluso a sobrepasar estos estrictos requerimientos (véase el Recuadro 3: Transparencia y Rendición de cuentas del Eurosistema).

2 El papel de una estrategia de política monetaria

El objetivo prioritario de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios. Sin embargo, un banco central no puede controlar directamente el nivel de precios utilizando los instrumentos de política monetaria a su disposición. Por el contrario, los bancos centrales se enfrentan a un complejo proceso de transmisión desde sus propias acciones de política monetaria hasta las variaciones en el nivel general de precios. Este mecanismo de transmisión de la política monetaria se caracteriza por la existencia de varios canales distintos, cada uno de ellos con retardos largos, variables y no totalmente predecibles. Además, el propio mecanismo de transmisión está en continua transformación debido a los cambios del comportamiento económico y de la estructura institucional.

Dada la complejidad del mecanismo de transmisión, la preparación, la discusión y la presentación de las decisiones de política monetaria deben desarrollarse dentro de un marco claro y coherente. Este es el papel que desempeña la estrategia de política monetaria. Esta estrategia cumple dos tareas cruciales:

- *Primero*, la estrategia impone una estructura

clara al propio proceso de toma de decisiones de política. Dicha estrategia ha de asegurar que el Consejo de Gobierno dispone de la información y del análisis necesarios para tomar las decisiones de política monetaria que permitan mantener la estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno debe trabajar dentro de marco analítico coherente que permita que la evolución de las condiciones económicas se plasme en unas decisiones adecuadas sobre las condiciones ofrecidas en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema y en sus facilidades permanentes. Utilizando estos instrumentos, el Eurosistema puede ejercer un control operativo considerable sobre los tipos de interés de mercado a corto plazo, que influyen, a su vez, sobre otras variables económicas y, finalmente, sobre el nivel de precios.

- *Segundo*, la estrategia de política monetaria del Eurosistema es un vehículo de comunicación con el público. La política monetaria es más efectiva cuando es creíble - es decir, cuando el público confía plenamente en que la política monetaria está totalmente comprometida con el objetivo de estabilidad

de precios y en que su puesta en práctica asegurará el logro efectivo de este objetivo. Por consiguiente, la estrategia de política monetaria no sólo debe determinar el objetivo prioritario de la política monetaria, sino que debe convencer también al público de que se alcanzará dicho objetivo.

En el diseño de una estrategia de política monetaria que haya de desempeñar estos dos papeles complementarios, resulta esencial conocer cómo funciona la economía. Se requiere, en especial, disponer de la información referente a las amenazas futuras a la estabilidad de precios que puedan deducirse de la observación de la evolución actual de la situación económica; es decir, deberán analizarse las *propiedades* que presentan las variables monetarias, financieras y otras variables económicas como indicadores de la evolución de los precios.

Además, resulta fundamental comprender en líneas generales cómo la política monetaria afectará a la economía en general y, en último término, al nivel de precios, a través de los tipos de interés nominales a corto plazo. La comprensión del mecanismo de transmisión contribuirá a la formación de juicios sobre si las medidas de política adoptadas son las adecuadas para combatir las amenazas a la estabilidad de precios que revelan las variables utilizadas como indicadores.

Una estrategia de política monetaria es, por tanto, una descripción coherente y estructurada de cómo van a tomarse las decisiones de política monetaria a la luz del comportamiento de los indicadores económicos, con objeto de lograr el objetivo prioritario de la estabilidad de precios.

3 Criterios para la selección de una estrategia de política monetaria para el Eurosistema

Criterios generales

Con objeto de cumplir los objetivos anteriormente descritos, la estrategia de política monetaria del Eurosistema debe satisfacer un conjunto de criterios generales, de los cuales el más importante es el criterio de *eficacia*. La mejor estrategia de política monetaria del Eurosistema será la que asegure el logro del objetivo prioritario de estabilidad de precios y que muestre un compromiso creíble y realista con dicho objetivo prioritario.

Como anteriormente se indicaba, para que una estrategia de política monetaria sea eficaz, ha de ser creíble. En otras palabras, el público, en general, y los mercados financieros, en particular, deben estar convencidos de que el Consejo de Gobierno del Eurosistema se compromete a mantener la estabilidad de precios, de que posee los instrumentos y la capacidad técnica para hacerlo, y de que está poniendo en práctica su política monetaria pensando en dicho objetivo.

Con objeto de crearse una buena reputación y, por consiguiente, obtener la credibilidad

necesaria para conducir con éxito y eficacia la política monetaria única, la estrategia de política monetaria del Eurosistema ha de satisfacer otro conjunto de criterios.

- ◆ La estrategia ha de ser *clara y comprensible*. Si existe ambigüedad respecto al objetivo de la política monetaria o respecto a cómo se alcanzará dicho objetivo, se creará una incertidumbre innecesaria en el público.
- ◆ Adicionalmente, la estrategia ha de ser *transparente*. El Consejo de Gobierno habrá de hacer pública ex-ante la información pertinente sobre cómo van a tomarse las decisiones de política monetaria, así como sobre el razonamiento económico que las sustentan.
- ◆ La estrategia debe asegurar que el Eurosistema se someterá al principio de *rendición de cuentas*, tanto en lo referente a sus medidas de política como al logro del objetivo prioritario de la estabilidad de

precios. Desde el punto de vista del Consejo de Gobierno, esto implica la publicación de un objetivo cuantitativo respecto del cual el público pueda juzgar razonablemente el comportamiento del Eurosistema y de su política monetaria única.

- ♦ Finalmente, la estrategia debe ser *coherente con la independencia institucional del Eurosistema*.

decisiones de política monetaria y a su implementación cambiará la estructura de importantes sectores de la economía, especialmente del sector financiero. Además, el cambio de régimen modificará, probablemente, la formación de expectativas en el área del euro, fenómeno del que ya existe evidencia en muchos países en los últimos años, en los que la adopción de un compromiso duradero y creíble con la estabilidad de precios ha servido para estabilizar las expectativas de inflación a largo plazo a unos niveles tan bajos que no tienen precedentes.

El contexto específico al inicio de la Unión Monetaria

Además de los criterios generales esbozados, han de tenerse en cuenta también ciertas características importantes del entorno específico al que se enfrenta el Eurosistema al inicio de la Tercera Etapa y durante los primeros años de la misma.

La adquisición de credibilidad es particularmente importante para el BCE al inicio de la Tercera Etapa, puesto que se trata de una institución nueva que carece de unos antecedentes o de una reputación propia. Los BCNs participantes, que forman parte del Eurosistema, han construido a lo largo de los años una sólida reputación de mantenimiento de la estabilidad de precios. Asegurando la mayor continuidad posible con los objetivos y con el satisfactorio comportamiento de los BCNs antes de la Unión Monetaria, el Eurosistema puede heredar esa reputación, en beneficio de su credibilidad en el futuro.

Sin embargo, el Eurosistema se enfrenta a una situación única al inicio de la Unión Monetaria. En estas circunstancias tan especiales, lo que preocupa particularmente al Eurosistema son las incertidumbres que inevitablemente surgen como consecuencia del propio paso a la Tercera Etapa, y que se refieren, en particular, a la forma en que afectará la transición a la Tercera Etapa de la UEM al comportamiento económico, a las estructuras institucionales y a las series estadísticas del área del euro.

La adopción de la política monetaria única marca un significativo *cambio de régimen*. La transformación institucional que afecta a las

como consecuencia de los cambios señalados, las relaciones empíricas entre variables económicas que han sido estimadas utilizando datos del pasado pueden presentar inestabilidades. Lo anterior puede complicar la evaluación que haga el Eurosistema de las condiciones económicas, puesto que pueden verse alteradas las propiedades que presentan las variables monetarias y financieras, y otras variables económicas, como indicadores de la evolución futura de los precios.

En cuanto a la estructura de la economía del área del euro, las variaciones de comportamiento al inicio de la Tercera Etapa pueden ser especialmente pronunciadas en el sector financiero, donde el impacto de la Unión Monetaria puede ser más inmediato. Por ejemplo, el comportamiento de los agregados monetarios - en los que el peso de los depósitos bancarios es muy importante - puede verse afectado por la transición a la Tercera Etapa. La introducción del euro podría llevar también a cambios en el sistema bancario y a desplazamientos en las carteras privadas entre activos monetarios y no monetarios.

Sin embargo, los cambios estructurales e institucionales no se limitarán al sistema financiero. La eliminación del riesgo cambiario en el área del euro, en combinación con el programa de mercado único, aumentará la transparencia de la fijación de precios en los mercados de bienes y de trabajo y, por consiguiente, probablemente se intensificarán la competencia y la innovación. En términos más generales, el consumo y la inversión pueden verse afectados por el cambio de régimen hacia un

entorno de precios estables. En estas circunstancias, la elaboración de los análisis y de las previsiones macroeconómicos se complicará también, puesto que las relaciones empíricas históricas en las que se basan, pueden presentar inestabilidades.

Estas incertidumbres - que proceden directamente de la propia transición a la Tercera Etapa - se interrelacionarán y agravarán en el contexto económico más amplio en el que se establece la Unión Monetaria. La creciente internacionalización de la economía global y la actual pauta de rápidos cambios tecnológicos han afectado a todos los sectores de la economía. Todos estos efectos pueden variar las propiedades de las variables que son indicadores clave, las cuales habrán de ser interpretadas, por consiguiente, con especial cuidado y cautela.

Además, en muchos aspectos, la Unión Monetaria ha creado un área económica enteramente nueva, para la que no se han recopilado en el pasado un conjunto de datos suficientemente amplio y armonizado. Actualmente, se dispone de un conjunto de series totalmente, o casi totalmente, armonizadas, que incluyen los datos monetarios del área del euro, los datos de balanza de pagos y el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). Sin embargo, estas estadísticas para el área del euro en su conjunto se basan, en parte, en conceptos nuevos, y las propiedades de estas series no se conocen bien todavía. Por lo tanto, la incertidumbre a que se enfrentan los responsables de la toma de decisiones en relación con las propiedades como indicador de las estadísticas disponibles para el área del euro, es mayor que lo que era habitual en el pasado en cada país.

4 La estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad del Eurosistema

Después de considerar distintas opciones en función de los criterios y consideraciones anteriormente esbozadas, el Consejo de Gobierno del BCE hizo pública la estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad, que servirá de guía a sus decisiones de política en la Tercera Etapa de la UEM. Los principales elementos de dicha estrategia fueron presentados al público el 13 de octubre de 1998, y han sido desarrollados posteriormente en conferencias y comunicaciones del Presidente del BCE y otros miembros del consejo de Gobierno. La estrategia consta de tres elementos principales:

- ◆ una definición cuantitativa del objetivo prioritario de la política monetaria única, a saber, la estabilidad de precios;
- ◆ los "dos pilares" de la estrategia utilizados para alcanzar el referido objetivo:
 - un papel destacado del dinero, señalado por el anuncio de un valor de referencia para el crecimiento de un agregado monetario amplio; y
 - una evaluación de las previsiones de

evolución futura de los precios y de los riesgos para la estabilidad de precios en el área del euro en su conjunto, en función de un conjunto amplio de indicadores.

La definición cuantitativa de la estabilidad de precios

La definición

El Consejo de Gobierno ha decidido publicar una definición cuantitativa de la estabilidad de precios. Una definición que se hace pública proporciona una guía clara para las expectativas sobre la evolución futura de los precios, y contribuye a la credibilidad de la nueva estrategia. La publicación de la definición de estabilidad de precios según el Eurosistema permite que el público pueda evaluar el éxito de la política monetaria única, contribuyendo así al cumplimiento de los principios de transparencia y rendición de cuentas que deben guiar la estrategia de política monetaria del Eurosistema.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado la definición siguiente: "se

define la estabilidad de precios como un incremento interanual por debajo del 2%, del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para el área del euro". De acuerdo con esta definición la estabilidad de precios "habrá de mantenerse a medio plazo".

La expresión "por debajo del 2%" delimita claramente el límite superior de la tasa de inflación registrada por el IAPC que es compatible con la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el uso en la definición de la palabra "incremento" indica claramente que la deflación, es decir, las disminuciones prolongadas del nivel del índice IAPC, no se considerarán acordes con la estabilidad de precios.

Debe advertirse que la definición de estabilidad de precios del Eurosistema se alinea con las definiciones utilizadas por la mayoría de los BCNs del área del euro antes de la transición a la Unión Monetaria, lo que introduce un importante elemento de continuidad con las estrategias de política monetaria seguidas con éxito en el pasado por aquellos.

El Índice IAPC

La definición elegida identifica al IAPC como el índice de precios que deberá utilizarse a la hora de evaluar si se ha conseguido y mantenido la estabilidad de precios. Este índice fue creado inicialmente para la evaluación de la convergencia de precios en la Segunda Etapa, y se encuentra ampliamente armonizado en los distintos países del área del euro. La utilización del IAPC resulta también coherente con el hecho de que el público normalmente centra su atención sobre los precios de consumo como indicador del nivel de precios de la economía.

Existe un amplio consenso entre los economistas pertenecientes a círculos académicos, financieros y a los bancos centrales, respecto a que distintas formas de los llamados "sesgos de medición" pueden aparecer en los índices de precios de consumo (IPC). Estos sesgos surgen, principalmente, de los cambios en las pautas de gasto y de las mejoras de calidad de los bienes y servicios que se incluyen en la cesta utilizada

para definir cada índice de precios concreto. En la construcción de los índices de precios, no resulta siempre posible corregir totalmente tales sesgos, y ello lleva normalmente a una ligera sobrevaloración de la "verdadera" tasa de inflación.

El IAPC para el área del euro es un concepto relativamente nuevo para el que no existen series históricas largas. Por lo tanto, los estudios sobre la magnitud de los sesgos de medición del IAPC son preliminares y poco concluyentes. Eurostat ha realizado considerables esfuerzos para reducir o eliminar los sesgos de medición del IAPC, por lo que es probable que el sesgo del IAPC sea menor que el observado en los IPC nacionales de los países pertenecientes al área del euro. Además, la evidencia empírica disponible sugiere que el sesgo de medición de los IPC nacionales del área del euro es menor que los que han sido estimados, en varios estudios relevantes, para los índices de precios de consumo de otros países.

Sin embargo, no se conoce aún hasta qué punto han tenido éxito los intentos llevados a cabo para minimizar el sesgo de medición del IAPC. Por otra parte, es probable que la magnitud de dicho sesgo varíe en el tiempo, a medida que evoluciona la estructura de la economía, lo que, a su vez, origina cambios en los métodos estadísticos. Por todo ello, la definición de estabilidad de precios ha evitado incluir estimaciones explícitas del sesgo de medición del IAPC, al tiempo que tiene en cuenta su existencia al no fijar en cero el límite inferior de los incrementos registrados en el nivel de precios.

Por último, el Consejo de Gobierno explicó que, al definir la estabilidad de precios en términos del IAPC para el área del euro, establecía claramente que sus decisiones se basarían en la evaluación de las condiciones del área del euro en su conjunto. Con una política monetaria única, las decisiones deben tomarse de forma que reflejen las condiciones prevalecientes en el área del euro en su totalidad, y no las prevalecientes en áreas regionales o nacionales específicas.

Orientación a medio plazo

La afirmación de que "*la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo*" refleja la necesidad de que la política monetaria tenga un enfoque de medio plazo, al tiempo que reconoce la existencia de una volatilidad de los precios a corto plazo, resultado de perturbaciones no monetarias, que la política monetaria no puede controlar. Buenos ejemplos de estas perturbaciones son los efectos de los cambios de los impuestos indirectos o de las variaciones de los precios internacionales de las materias primas. En este sentido, no puede hacerse responsable al Eurosistema de los efectos sobre los precios de unas perturbaciones a corto plazo sobre las que prácticamente carece de control. Por ello, la evaluación de la política monetaria única con un horizonte de medio plazo posibilita una rendición de cuentas por parte del Eurosistema genuina y significativa.

Por otra parte, la orientación a medio plazo de la política monetaria permite una respuesta gradualista y acompañada ante ciertos tipos de perturbaciones económicas imprevistas, cuyo impacto sobre el nivel de precios pueda suponer una amenaza para la estabilidad de precios. Una respuesta del banco central de estas características no introducirá incertidumbres innecesarias, y posiblemente auto-sostenidas, con respecto a los tipos de interés a corto plazo o con respecto a la economía real, al tiempo que asegurará que la estabilidad de precios - y los beneficios que ésta reporta - se mantenga a medio plazo.

Los dos pilares de la estrategia

El valor de referencia - un papel destacado para el dinero

La inflación es, en el fondo, un fenómeno monetario. En consecuencia, el Consejo de Gobierno ha reconocido que es importante conceder al dinero un papel destacado en la estrategia del Eurosistema. El dinero constituye un "ancla nominal" natural, firme y fiable, para una política monetaria orientada al mantenimiento de la estabilidad de precios. El importante papel que desempeña el dinero en la estrategia global

orientada hacia la estabilidad, subraya también la responsabilidad del Eurosistema respecto de los impulsos monetarios que afectan a la inflación, impulsos sobre los que un banco central tiene mayor control que sobre la inflación misma.

Con objeto de señalar el papel destacado que se ha asignado al dinero, el Consejo de Gobierno ha anunciado un valor de referencia cuantitativo para el crecimiento monetario, que será un pilar de la estrategia global orientada hacia la estabilidad. Se pretende que dicho valor de referencia ayude al Consejo de Gobierno a analizar y presentar la información contenida en los agregados monetarios, de forma que ofrezca una guía coherente y creíble a la política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios.

Conviene destacar dos características del valor de referencia cuantitativo del crecimiento monetario elegido:

♦ *Primero*, este valor de referencia es coherente con la estabilidad de precios - y contribuye a su consecución. Para asegurar que el valor de referencia sea coherente con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, el dinero debe mantener una relación estable con el nivel de precios del área del euro, en dicho horizonte temporal. La estabilidad de dicha relación se evalúa habitualmente en el marco de una función de demanda de dinero, donde un agregado monetario específico se relaciona con el nivel de precios y con otras variables macroeconómicas, como la renta real y los tipos de interés.

♦ *Segundo*, las desviaciones sustanciales o prolongadas del crecimiento monetario respecto del valor de referencia indicarían, en circunstancias normales, un riesgo para la estabilidad de precios a medio plazo. Esta característica exige, tanto que exista una relación estable entre el dinero y el nivel de precios, como que el crecimiento monetario sea un *indicador adelantado* de la evolución del nivel de precios.

Sin embargo, el concepto de un valor de

referencia no implica que el Eurosistema se comprometa a corregir las desviaciones a corto plazo del crecimiento monetario respecto del valor de referencia. Los tipos de interés no se modificarán "mecánicamente" en respuesta a esas desviaciones en un intento de devolver el crecimiento monetario a su valor de referencia. En este sentido, el agregado monetario del área del euro para el que se anuncia un valor de referencia no necesita ser *controlable* a corto plazo utilizando un tipo de interés nominal a corto plazo estrechamente influido por el Eurosistema. Esta es una de las principales diferencias entre establecer un valor de referencia y fijar un objetivo monetario.

La evidencia empírica disponible sugiere que los agregados monetarios amplios (es decir, los que incluyen una amplia gama de depósitos, comprendiendo los depósitos a plazo y de ahorro, así como los sustitutos cercanos de los mismos, como los pasivos bancarios a corto plazo negociables) presentan las propiedades necesarias para que se establezca un valor de referencia. En el pasado, la demanda de un agregado monetario amplio ha sido estable a largo plazo en el área del euro y, además, los agregados amplios han sido buenos indicadores adelantados de la evolución del nivel de precios. Por el contrario, los agregados monetarios estrechos del área del euro, aunque controlables a través de los tipos de interés nominales a corto plazo, no han presentado un comportamiento estable, ni han sido buenos indicadores adelantados de la evolución del nivel de precios. Obviamente, esta evidencia ha de considerarse con cierta cautela, dadas las incertidumbres estadísticas y económicas anteriormente comentadas. En cualquier caso, la evidencia empírica ha sido considerada lo bastante concluyente como para que se haya elegido fijar un valor de referencia para el agregado M3, definido de una forma amplia para que incluya no sólo la circulación fiduciaria y los depósitos convencionales de los agregados monetarios amplios, sino también las participaciones de fondos del mercado monetario (FMMs) y los valores de renta fija emitidos por las instituciones monetarias y financieras (IFMs). Los aspectos conceptuales y empíricos de los agregados monetarios del área del euro se comentan con

más detalle en un artículo que se publicará en el Boletín Mensual de febrero de 1999.

En este marco, el valor de referencia del crecimiento monetario ha sido obtenido utilizando la conocida relación entre el dinero, por un lado, y los precios, el producto interior bruto (PIB) real y la velocidad de circulación, por otro. En cuanto a los precios, la obtención del valor de referencia ha de basarse en la definición de estabilidad de precios realizada por el Eurosistema. Además, en vista de la orientación a medio plazo de la política monetaria, resulta conveniente basar la obtención del valor de referencia en supuestos sobre la evolución a medio plazo del PIB real y sobre la velocidad de circulación. En este sentido, la utilización del crecimiento tendencial del PIB real tendería a conferir un carácter contracíclico a la política monetaria. En efecto, un crecimiento observado del PIB real por debajo de tendencia estaría normalmente asociado a un crecimiento monetario menor que el que se deriva utilizando el crecimiento tendencial de esa variable.

El 1 de diciembre de 1998, el Consejo de Gobierno anunció el valor de referencia para el crecimiento de M3. La obtención de este valor de referencia se basaba en los siguientes supuestos a medio plazo:

- ◆ La estabilidad de precios se mantiene de acuerdo con la definición publicada por el Eurosistema, de forma que los incrementos interanuales del IAPC para el área del euro son inferiores al 2%.
- ◆ El crecimiento real tendencial del producto interior bruto (PIB) se sitúa entre el 2% y el 2½% anual.
- ◆ A medio plazo, la disminución de la velocidad de circulación de M3 está comprendida entre, aproximadamente, el ½% y el 1% cada año.

Al fijar el valor de referencia del crecimiento monetario, el Consejo de Gobierno subrayó que la definición de estabilidad de precios publicada por el Eurosistema limita los incrementos del IAPC situándolos "por debajo del 2%" para el área

del euro. Además, la disminución tendencial observada de la velocidad se sitúa probablemente algo por debajo del límite superior de su intervalo del ½%-1%. Teniendo en cuenta estos dos factores, el Consejo de Gobierno decidió situar su valor de referencia para el crecimiento de M3 en el 4½% anual.

El Consejo de Gobierno decidió hacer pública una tasa de referencia específica para el crecimiento monetario, en vez de un intervalo de referencia, dado que el anuncio de un intervalo de referencia podía ser erróneamente interpretado por el público en el sentido de que los tipos de interés se modificarían inmediatamente si el crecimiento monetario sobrepasase los límites del intervalo, lo que desvirtuaría el papel del valor de referencia en la estrategia global.

El valor de referencia contribuirá a informar sobre las decisiones que se tomen sobre los tipos de interés con la finalidad de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Por consiguiente, en principio, una desviación del crecimiento monetario respecto del valor de referencia estimulará análisis adicionales con objeto de identificar e interpretar la perturbación económica que causó dicha desviación. Si dicho análisis sugiere que la perturbación identificada efectivamente supone una amenaza para la estabilidad de precios, la política monetaria responderá de forma adecuada para contrarrestar dicho riesgo. La relación entre el crecimiento monetario efectivo y el valor de referencia será, por tanto, cuidadosa y regularmente analizada por el Consejo de Gobierno. Los resultados de dicho análisis y su impacto sobre las decisiones de política se harán públicos y, a través de este proceso, la toma de decisiones de política monetaria se realizará de un modo más claro y transparente.

Aunque la presentación del análisis monetario al público se centrará lógicamente en la evolución del agregado monetario "clave", M3, respecto del valor de referencia establecido para el crecimiento monetario, se realizará también una evaluación detallada y continuada de la evolución de otros agregados monetarios, de los distintos componentes de M3, y de las contrapartidas de

todos estos agregados en el balance consolidado de las IFMs. Dicho análisis ofrece una información valiosa que facilita la evaluación del comportamiento de M3.

Una evaluación de las perspectivas de precios basada en un conjunto amplio de indicadores

Aunque los datos monetarios contienen información imprescindible para una formulación de política monetaria rigurosa, no constituyen en sí mismos un resumen completo de toda la información sobre la economía que se requiere para conducir una política monetaria adecuada para el mantenimiento de la estabilidad de precios. Por lo tanto, junto con el análisis del crecimiento monetario en relación con el valor de referencia, la evaluación de las perspectivas de precios y de los riesgos para la estabilidad de precios en el área del euro basada en un conjunto amplio de indicadores desempeñará un papel importante en la estrategia del Eurosistema.

Este conjunto de indicadores económicos incluirá muchas variables con propiedades de indicadores adelantados de la evolución futura de los precios. Entre estas variables destacan, entre otras, las siguientes: los salarios, el tipo de cambio, los precios de los valores de renta fija y la curva de rendimientos, diversas medidas de la actividad real, indicadores de política fiscal, índices de precios y de costes y encuestas de consumidores. Obviamente, al evaluar el carácter de la política monetaria también será útil estudiar las previsiones de inflación obtenidas a partir de todas estas variables. En este sentido, el Eurosistema evaluará una gama completa de previsiones de inflación elaboradas por organismos internacionales, otras autoridades, participantes en el mercado, etc., y producirá también su propio análisis sobre las perspectivas de inflación.

Sin embargo, dadas las incertidumbres institucionales, estructurales y de comportamiento, la previsión de la evolución de precios en el área del euro será inevitablemente difícil. Por ello, las previsiones de inflación habrán de ser interpretadas con cautela y cuidado. Téngase, además, en cuenta que una previsión no puede abarcar e integrar todas las

variables de importancia para la política monetaria, ni puede siempre incorporar indicadores con la frecuencia temporal oportuna. Como consecuencia, un análisis profundo de las variables individuales desempeña un papel importante en el marco diseñado para la evaluación de las perspectivas de precios, complementando el papel que pueda desempeñar cualquier variable en la previsión. Así, tanto las previsiones como el análisis de indicadores individuales contribuirán a informar al Consejo de Gobierno sobre la naturaleza

específica del entorno macroeconómico y de las perturbaciones que afectan a la economía, de las que dependen normalmente las decisiones de política monetaria.

Basándose en esta estrategia, el Consejo de Gobierno se ha comprometido a proporcionar explicaciones completas e inmediatas de su evaluación de las condiciones económicas generales, así como de los fundamentos económicos de las mismas. Se presentará así al público una valoración transparente de la formulación de la política monetaria.

5 Conclusiones

Como se indicó anteriormente, la estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad del Eurosistema constituye una estrategia nueva y distinta, que refleja las circunstancias y el entorno institucional únicos con los que se enfrentará el Eurosistema.

Esta estrategia orientada hacia la estabilidad hace hincapié en la prioridad imperiosa que se concede al mantenimiento de la estabilidad de precios según la definición cuantitativa publicada por el Eurosistema. La estrategia tiene como objetivo identificar las perturbaciones económicas que amenazan la estabilidad de precios, y pretende estimular una respuesta por parte de la política monetaria que les haga frente y que sea ajustada tanto a las condiciones económicas existentes como a la naturaleza de los riesgos estimados. La estrategia reconoce que el hecho de contar con una sola variable u objetivo intermedio tiene pocas probabilidades de permitir encontrar la respuesta adecuada en todas las circunstancias. En particular, las respuestas mecánicas a un número limitado de indicadores o previsiones al principio de la Tercera Etapa pueden resultar especialmente equivocadas, dada la inevitable incertidumbre sobre las relaciones económicas debida al cambio de régimen asociado con la transición a la Unión Monetaria.

La estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad evita, por lo tanto, las respuestas de política monetaria "mecanicistas" frente a desviaciones de un objetivo específico o

a la evolución de una determinada variable. Por el contrario, se realizará un análisis completo de los datos monetarios en relación con el valor de referencia cuantitativo para el crecimiento monetario y una evaluación de un conjunto amplio de indicadores económicos, con objeto de identificar los acontecimientos y perturbaciones económicos que representan una amenaza para la estabilidad de precios. Este análisis servirá entonces de base para la selección de una respuesta de política monetaria adecuada, orientada hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo.

Esta estrategia requiere un esfuerzo considerable por parte del Eurosistema para explicar su evaluación de la situación económica. El Consejo de Gobierno se compromete a sobrepasar los requisitos de información y comunicación previstos en el Tratado, que ya se encuentran, por otra parte, entre los más rigurosos impuestos a cualquier banco central.

En este contexto, la estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad del Eurosistema asegurará que se mantenga la estabilidad de precios a medio plazo de forma creíble y duradera en el conjunto del área del euro. Esta es la mejor contribución que puede hacer la política monetaria única para mejorar el nivel vida de los ciudadanos europeos.



Estadísticas del área euro

Índice

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 realizadas mediante subastas	6*
1.4	Estadísticas de reservas mínimas	7*
2	Evolución monetaria y financiera en el área del euro	
2.1	Balance agregado del Eurosistema	9*
2.2	Balance agregado de otras IFMs del área del euro (excluyendo el Eurosistema)	10*
2.3	Balance consolidado de las IFMs del área del euro (incluyendo el Eurosistema)	11*
2.4	Agregados monetarios	12*
2.5	Tipos de interés del mercado monetario	14*
2.6	Rendimientos de la Deuda Pública	15*
2.7	Índices de los mercados bursátiles	16*
2.8	Tipos de interés de operaciones bancarias	17*
3	Mercado de valores: emisiones y amortizaciones en el área del euro (<i>no incluido en esta edición</i>)	
4	IAPC y otros precios en el área del euro	
4.1	Índice Armonizado de Precios de Consumo	18*
4.2	Otros indicadores de precios y costes	19*
5	Indicadores de la Economía real en el área del euro	
5.1	Indicadores de producción y demanda	20*
5.2	Indicadores del mercado laboral	21*
5.3	Encuestas de opinión	21*
6	Ahorro, inversión y financiación en el área del euro	22*
7	Déficit, Deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en el área del euro y en los países de dicha área	
7.1	Déficit, Deuda y operaciones de las Administraciones Públicas	23*
7.2	Déficit de las Administraciones Públicas	24*
7.3	Deuda y empleos corrientes de las Administraciones Públicas	24*
8	Balanza de Pagos del área del euro (<i>no incluido en esta edición</i>)	
9	Comercio de bienes y servicios en el área del euro	
9.1	Exportaciones	25*
9.2	Importaciones	26*
9.3	Balanza de mercancías	27*
10	Tipos de cambio	28*
11	Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE	29*
12	Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE	
12.1	Evolución económica y financiera	30*
12.2	Ahorro, inversión y financiación	31*
	Notas generales	33*

I Estadísticas de Política Monetaria

Cuadro I.I

Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de EUR)

1. Activo

	Oro y derechos en oro 1	Activos en moneda extranjera frente a no residentes en el área del euro 2	Activos en moneda extranjera frente a residentes en el área del euro 3	Activos en euros frente a no residentes en el área del euro 4	Préstamos en euros a entidades financieras de contrapartida del área del euro 5	Operaciones principales de financiación 6	Operaciones de financiación a más largo plazo 7	Operaciones temporales de ajuste 8
1999 Ene 1	99598	230342	6704	8939	185120	144924	24698	6680

2. Pasivo

	Billetes en circulación 1	Depósitos en euros de entidades financieras de contrapartida del área del euro 2	Cuentas corrientes (incluidos los depósitos vinculados al sistema de reservas mínimas) 3	Facilidad de depósito 4	Depósitos a plazo 5	Operaciones temporales de ajuste 6	Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía 7	Certificados de deuda emitidos 8
1999 Ene 1	341708	87308	84437	973	1886	0	12	13835

Fuente: BCE.

ESTADÍSTICA MONETARIA									ESTADÍSTICA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS		
ESTADÍSTICA MONETARIA			ESTADÍSTICA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS						ESTADÍSTICA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS		
ESTADÍSTICA MONETARIA		ESTADÍSTICA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	ESTADÍSTICA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS			ESTADÍSTICA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS			ESTADÍSTICA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS		
ESTADÍSTICA MONETARIA	ESTADÍSTICA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS										

								Total activo	
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 el área del euro	Créditos en euros a las Administraciones Públicas	Otros activos			
9	10	11	12	13	14	15		16	
0	6372	26	2420	21650	60125	84683	697160	1999	Ene 1

								Total pasivo	
Depósitos en euros de otros residentes en el área del euro	Pasivos en euros con no residentes en el área del euro	Pasivos en moneda extranjera con residentes en el área del euro	Pasivos en moneda extranjera con no residentes en el área del euro	Contrapartida de los derechos especiales de giro emitidos por el FMI	Capital y reservas	Otros pasivos			
9	10	11	12	13	14	15		16	
61477	9969	595	3314	5765	112498	60690	697160	1999	Ene 1

Cuadro 1.2

Tipos de interés de las facilidades permanentes del BCE

(niveles en porcentajes anuales; 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	-
Ene 4 ¹⁾	2,75	0,75	3,25	-1,25

Fuente : BCE.

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

Cuadro 1.3

Operaciones de Política Monetaria del Eurosistema realizadas mediante subastas

(importes en millones de EUR; tipos de interés en porcentajes anuales)

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Operaciones principales de financiación						
		Importe solicitado 2	Importe adjudicado 3	Subastas a tipo de interés fijo		Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días 7
				Tipo fijo 4	Tipo marginal 5	Tipo medio ponderado 6		
1999 Ene 7	Tipo fijo	481625	75000	3,00				13

1999

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Operaciones de financiación a más largo plazo						
		Importe solicitado 2	Importe adjudicado 3	Subastas a tipo de interés fijo		Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días 7
				Tipo fijo 4	Tipo marginal 5	Tipo medio ponderado 6		
1999								

1999

Fuente: BCE.

Cuadro I.4

Estadísticas de reservas mínimas

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

(millones de EUR)

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 1							

Fuente: BCE.

- 1) Los pasivos frente a otras instituciones 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 institución 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 instituciones mencionadas arriba, esa institución puede deducir de la base computable el 10% de dichos pasivos.
- 2) La base de pasivos computables a 1 de enero de 1999 se usa para calcular las reservas mínimas para el período de mantenimiento que comienza el 1 de enero de 1999 y finaliza el 23 de febrero de 1999. Los correspondientes datos agregados se enviarán al BCE a finales de febrero de 1999.

2. Reservas mantenidas ¹⁾

(millones de EUR; tipos de interés como porcentajes anuales)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias ²⁾	Reservas reales mantenidas ³⁾	Exceso de reservas ⁴⁾	Incumplimientos ⁵⁾	Tipo de interés sobre las reservas obligatorias(%) ⁶⁾
	1	2	3	4	5
1999 Feb					

Fuente: BCE.

- 1) Este cuadro contendrá datos para períodos completos de mantenimiento. El primer período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas finaliza el 23 de febrero de 1999.
- 2) El montante de las reservas obligatorias de cada institución 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 del balance a fin de mes; a continuación, cada institución deduce del total así obtenido una franquicia de 100.000 EUR. Posteriormente las reservas obligatorias resultantes para cada institución de crédito se agregan para determinar el total correspondiente al área del euro.
- 3) Suma de las tenencias medias diarias de las instituciones sujetas a reservas mínimas en sus cuentas de reservas, durante el período de mantenimiento.
- 4) Reservas medias efectivamente mantenidas por encima del nivel obligatorio, calculadas para las instituciones que han cumplido las reservas mínimas.
- 5) Reservas medias efectivamente mantenidas por debajo del nivel obligatorio, calculadas para las instituciones 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 laborables) a las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase cuadro I.3).

2 Evolución monetaria y financiera en el área del euro

Cuadro 2.1

Balance agregado del Eurosistema¹⁾

(miles de millones de EUR (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar))

1. Activo

	Préstamos a residentes en el área del euro	Valores distintos de acciones emitidas por residentes en el área del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en el área del euro			Resto del mundo			Total activo				
		IFMs	Administraciones Públicas	Otros residentes en el área del euro	IFMs	Administraciones Públicas	Otros residentes en el área del euro	IFMs	Otros residentes en el área del euro	Resto del mundo	Activos fijos	Otros activos	15		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1997															
Sep	245,1	222,6	21,8	0,6	115,8	0,9	113,7	1,2	2,9	0,5	2,4	278,9	7,1	44,7	694,5
Oct	250,7	228,2	21,8	0,6	114,0	0,8	112,0	1,2	2,9	0,5	2,4	278,3	7,2	43,1	696,1
Nov	242,1	219,7	21,8	0,6	113,9	0,8	111,7	1,5	2,9	0,5	2,4	280,3	7,2	53,9	700,2
Dic	254,3	232,5	21,1	0,6	114,3	0,8	112,1	1,4	2,9	0,5	2,4	288,9	7,0	52,1	719,5
1998															
Ene	238,1	216,5	21,2	0,4	111,9	1,0	109,5	1,5	2,9	0,5	2,5	291,0	7,2	41,1	692,3
Feb	261,0	239,2	21,2	0,7	108,3	1,0	105,9	1,5	2,9	0,6	2,4	291,4	7,3	42,3	713,3
Mar	246,7	225,3	21,2	0,2	106,7	2,3	103,1	1,2	3,0	0,6	2,5	290,3	7,5	39,4	693,5
Abr	241,0	219,4	21,2	0,4	102,5	2,5	99,2	0,8	3,0	0,6	2,5	294,9	7,6	43,8	692,8
May	243,0	221,6	21,2	0,3	101,9	2,9	98,2	0,8	3,1	0,6	2,5	298,2	7,7	46,9	700,7
Jun	325,4	304,1	21,1	0,2	105,4	6,6	98,0	0,8	3,3	0,8	2,5	288,4	7,8	47,9	778,2
Jul	338,5	317,2	21,1	0,2	87,8	3,2	83,8	0,8	4,7	2,1	2,6	292,6	8,0	49,9	781,6
Ago	339,9	318,5	21,1	0,2	88,1	2,8	84,5	0,9	4,7	2,0	2,7	290,7	8,0	54,9	786,3
Sep	326,7	305,4	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,7	2,0	2,7	288,4	8,0	50,2	760,7
Oct	326,9	305,6	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7	4,7	2,0	2,7	297,8	8,1	49,7	760,5
Nov (p)	322,5	301,0	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6	4,7	2,0	2,7	304,9	8,1	51,5	769,7

2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en el área del euro				Instrumentos del mercado monetario	Obligaciones emitidas	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Total pasivo	
		IFMs	Administración Central	Otras APP y otros residentes en el área del euro	6						11	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1997												
Sep	337,1	139,6	80,4	55,8	3,3	17,3	16,8	100,8	15,9	67,0	694,5	
Oct	337,2	144,0	88,6	51,9	3,5	17,0	16,6	99,9	15,7	65,6	696,1	
Nov	340,7	141,6	82,3	54,5	4,8	13,3	15,6	100,9	15,9	72,3	700,2	
Dic	352,8	147,0	91,9	52,2	2,9	13,2	15,0	105,6	16,1	69,8	719,5	
1998												
Ene	338,7	136,3	83,4	50,7	2,2	13,9	16,3	107,4	16,1	63,5	692,3	
Feb	338,7	159,2	93,7	61,5	4,0	13,3	16,5	105,6	15,1	64,9	713,3	
Mar	339,2	138,1	88,4	47,0	2,7	11,3	17,2	104,8	15,3	67,5	693,5	
Abr	342,6	131,4	84,8	44,5	2,2	12,0	16,9	103,7	16,4	69,6	692,8	
May	344,9	142,0	90,9	47,1	4,0	13,1	15,3	103,5	15,9	66,1	700,7	
Jun	344,2	208,3	149,3	54,5	4,5	13,5	14,1	111,6	20,8	65,6	778,2	
Jul	349,2	200,1	132,8	64,2	3,0	13,9	14,3	110,3	24,0	69,9	781,6	
Ago	343,4	209,0	135,5	69,9	3,5	12,4	13,5	110,2	21,6	76,2	786,3	
Sep	340,2	196,1	124,4	67,2	4,5	11,2	12,8	106,4	23,2	70,8	760,7	
Oct	341,1	198,2	129,2	64,8	4,3	11,7	11,8	106,6	22,6	68,4	760,5	
Nov (p)	342,8	210,6	147,3	56,9	6,4	12,5	11,6	103,3	20,0	68,9	769,7	

Fuente: BCE.

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

Cuadro 2.2

Balance agregado de otras IFMs del área del euro (excluyendo el Eurosistema)

(miles de millones de EUR (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar))

1. Activo

	Préstamos a residentes en el área del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en el área del euro				Instrumentos del mercado monetario	Acciones y participaciones emitidas por residentes en el área del euro		Resto del mundo	Activos fijos	Otros activos	Total activo	
	IFMs	Administraciones Públicas	Otros residentes en el área del euro		IFMs	Administraciones Públicas	Otros residentes en el área del euro		IFMs	Otros residentes en el área del euro						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1997																
Sep	8132,5	2730,0	813,4	4589,1	1879,1	625,7	1067,2	186,2	102,0	307,0	90,5	216,5	1571,8	234,8	751,1	12978,4
Oct	8199,6	2766,6	817,9	4615,2	1882,1	630,2	1066,4	185,6	102,9	311,8	91,7	220,1	1578,7	237,7	764,5	13077,3
Nov	8297,8	2826,4	830,1	4641,3	1894,0	634,4	1071,7	187,9	100,7	316,6	92,5	224,1	1633,3	240,2	797,5	13280,1
Dic	8426,6	2899,3	820,7	4706,5	1856,5	628,5	1048,6	179,4	95,6	329,8	94,2	235,6	1617,1	235,1	765,3	13325,9
1998																
Ene	8475,5	2950,5	806,5	4718,5	1900,2	641,4	1072,7	186,1	101,0	351,1	102,2	248,9	1631,7	232,4	801,8	13493,7
Feb	8513,9	2967,7	805,6	4740,6	1921,1	644,9	1084,9	191,2	102,5	363,6	104,6	259,0	1656,0	232,7	807,5	13597,3
Mar	8552,8	2973,9	804,8	4774,1	1946,4	648,1	1102,7	195,7	101,2	384,4	108,9	275,4	1693,7	234,2	785,6	13698,2
Abr	8593,8	2980,4	807,9	4805,6	1967,1	657,7	1113,5	195,9	102,2	396,0	112,1	284,0	1665,6	234,3	803,4	13762,5
May	8602,8	2982,8	799,2	4820,8	1988,6	664,4	1125,0	199,2	102,7	403,9	114,4	289,5	1656,3	243,1	817,9	13815,2
Jun	8736,7	3056,9	805,5	4874,4	1992,6	673,5	1126,8	192,3	101,5	401,5	115,2	286,4	1691,8	240,1	824,6	13988,7
Jul	8714,1	2994,7	801,8	4917,6	2007,1	687,6	1124,7	194,8	101,7	393,2	115,1	278,0	1650,4	235,0	814,5	13916,0
Ago	8737,1	3019,1	803,9	4941,1	2026,4	698,8	1132,3	195,3	100,5	387,6	116,1	271,5	1650,7	236,1	761,7	13899,9
Sep	8807,5	3039,6	806,4	4961,5	2027,9	702,3	1131,2	194,5	99,9	381,4	107,9	273,5	1641,6	236,9	780,9	13976,1
Oct	8925,8	3119,6	813,5	4992,7	2051,7	704,9	1148,1	198,7	99,6	387,0	112,3	274,7	1635,4	238,8	792,5	14130,7
Nov (p)	9057,4	3201,3	818,4	5037,7	2069,0	722,5	1152,0	194,5	109,4	400,3	115,0	285,3	1697,0	241,2	750,1	14324,5

2. Pasivo

	Efectivo en circulación				Depósitos de residentes en el área del euro				Otras AAPP y otros residentes en el área del euro				Participaciones en fondos del mercado monetario	Obligaciones emitidas	Instrumentos del mercado monetario	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Total pasivo
	IFMs	Administración Central	Otras administraciones		A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales		10	11	12	13	14	15	16			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9										
1997																			
Sep	0,4	7467,0	2843,8	96,0	4527,2	1137,1	1895,4	1287,4	207,3	226,9	1906,8	143,6	677,1	1331,2	1225,4	12978,4			
Oct	0,4	7533,1	2894,1	99,9	4539,1	1139,3	1904,2	1288,5	207,2	222,1	1913,2	146,6	675,5	1344,1	1242,3	13077,3			
Nov	0,4	7627,8	2966,5	88,9	4572,3	1165,4	1899,3	1291,8	215,8	224,4	1923,9	145,6	677,7	1393,2	1287,2	13280,1			
Dic	0,4	7749,7	2992,3	102,4	4655,0	1224,3	1897,0	1328,4	205,3	215,3	1925,1	138,8	687,5	1391,3	1217,8	13325,9			
1998																			
Ene	0,4	7777,9	3029,6	95,6	4652,7	1178,0	1915,3	1341,9	217,5	220,2	1944,5	145,2	690,8	1434,5	1280,1	13493,7			
Feb	0,4	7825,4	3066,3	98,4	4660,7	1179,8	1919,4	1345,2	216,3	221,3	1967,8	147,2	696,0	1468,7	1270,5	13597,3			
Mar	0,4	7832,1	3076,9	92,8	4662,4	1208,8	1894,8	1346,5	212,3	221,2	1985,1	149,5	710,3	1520,0	1279,5	13698,2			
Abr	0,4	7862,6	3079,7	97,2	4685,7	1223,2	1909,9	1346,1	206,6	223,9	1999,4	156,3	702,6	1491,3	1325,9	13762,5			
May	0,4	7885,7	3092,8	88,2	4704,8	1240,0	1908,6	1348,0	208,2	226,4	2012,1	150,9	712,2	1483,8	1343,6	13815,2			
Jun	0,4	7989,6	3167,2	94,4	4728,0	1287,7	1889,6	1347,1	203,6	225,0	2042,4	145,9	718,9	1494,2	1372,3	13988,7			
Jul	0,4	7946,0	3147,5	92,2	4706,3	1248,5	1894,8	1346,8	216,2	225,3	2062,9	152,8	720,3	1470,1	1338,1	13916,0			
Ago	0,4	7973,3	3175,7	95,5	4702,1	1239,2	1905,7	1348,7	208,5	228,1	2072,4	152,9	719,8	1469,6	1283,5	13899,9			
Sep	0,4	8010,0	3210,9	96,4	4702,7	1264,0	1883,6	1347,0	208,2	224,9	2073,9	153,2	718,3	1481,1	1314,2	13976,1			
Oct	0,4	8097,2	3281,0	96,2	4720,1	1268,3	1884,7	1350,4	216,7	223,8	2074,9	160,2	720,2	1523,3	1330,8	14130,7			
Nov (p)	0,4	8207,2	3367,8	97,4	4742,1	1309,9	1881,0	1352,3	198,8	255,5	2087,7	168,6	724,2	1599,3	1281,6	14324,5			

Fuente: BCE

Cuadro 2.3

Balance consolidado de las IFMs del área del euro (incluyendo el Eurosistema)¹⁾

(miles de millones de EUR (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar))

1. Activo

	Préstamos a residentes en el área del euro	Administraciones Públicas	Otros residentes en el área del euro	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en el área del euro	Administraciones Públicas	Otros residentes en el área del euro	Acciones y participaciones emitidas por residentes en el área del euro	Resto del mundo	Activos fijos	Otros activos	Total activo
	1	2	3		5	6	7	8	9	10	11
1997											
Sep	5425,0	835,2	4589,7	1368,3	1180,9	187,5	218,9	1822,6	242,0	795,8	9872,5
Oct	5455,5	839,7	4615,8	1365,1	1178,3	186,8	222,5	1829,2	244,9	807,5	9924,7
Nov	5493,8	851,9	4641,9	1372,8	1183,4	189,4	226,5	1885,4	247,3	851,4	10077,2
Dic	5549,0	841,9	4707,1	1341,5	1160,7	180,8	238,0	1871,2	242,1	817,4	10059,2
1998											
Ene	5546,6	827,6	4719,0	1369,7	1182,2	187,5	251,4	1893,8	239,6	842,8	10143,9
Feb	5568,0	826,7	4741,3	1383,5	1190,8	192,7	261,4	1918,8	240,0	849,8	10221,6
Mar	5600,3	826,0	4774,3	1402,6	1205,7	196,9	277,9	1954,8	241,7	825,0	10302,3
Abr	5635,0	829,0	4806,0	1409,4	1212,7	196,7	286,4	1931,1	241,9	847,1	10350,9
May	5641,4	820,4	4821,0	1423,2	1223,3	199,9	292,0	1925,2	250,8	864,7	10397,3
Jun	5701,1	826,5	4874,6	1417,9	1224,8	193,0	288,9	1949,8	247,9	872,5	10478,0
Jul	5740,7	822,8	4917,9	1404,1	1208,5	195,6	280,7	1912,9	243,0	864,4	10445,8
Ago	5739,3	825,0	4914,3	1412,9	1216,8	196,1	274,2	1911,2	244,1	816,6	10398,3
Sep	5789,2	827,5	4961,7	1407,3	1212,1	195,1	276,2	1900,0	244,9	831,1	10448,7
Oct	5827,5	834,6	4992,9	1419,1	1219,8	199,4	277,4	1903,9	246,8	842,1	10516,9
Nov (p)	5877,6	839,5	5038,1	1423,5	1228,3	195,2	288,0	1972,1	249,3	801,4	10611,9

2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en el área del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario	Obligaciones emitidas	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Saldos entre IFMs no consolidados	Total pasivo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997														
Sep	309,3	151,8	4530,5	1140,3	1895,4	1287,4	207,4	285,8	1297,1	687,0	1347,1	1292,4	-28,4	9872,5
Oct	309,8	151,8	4542,6	1142,6	1904,3	1288,5	207,2	282,8	1298,9	683,3	1359,8	1307,9	-12,2	9924,7
Nov	312,9	143,4	4577,1	1170,0	1899,5	1291,8	215,8	282,5	1304,3	685,6	1409,0	1359,5	2,9	10077,2
Dic	318,4	154,7	4657,9	1227,3	1897,0	1328,4	205,3	271,7	1310,8	698,4	1407,4	1287,6	-47,7	10059,2
1998														
Ene	310,2	146,3	4654,9	1180,2	1915,3	1341,9	217,5	278,2	1318,4	695,6	1450,6	1343,6	-53,9	10143,9
Feb	310,5	160,0	4664,7	1183,7	1919,4	1345,2	216,3	279,3	1338,4	696,5	1483,8	1335,4	-47,0	10221,6
Mar	310,6	139,8	4665,1	1211,5	1894,8	1346,5	212,3	280,8	1351,9	705,6	1535,3	1347,0	-33,8	10302,3
Abr	313,6	141,7	4687,9	1225,4	1909,9	1346,1	206,6	290,0	1356,0	693,7	1507,7	1395,6	-35,3	10350,9
May	315,9	135,3	4708,8	1244,0	1908,6	1348,0	208,2	287,7	1360,2	700,7	1499,7	1409,7	-20,7	10397,3
Jun	314,2	148,9	4732,5	1292,2	1889,6	1347,1	203,6	283,0	1376,4	714,5	1515,0	1437,9	-44,5	10478,0
Jul	319,4	156,4	4709,3	1251,5	1894,8	1346,8	216,2	290,2	1386,4	713,4	1494,1	1408,0	-31,5	10445,8
Ago	313,7	165,4	4705,6	1242,7	1905,7	1348,7	208,5	292,9	1384,3	711,9	1491,2	1359,7	-26,3	10398,3
Sep	310,6	163,6	4707,3	1268,5	1883,6	1347,0	208,2	289,4	1383,4	714,8	1504,3	1385,0	-9,7	10448,7
Oct	312,1	160,9	4724,4	1272,5	1884,7	1350,4	216,7	296,2	1380,9	712,5	1545,9	1399,0	-15,1	10516,9
Nov (p)	313,4	154,3	4748,4	1316,2	1881,0	1352,3	198,9	327,2	1375,7	710,4	1619,4	1350,4	12,7	10611,9

Fuente: BCE.

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

Cuadro 2.4

Agregados monetarios 1)

(miles de millones de EUR (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar) y tasas de variación anuales)

	M2										
	M1				Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Tasa de variación anual ²⁾	Cesiones temporales	Instrumentos del mercado monetario y participaciones en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Tasa de variación anual ²⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1997 Sep	309,3	1204,8	1514,1	8,7	898,7	1121,9	3534,7	3,9	207,4	285,8	70,4
Oct	309,8	1208,7	1518,5	9,3	905,1	1123,8	3547,4	4,2	207,2	282,8	72,1
Nov	312,9	1238,6	1551,5	8,3	899,5	1127,4	3578,4	3,9	215,8	282,5	69,5
Dic	318,4	1296,8	1615,2	6,5	890,3	1161,7	3667,2	3,1	205,3	271,7	73,3
1998 Ene	310,2	1251,3	1561,5	8,3	902,4	1177,6	3641,5	3,8	217,5	278,2	74,5
Feb	310,5	1251,8	1562,4	8,7	898,4	1181,7	3642,4	4,0	216,3	279,3	79,3
Mar	310,6	1281,4	1592,0	9,3	872,5	1183,5	3648,0	4,1	212,3	280,8	85,5
Abr	313,6	1293,4	1607,0	10,7	886,3	1185,3	3678,5	4,8	206,6	290,0	86,0
May	315,9	1310,4	1626,3	10,5	882,6	1189,3	3698,3	4,9	208,2	287,7	89,1
Jun	314,2	1359,3	1673,5	10,0	863,8	1189,6	3726,8	4,9	203,6	283,0	88,7
Jul	319,4	1319,0	1638,4	8,5	866,8	1190,4	3695,6	4,2	216,2	290,2	94,1
Ago	313,7	1309,7	1623,4	8,6	873,4	1193,5	3690,3	4,2	208,5	292,9	88,9
Sep	310,6	1334,1	1644,7	8,6	861,5	1192,6	3698,7	4,6	208,2	289,4	85,3
Oct	312,1	1337,9	1650,0	8,7	865,9	1196,3	3712,2	4,6	216,7	296,2	89,1
Nov (p)	313,4	1381,2	1694,6	9,2	865,2	1198,0	3757,8	5,0	198,9	327,2	80,4

Fuente: BCE.

- 1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFMs y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores distintos de IFMs en el área del euro, excluyendo a la Administración Central.
- 2) Calculada en esta edición a partir de saldos vivos ajustados debido a que la disponibilidad de los datos anteriores a septiembre de 1997 es incompleta. Próximamente, las diferencias en niveles se ajustarán por reclasificaciones, otras revaluaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.
- 3) La tasa anual de crecimiento de M3 correspondiente a noviembre de 1998 se ha ajustado para reflejar el hecho de que, por el momento, un Estado miembro solo dispone de datos sobre fondos de mercado monetario para dicho mes.

M3 Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFMs										
Total 12	Tasa de variación anual 21 31	Media móvil de 3 meses de (centrada) 14	Depósitos				Valores emitidos a más de 2 años 18	Capital y reservas 19	Total 20	
			Depósitos	A plazo superior a 2 años 16	Con preaviso superior a 3 meses 17					
4098,3	4,0	4,1	1214,0	997,3	216,6	1226,7	687,0	3127,6	1997 Sep	
4109,6	4,2	4,2	1215,8	999,8	216,0	1226,7	683,3	3125,8	Oct	
4146,2	4,3	4,1	1216,6	1000,5	216,1	1234,8	685,6	3137,1	Nov	
4217,5	3,9	4,2	1227,0	1007,3	219,8	1237,5	698,4	3162,9	Dic	
4211,6	4,4	4,3	1231,3	1013,6	217,7	1244,0	695,6	3170,9	1998 Ene	
4217,4	4,3	4,4	1239,2	1021,7	217,5	1259,1	696,5	3194,7	Feb	
4226,6	4,4	4,5	1239,7	1022,9	216,8	1266,4	705,6	3211,7	Mar	
4261,2	4,9	4,6	1239,0	1024,3	214,7	1270,0	693,7	3202,8	Abr	
4283,3	4,6	4,7	1239,5	1026,5	213,0	1271,0	700,7	3211,3	May	
4302,1	4,7	4,6	1238,5	1026,5	212,0	1287,7	714,5	3240,7	Jun	
4296,1	4,4	4,5	1239,2	1028,4	210,8	1292,3	713,4	3244,9	Jul	
4280,7	4,2	4,4	1242,7	1032,8	209,9	1295,3	711,9	3249,9	Ago	
4281,6	4,5	4,6	1231,9	1022,6	209,3	1298,1	714,8	3244,9	Sep	
4314,2	5,0	4,7	1228,4	1019,3	209,1	1291,8	712,5	3232,6	Oct	
4364,3	4,5	.	1225,7	1016,2	209,5	1295,3	710,4	3231,4	(p) Nov	

Cuadro 2.5

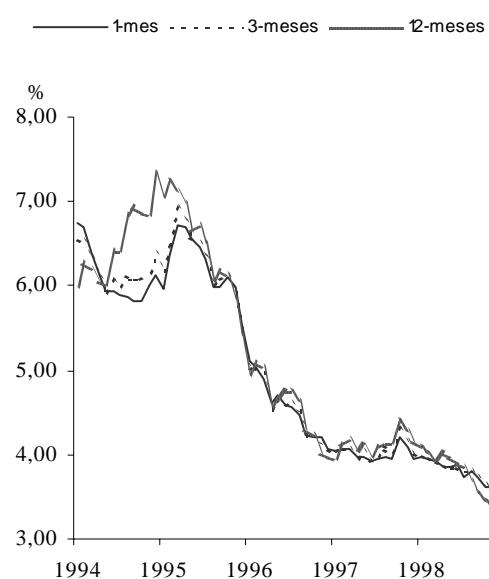
Tipos de interés del mercado monetario ¹⁾

(porcentajes anuales a fin de período)

	Área del euro ²⁾					Estados Unidos		Japón	
	Depósitos a la vista 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		
1997 Dic	3,98	3,94	4,01	4,05	4,15	5,62	0,36		
1998 Ene	3,89	3,97	4,00	4,08	4,08	5,50	0,41		
Feb	4,22	3,96	3,97	3,98	4,02	5,55	0,48		
Mar	3,83	3,93	3,92	3,89	3,93	5,59	0,50		
Abr	3,76	3,86	3,89	3,93	4,01	5,60	0,45		
May	3,79	3,85	3,86	3,89	3,98	5,59	0,37		
Jun	3,76	3,88	3,84	3,85	3,91	5,59	0,43		
Jul	3,77	3,74	3,80	3,82	3,85	5,56	0,34		
Ago	3,78	3,80	3,81	3,72	3,69	5,50	0,37		
Sep	3,81	3,73	3,73	3,64	3,55	5,20	0,12		
Oct	3,66	3,61	3,63	3,53	3,44	5,12	0,68		
Nov	3,40	3,62	3,51	3,43	3,36	5,12	0,68		
Dic	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18		
Dic 4	3,10	3,33	3,29	3,22	3,14	5,09	0,20		
Dic 11	3,13	3,32	3,23	3,14	3,16	5,14	0,12		
Dic 18	2,93	3,27	3,21	3,13	3,14	5,56	0,56		
Dic 25	2,81	3,27	3,14	3,19	3,06	5,18	0,28		
1999 Ene 1	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18		

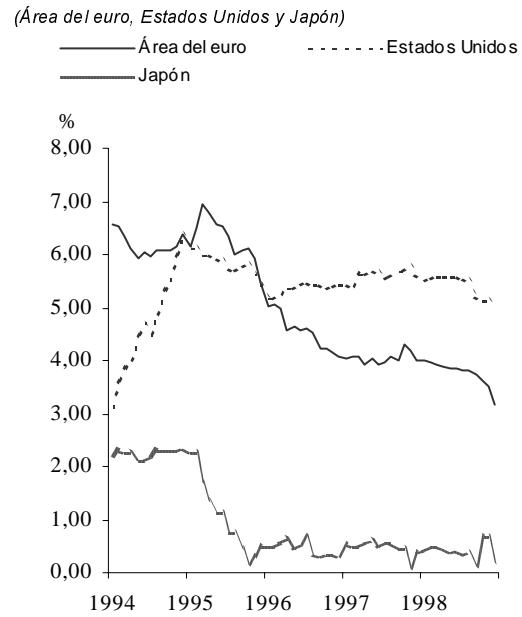
Tipos de interés del mercado monetario en el área del euro

(tipos a 1, 3, y 12 meses)



Tipos a 3 meses del mercado monetario

(Área del euro, Estados Unidos y Japón)



Fuentes: Reuters y BCE.

1) Tipos de oferta de depósitos interbancarios.

2) Hasta el 4 de enero de 1999, los tipos de interés del área del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

Cuadro 2.6

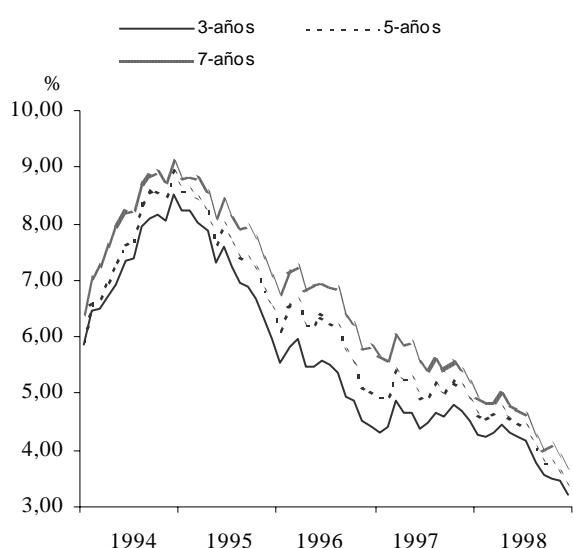
Rendimientos de la Deuda Pública ¹⁾

(porcentaje anual)

	Área del euro ²⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5		
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
1997 Dic	4,33	4,51	4,87	5,20	5,46	5,89	1,65
1998 Ene	4,11	4,27	4,61	4,95	5,22	5,63	1,69
Feb	4,08	4,24	4,55	4,84	5,12	5,65	1,71
Mar	4,17	4,32	4,61	4,86	5,01	5,73	1,56
Abr	4,26	4,44	4,75	4,97	5,00	5,72	1,57
May	4,13	4,30	4,58	4,79	5,06	5,73	1,30
Jun	4,08	4,24	4,50	4,73	4,91	5,58	1,22
Jul	4,04	4,16	4,41	4,62	4,82	5,53	1,36
Ago	3,68	3,78	4,01	4,24	4,59	5,41	1,17
Sep	3,55	3,58	3,77	3,98	4,27	4,87	0,88
Oct	3,39	3,51	3,77	4,09	4,25	4,58	0,82
Nov	3,33	3,44	3,62	3,90	4,24	4,89	0,89
Dic	3,16	3,22	3,38	3,67	3,95	4,69	1,39
Dic 4	3,25	3,31	3,50	3,76	4,00	4,67	1,06
Dic 11	3,18	3,23	3,39	3,62	3,86	4,66	1,17
Dic 18	3,20	3,15	3,35	3,63	3,90	4,63	1,32
Dic 25	3,20	3,23	3,39	3,67	3,98	4,92	1,77
1999 Ene 1	3,16	3,22	3,38	3,67	3,94	4,70	2,02

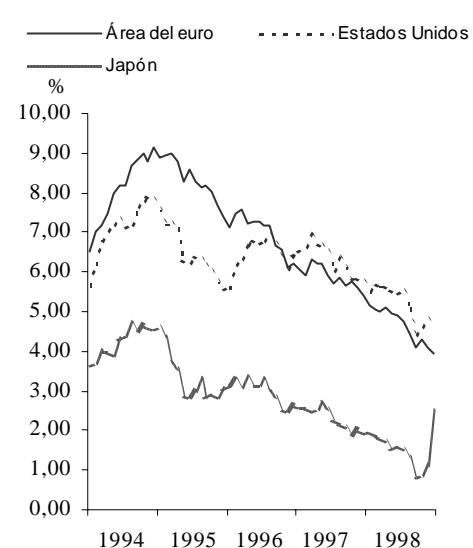
Rendimientos de la Deuda Pública en el área del euro

(rendimientos a 3,5 y 7 años)



Rendimientos de la Deuda Pública a 10 años

(área euro, Estados Unidos y Japón)



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

1) Los rendimientos del área del euro a 2,3,5 y 7 años son datos fin de periodo; los rendimientos a 10 años son medias del periodo.

2) Los rendimientos del área del euro se calculan ponderando los rendimientos nacionales armonizados de la Deuda Pública por el PIB.

Cuadro 2.7

Índices de los mercados bursátiles

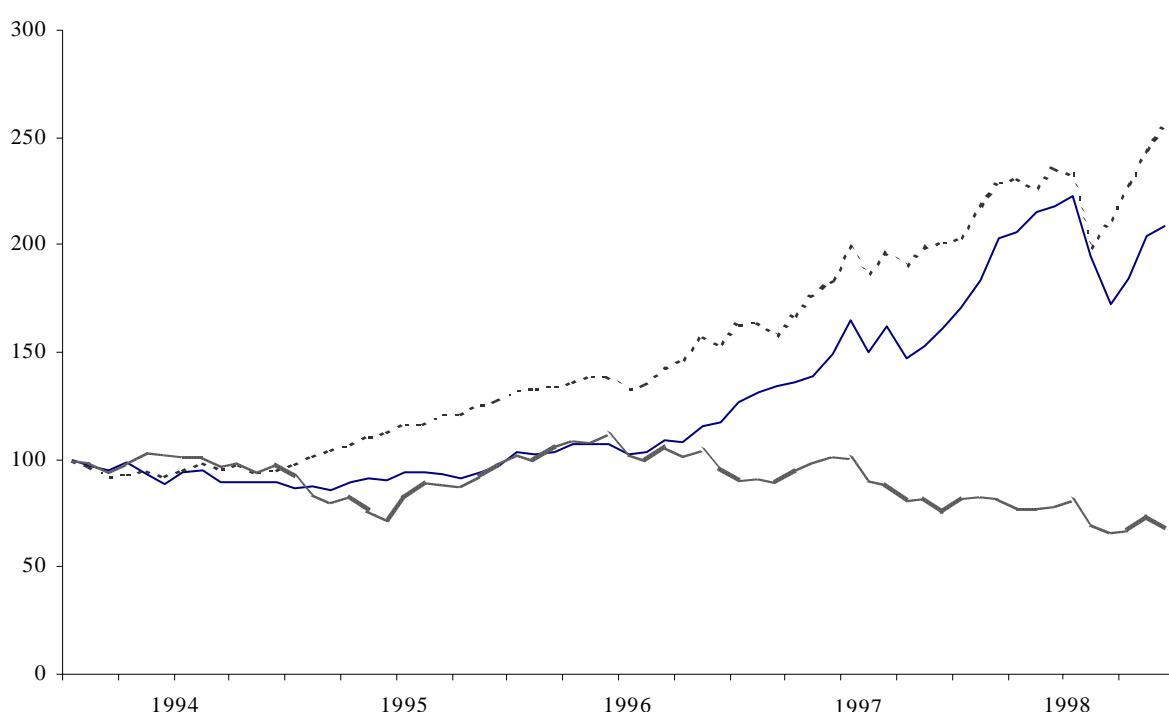
(niveles del índice en puntos; fin de periodo)

	Índices Dow Jones EURO STOXX											Estados Unidos	Japón		
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos												
	Amplio	50	Extracción y metales	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Grupos	Industrial	Tecnología	Eléctricas				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Standard & Poor's 500	Nikkei 225		
1994	127,33	1320,59	145,88	107,82	143,90	125,92	109,29	125,91	132,31	128,66	122,60	455,19	19299,47		
1995	138,37	1506,82	137,78	111,06	181,13	145,46	117,66	133,05	136,18	145,57	152,09	614,57	19417,95		
1996	167,75	1850,32	145,11	120,25	274,94	180,64	137,84	156,11	171,05	153,17	192,40	743,25	20147,27		
1997	229,86	2531,99	166,33	159,82	324,06	249,22	188,87	210,33	204,75	248,37	225,11	962,37	15917,07		
1998	298,37	3342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1229,23	13842,17		
1997 Dic	229,86	2531,99	166,33	159,82	324,06	249,22	188,87	210,33	204,75	248,37	225,11	962,37	15917,07		
1998 Ene	243,93	2676,03	173,71	167,26	338,43	247,28	203,90	220,86	218,99	275,99	242,74	963,36	15929,69		
Feb	262,29	2878,04	185,29	179,88	367,60	252,05	225,29	222,68	234,57	303,85	247,81	1023,74	16797,69		
Mar	289,46	3153,32	196,69	197,27	390,26	278,01	249,55	239,23	270,77	335,91	268,38	1076,83	16840,31		
Abr	293,96	3195,43	204,90	202,37	386,70	270,47	266,59	238,17	276,74	354,64	275,98	1112,20	15941,29		
May	307,44	3357,77	211,08	207,22	401,14	280,40	276,07	248,87	302,71	378,82	285,79	1108,42	15514,28		
Jun	311,58	3406,82	198,55	204,62	430,65	275,47	270,69	244,59	299,67	387,80	294,99	1108,39	15231,29		
Jul	318,06	3480,63	182,52	195,81	436,13	255,90	291,41	226,39	301,26	417,31	305,08	1156,58	16370,17		
Ago	277,73	3050,59	151,13	167,11	413,58	217,55	240,10	194,28	262,30	360,33	279,30	1074,62	15243,98		
Sep	246,31	2670,97	131,62	137,37	379,55	230,22	187,86	182,29	240,51	279,90	277,86	1020,64	14140,69		
Oct	263,49	2887,11	138,21	147,48	419,19	223,71	206,17	197,45	250,98	300,39	295,80	1098,67	13564,51		
Nov	291,73	3232,44	147,95	153,01	442,91	237,51	236,66	208,39	270,40	339,22	306,30	1176,46	14883,70		
Dic	298,37	3342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1229,23	13842,17		
Dic 4	278,59	3048,73	143,19	148,42	435,12	220,10	224,89	199,48	266,43	335,76	300,50	1150,14	14639,97		
Dic 11	273,85	3044,56	141,25	143,08	446,41	218,90	227,98	197,59	261,65	321,45	301,58	1165,02	14405,64		
Dic 18	279,91	3134,19	141,16	146,19	462,56	222,79	235,00	197,42	275,32	331,46	312,63	1179,98	14194,29		
Dic 25	294,21	3301,32	147,53	151,85	477,04	231,32	244,25	208,97	282,58	350,20	320,76	1226,27	13797,95		
1999 Ene 1	298,37	3342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1229,23	13842,17		

Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poors 500 y Nikkei 225 cambiados de base

(Mes base: Enero de 1994=100)

— Dow Jones EURO STOXX Broad - - - - Standard and Poor's 500 ——— Nikkei 225



Fuente: Reuters.

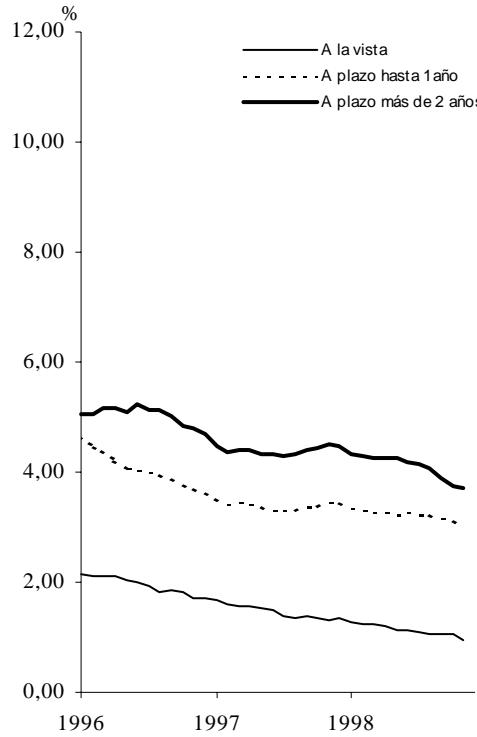
Cuadro 2.8

Tipos de interés de operaciones bancarias

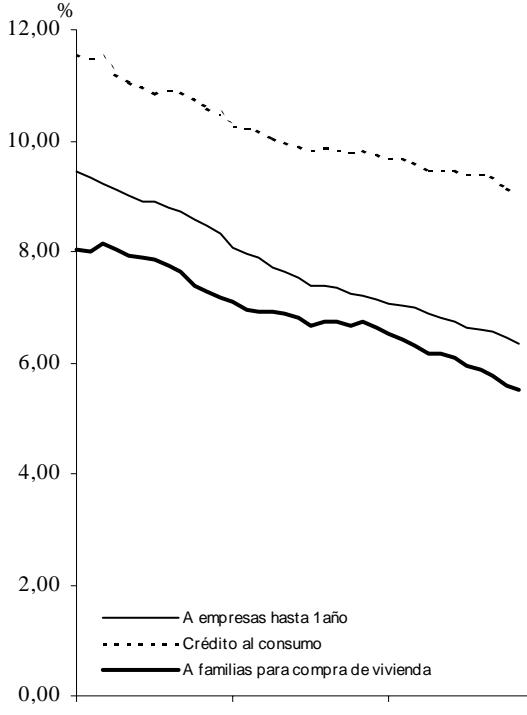
(porcentajes anuales; los tipos de operaciones activas son provisionales)

	Tipos de operaciones pasivas						Tipos de operaciones activas			
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso		A empresas		A familias	
		Hasta 1 año 1	Hasta 2 años 2	Más de 2 años 3	Hasta 3 meses 5	Más de 3 meses 6	Hasta 1 año 7	Más de 1 año 8	Crédito al consumo 9	Para compra de vivienda 10
1996	1,94	4,07	4,68	5,03	3,01	3,16	8,90	.	11,03	7,76
1997	1,47	3,40	3,62	4,40	2,80	3,09	7,54	6,69	9,97	6,81
1997	Nov	1,33	3,44	3,54	4,51	2,79	3,33	7,19	6,60	9,83
	Dic	1,36	3,44	3,52	4,49	2,79	3,39	7,12	6,42	9,77
1998	Ene	1,29	3,35	3,40	4,34	2,77	3,35	7,07	6,36	9,70
	Feb	1,25	3,32	3,35	4,31	2,78	3,30	7,03	6,30	9,69
	Mar	1,25	3,29	3,32	4,26	2,75	3,32	6,99	6,19	9,63
	Abr	1,20	3,27	3,30	4,26	2,74	3,30	6,89	6,12	9,49
	May	1,12	3,24	3,25	4,27	2,73	3,33	6,81	6,09	9,46
	Jun	1,12	3,26	3,27	4,19	2,61	3,34	6,74	6,04	9,47
	Jul	1,08	3,25	3,26	4,15	2,58	3,29	6,61	6,00	9,39
	Ago	1,05	3,23	3,23	4,06	2,56	3,30	6,58	5,91	9,40
	Sep	1,05	3,17	3,17	3,88	2,54	3,21	6,56	5,78	9,37
	Oct	1,04	3,13	3,13	3,76	2,52	3,14	6,45	5,65	9,15
	Nov	0,94	3,06	3,06	3,71	2,52	3,12	6,34	5,57	9,03
										5,52

Tipos de interés de operaciones pasivas



Tipos de interés de operaciones activas



Fuente : BCE.

Estos tipos de interés del área del euro, deben utilizarse con cautela y sólo 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 UM, los citados tipos nacionales se agregan para obtener la información del área del euro, utilizando en algunos casos determinadas aproximaciones e hipótesis de trabajo. Además, los tipos no están armonizados en términos de cobertura (negocios nuevos y/o saldos vivos), naturaleza de los datos (nominales o efectivos) o método de obtención. Las ponderaciones de cada país para los tipos del área del euro se obtienen de los balances mensuales de las IFMs o de aproximaciones a estos. Las ponderaciones reflejan las proporciones que corresponden a cada país respecto al área 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.

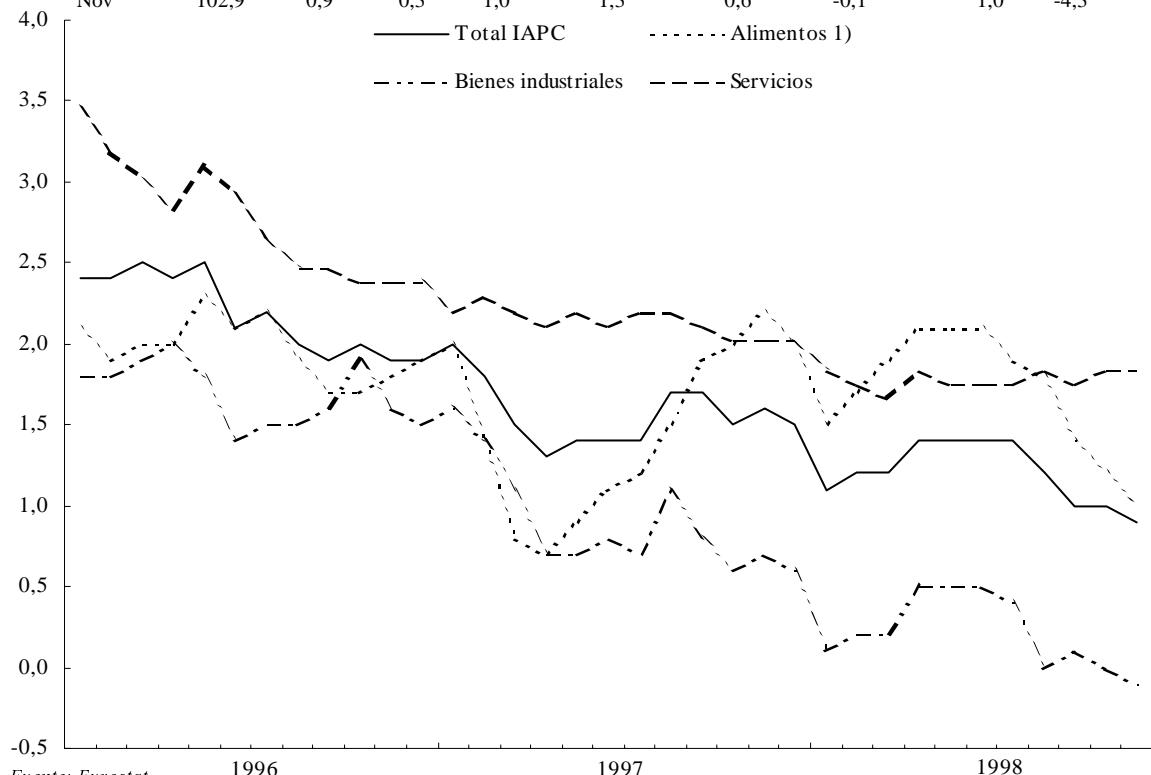
4 IAPC y otros precios en el área del euro

Cuadro 4.1

Índice Armonizado de Precios de Consumo

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total 1996=100	Total	Bienes						Servicios			
			Alimen-			Bienes Industriales	Bienes industriales no energéticos					
			tos ¹⁾	Alimentos elaborados ¹⁾	Alimentos no elaborados		Energía					
Ponderación sobre el total (%) 2)			100,0	100,0	65,4	22,9	13,5	9,4	42,5	33,7	8,8	34,6
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	97,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1996 ³⁾	100,0	2,2	1,8	2,0	2,0	1,9	1,7	1,5	2,4	3,1		
1997	101,6	1,6	1,1	1,5	1,5	1,5	0,9	0,5	2,6	2,4		
1997 II	101,4	1,4	0,8	0,9	1,4	0,3	0,7	0,4	2,0	2,4		
1997 III	101,8	1,6	1,1	1,5	1,5	1,5	0,9	0,3	3,0	2,5		
1997 IV	102,0	1,5	1,1	2,1	1,5	2,9	0,6	0,5	1,0	2,3		
1998 I	102,2	1,2	0,7	1,7	1,3	2,3	0,2	0,6	-1,5	2,0		
1998 II	102,8	1,4	1,1	2,1	1,6	2,9	0,5	1,0	-1,3	2,0		
1998 III	103,0	1,2	0,7	1,7	1,5	2,1	0,2	1,1	-3,2	2,0		
1997 Nov	102,0	1,6	1,2	2,2	1,5	3,2	0,7	0,6	1,2	2,3		
1997 Dic	102,1	1,5	1,1	2,0	1,3	2,9	0,6	0,6	0,5	2,3		
1998 Ene	102,0	1,1	0,6	1,5	1,3	1,8	0,1	0,5	-1,4	2,1		
1998 Feb	102,3	1,2	0,7	1,7	1,3	2,2	0,2	0,6	-1,4	2,0		
1998 Mar	102,4	1,2	0,8	1,9	1,4	2,7	0,2	0,7	-1,7	1,9		
1998 Abr	102,6	1,4	1,1	2,1	1,4	3,1	0,5	0,9	-0,9	2,1		
1998 May	102,9	1,4	1,1	2,1	1,7	2,7	0,5	1,0	-1,4	2,0		
1998 Jun	102,9	1,4	1,1	2,1	1,6	2,8	0,5	1,0	-1,6	2,0		
1998 Jul	103,0	1,4	0,9	1,9	1,6	2,4	0,4	1,0	-1,9	2,0		
1998 Ago	103,0	1,2	0,7	1,8	1,5	2,3	0,0	1,1	-3,8	2,1		
1998 Sep	102,9	1,0	0,5	1,4	1,3	1,5	0,1	1,1	-3,8	2,0		
1998 Oct	102,9	1,0	0,4	1,2	1,3	1,0	0,0	1,0	-4,0	2,1		
1998 Nov	102,9	0,9	0,3	1,0	1,3	0,6	-0,1	1,0	-4,3	2,1		



Fuente: Eurostat.

1) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

2) Referido al índice del período 1998.

3) La tasa de variación interanual en 1996 para el índice general incluye Francia, pero se excluye Francia en todos los demás componentes del IAPC.

Cuadro 4.2

Otros indicadores de precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Precios industriales y de mercancías

	Precios de producción industrial									Precios en el mercado mundial de materias primas (ECU)	
	Total industria excluida construcción 1995 = 100	Total industria excluida construcción	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero	Construcción (1)	Total	Total excluida energía
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	100,0	3,7	3,9	5,2	1,8	2,1	1,4	2,5	.	0,2	2,1
1996	100,7	0,7	1,0	-0,6	1,3	1,7	1,3	1,8	1,2	6,5	-6,9
1997	101,7	1,1	0,6	1,1	0,2	1,0	0,2	1,4	1,4	10,0	13,0
1998	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-21,2	-12,5
1997 III	102,0	1,4	1,0	1,9	0,0	0,9	-0,2	1,4	1,7	12,3	19,7
IV	102,1	1,1	1,0	1,1	0,3	1,3	0,1	1,8	1,4	1,8	14,1
1998 I	101,7	0,5	0,6	-0,1	0,3	1,0	-0,2	1,6	0,4	-13,8	-0,1
III	101,3	-0,2	0,0	-0,9	0,3	.	.	1,0	0,2	-16,6	-10,7
III	100,7	-1,3	-1,0	-2,6	0,5	.	.	0,3	.	-24,3	-18,1
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-30,0	-20,5
1997 Dic	102,0	1,0	1,0	0,7	0,3	1,3	0,1	1,8	-	-3,7	12,3
1998 Ene	101,9	0,6	0,8	0,1	0,3	1,2	-0,2	1,8	-	-12,7	5,4
Feb	101,8	0,5	0,6	-0,1	0,2	1,0	-0,3	1,6	-	-12,8	-0,5
Mar	101,6	0,3	0,5	-0,3	0,3	0,9	-0,2	1,4	-	-15,9	-4,8
Abr	101,5	0,1	0,4	-0,4	0,2	0,8	-0,2	1,2	-	-12,2	-6,0
May	101,3	-0,2	-0,1	-0,9	0,3	0,6	0,0	0,8	-	-18,6	-12,8
Jun	101,1	-0,5	-0,3	-1,3	0,3	.	.	0,8	-	-18,9	-13,3
Jul	100,9	-0,8	-0,6	-1,9	0,5	.	.	0,6	-	-21,1	-14,4
Ago	100,7	-1,4	-1,2	-2,8	0,5	.	.	0,3	-	-26,3	-19,0
Sep	100,5	-1,6	-1,4	-2,9	0,4	.	.	-0,1	-	-25,4	-20,9
Oct	100,3	-1,9	-1,7	-3,5	0,4	.	.	-0,3	-	-30,6	-23,6
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-28,6	-18,4
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-30,8	-19,5

2. Deflactores del producto interior bruto e indicadores de costes laborales

	Deflactores del Producto Interior Bruto (d)					Costes laborales unitarios. Total economía	Remuneración por asalariado. Total economía	Ganancia por trabajador en manufacturas
	PIB 1995 = 100.	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
	12	13	14	15	16	17	18	19
1995	100,0	2,7	2,6	3,0	2,1	1,7	3,5	3,7
1996	102,0	2,0	2,4	2,4	0,7	1,8	3,4	3,5
1997	103,4	1,4	1,8	2,0	0,9	0,6	2,6	3,0
1996 I	101,4	2,5	2,5	3,2	1,2	2,6	3,6	4,1
II	101,7	2,0	2,6	1,9	0,7	2,0	3,3	3,2
III	102,2	1,8	2,2	1,9	0,4	1,7	3,5	3,7
IV	102,6	1,6	2,1	2,0	0,4	1,5	3,3	2,8
1997 I	102,9	1,5	2,0	1,7	0,6	1,8	2,9	3,1
II	103,3	1,5	1,6	2,1	0,8	0,3	2,9	3,4
III	103,4	1,2	1,9	1,7	1,0	-0,1	2,4	2,7
IV	103,9	1,3	1,7	1,7	1,0	-0,4	2,1	2,8
1998 I	104,4	1,4	1,4	1,3	0,6	-2,3	1,0	2,2
II	104,9	1,5	1,5	1,2	0,2	-0,5	1,2	2,8

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 10 y 11 (HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburgo), columnas 12 a 16 (BCE cálculos basados en los deflactores en monedas nacionales) y columnas 17 a 19 (BCE cálculos basados en datos nacionales no armonizados).

I) Edificios Residenciales, basados en datos no armonizados.

5 Indicadores de la Economía real en el área del euro

Cuadro 5.1

Indicadores de producción y demanda

1. Producto interior bruto y sus componentes

(mm de ECU, desestacionalizados, a precios de 1990)¹⁾

	PIB	Demanda Interior	Consumo Privado	Consumo Público	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones 2)	Importaciones 2)	
	1	2	3	4	5	6	7	
1995	4495,9	4401,3	2761,3	708,2	907,9	1443,5	1348,9	
1996	4567,9	4450,2	2812,7	720,1	912,1	1509,8	1392,1	
1997	4684,1	4538,3	2854,1	721,8	929,7	1663,3	1517,5	
1997 III	1177,6	1137,6	714,5	180,7	233,2	428,7	388,6	
IV	1185,4	1147,7	720,3	179,7	235,8	432,4	394,8	
1998 I	1195,1	1162,9	725,2	181,2	239,9	434,3	402,0	
II	1198,6	1165,0	728,2	181,5	236,2	441,2	407,5	
III (p)	1206,3	1170,8	733,3	180,3	237,7	444,3	408,8	

(tasas de variación interanuales)²⁾

	PIB	Demanda Interior	Consumo Privado	Consumo Público	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones 2)	Importaciones 2)	
	8	9	10	11	12	13	14	
1995	2,2	1,9	1,9	0,1	3,3	8,1	7,5	
1996	1,6	1,1	1,9	1,7	0,5	4,6	3,2	
1997	2,5	2,0	1,5	0,2	1,9	10,2	9,0	
1997 III	2,8	2,1	1,3	0,3	1,7	13,0	11,7	
IV	3,2	2,6	2,0	-0,5	2,7	11,4	10,4	
1998 I	3,8	4,0	2,6	0,3	5,2	11,1	12,2	
II	2,5	2,7	2,2	0,4	1,5	7,3	8,4	
III (p)	2,4	2,9	2,6	-0,2	1,9	3,6	5,2	

2. Otros indicadores de la economía real

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Producción industrial 3)								Comercio al por menor precios constantes	Matriculaciones de turismos nuevos
	Total excluido construcción 1995 = 100 (d)	Total excluido construcción	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero	Construcción		
	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
1995	100,0	3,4	3,5	2,5	7,3	-0,7	1,7	0,0	2,0	0,3
1996	100,1	0,0	-0,2	-0,6	1,7	0,0	-0,8	-2,3	1,1	6,6
1997	104,2	4,1	4,7	5,4	4,2	1,0	2,2	-1,2	0,9	3,9
1997 III	105,2	4,9	5,4	6,3	5,7	1,4	2,1	-2,3	0,9	6,0
IV	106,5	5,7	6,4	7,2	6,1	3,5	2,8	-0,1	2,2	11,2
1998 I	107,6	6,3	7,3	7,3	9,2	8,6	1,3	3,0	2,7	12,6
II	108,5	4,4	5,0	4,3	6,6	7,9	2,1	0,0	1,8	3,3
III	109,4	4,0	4,3	3,3	7,0	7,7	1,9	-1,9	3,0	7,5
1997 Nov	106,1	4,8	5,3	6,2	5,2	2,8	1,3	0,6	-0,8	9,9
Dic	106,9	6,5	7,8	8,4	6,4	4,6	4,4	-1,0	3,8	13,6
1998 Ene	107,0	5,8	7,6	7,7	8,0	5,9	2,2	10,2	2,9	10,7
Feb	107,7	6,0	6,9	7,1	8,0	8,6	1,1	0,0	2,2	9,8
Mar	108,1	6,9	7,3	7,2	11,2	11,1	0,8	-0,2	3,1	16,5
Abr	108,2	3,2	3,7	3,5	4,9	5,5	0,8	-3,0	0,8	-1,8
May	109,1	6,8	7,7	6,1	10,4	12,3	4,2	2,8	1,9	6,9
Jun	108,2	3,3	3,7	3,3	4,7	6,3	1,5	0,3	2,7	5,3
Jul	109,7	4,2	4,6	3,6	7,8	8,0	2,4	-0,9	3,6	7,3
Ago	109,7	4,8	5,2	4,0	8,0	8,9	2,4	-1,3	2,5	7,3
Sep	108,9	3,2	3,5	2,5	5,7	6,9	1,1	-3,3	2,8	7,9
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	15,5

Fuentes: Eurostat, excepto columna 23 (BCE: cálculos basados en datos no armonizados) y columna 24 (AEFA/A.A.A.)

1) Entre los componentes no se ha incluido la variación de existencias.

2) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro del área del euro.

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

Cuadro 5.2

Indicadores del mercado laboral

(desestacionalizados)

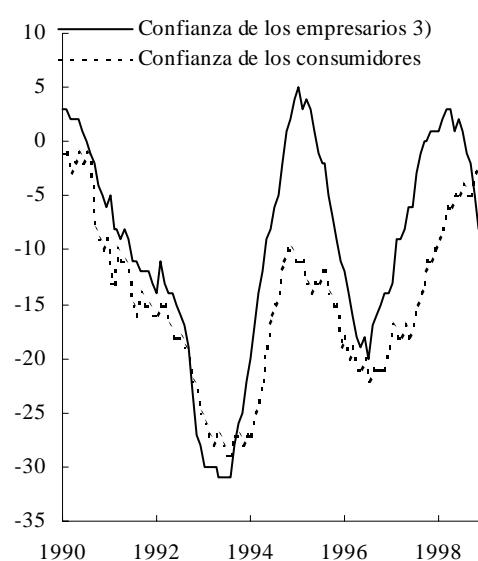
	Ocupados 1)				Parados 2)		Productividad laboral 1)		
	Total economía		Manufacturas		Millones	% de la población activa	Total economía	Manufacturas	Tasa de variación interanual
	1995= 100	Tasa de variación interanual	1995 = 100	Tasa de variación interanual					
	1	2	3	4	5	6	7	8	
1995	100,0	0,4	100,0	-0,8	14,400	11,4	1,8	4,4	
1996	100,2	0,2	98,6	-1,4	14,822	11,6	1,6	1,2	
1997	100,5	0,3	97,9	-0,8	14,927	11,7	2,1	5,6	
1997 III	100,6	0,3	98,0	-0,3	14,962	11,7	2,5	5,6	
IV	100,8	0,5	98,4	0,5	14,842	11,6	2,6	5,9	
1998 I	101,1	1,0	99,6	2,2	14,523	11,3	3,4	4,8	
II	101,5	1,1	100,4	2,9	14,265	11,1	1,7	2,0	
III	102,0	1,4	100,9	2,9	14,061	11,0	.	.	
1997 Nov	-	-	-	-	14,832	11,6	-	-	
Dic	-	-	-	-	14,775	11,5	-	-	
1998 Ene	-	-	-	-	14,573	11,4	-	-	
Feb	-	-	-	-	14,537	11,3	-	-	
Mar	-	-	-	-	14,459	11,3	-	-	
Abr	-	-	-	-	14,336	11,2	-	-	
May	-	-	-	-	14,279	11,2	-	-	
Jun	-	-	-	-	14,179	11,1	-	-	
Jul	-	-	-	-	14,108	11,0	-	-	
Ago	-	-	-	-	14,080	11,0	-	-	
Sep	-	-	-	-	13,994	10,9	-	-	
Oct	-	-	-	-	13,868	10,8	-	-	
Nov	-	-	-	-	13,802	10,8	-	-	

Cuadro 5.3

Encuestas de opinión

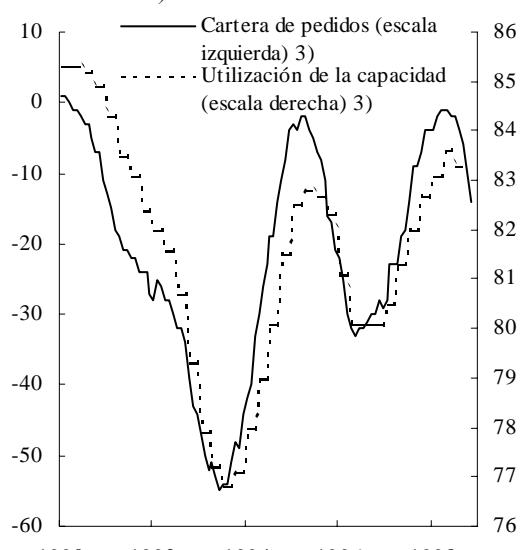
Indicadores de confianza de consumidores y empresarios

(porcentajes netos; desestacionalizados)



Utilización de la capacidad productiva y cartera de pedidos

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



Fuentes: BCE: cálculos basados en datos nacionales disponibles no armonizados (columnas 1 a 4, y 7 a 8), Eurostat (columnas 5 a 6) y Comisión Europea Encuestas Empresariales y del Consumidor (datos del gráfico).

1) Los resultados trimestrales se basan en los datos disponibles de aquellos países que realizan estas estadísticas mensual o trimestralmente.

2) Calculados de acuerdo a las recomendaciones de la OIT.

3) Manufacturas; los datos sobre la utilización de la capacidad productiva se recogen en enero, abril, julio y octubre, y se presentan como medias móviles de dos trimestres.

6 Ahorro, inversión y financiación en el áera del euro

Cuadro 6

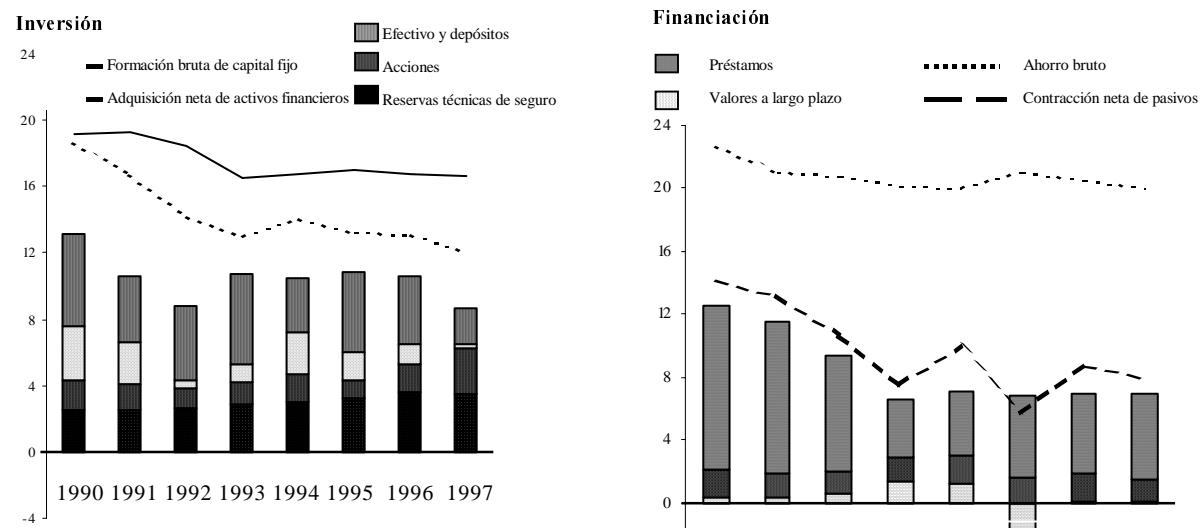
Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	Ahorro e inversión en el área 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
1990	23,5	22,8	0,1	19,2	14,4	18,7	5,6	4,4	3,2	1,8	2,5
1991	21,9	22,9	-1,2	19,3	14,9	16,8	4,0	3,0	2,6	1,6	2,5
1992	20,9	22,1	-1,0	18,4	14,1	14,3	4,5	1,7	0,5	1,2	2,6
1993	20,0	20,2	0,5	16,5	12,7	13,0	5,4	0,6	1,1	1,3	2,9
1994	20,4	19,8	0,3	16,7	13,0	14,1	3,3	2,3	2,5	1,8	3,0
1995	21,3	20,0	1,0	17,0	13,3	13,2	4,8	1,9	1,7	1,1	3,2
1996	20,8	19,6	1,4	16,7	13,0	13,2	4,1	0,3	1,2	1,7	3,6
1997	21,4	19,0	2,1	16,7	12,9	12,1	2,1	-0,2	0,2	2,8	3,5
	Financiación de los sectores privados no financieros 1) 2)								Inversión financiera neta	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
1990	22,7	12,9	14,2	0,6	0,3	1,8	10,4	3,8	4,4	49,3	38,5
1991	21,1	13,1	13,2	0,4	0,3	1,5	9,7	4,1	3,6	46,6	38,4
1992	20,8	13,1	10,7	0,7	0,6	1,4	7,4	4,1	3,6	43,7	33,9
1993	20,1	12,6	7,4	1,3	1,4	1,5	3,6	4,1	5,6	44,0	26,9
1994	20,1	11,7	10,0	1,1	1,2	1,8	4,2	3,5	4,1	45,7	33,1
1995	21,1	11,9	5,7	-1,7	-1,8	1,6	5,2	2,7	7,5	43,7	21,3
1996	20,6	11,7	8,7	0,2	0,1	1,8	5,1	3,2	4,5	44,1	29,7
1997	20,1	11,1	8,0	0,1	0,0	1,4	5,5	2,5	4,1	42,1	28,5

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

(en porcentaje sobre el PIB)



Fuente: BCE

I) 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 el área del euro y en los países de dicha área

Cuadro 7.1

Déficit, Deuda y operaciones de las Administraciones Públicas

(porcentajes del PIB)

1. Recursos y empleos del área del euro 1)

	Recursos corrientes 2)				Empleos corrientes 2)				Empleos de capital netos 2)		Déficit(-) / superávit(+)
	1	Impuestos directos 2	Impuestos indirectos 3	Cotizaciones sociales 4	5	Consumo público 6	Intereses 7	Transf. a familias 8	9	10	11
1990	45,0	12,0	12,9	16,7	45,0	17,5	4,8	18,5	4,1	3,0	-4,1
1991	45,9	12,3	12,9	17,3	46,2	18,1	4,9	19,2	4,2	3,1	-4,4
1992	46,7	12,3	13,0	17,7	47,7	18,5	5,5	19,9	3,6	3,1	-4,6
1993	47,6	12,5	13,2	18,1	49,4	18,8	5,7	20,8	3,9	2,9	-5,6
1994	47,0	12,0	13,4	18,0	48,5	18,5	5,5	20,7	3,6	2,8	-5,1
1995	46,8	12,1	13,3	18,0	48,2	18,2	5,8	20,6	3,6	2,6	-5,0
1996	47,1	12,1	13,4	18,2	48,2	18,3	5,5	20,6	3,2	2,5	-4,2
1997	47,3	12,2	13,5	18,2	47,1	17,9	5,1	20,5	2,7	2,4	-2,5

2. Déficit y deuda del área del euro 1)

	Déficit(-) superávit(+) primario 12)	Déficit(-) superávit(+) ajustado cíclicamente 2) 13)	Ajuste entre déficit y deuda 3) 14)	Variación de la deuda 4)				Deuda bruta nominal consolidada			
				Total 15)	Efectivo, depósitos y créditos 16)	Valores a corto plazo 17)	Valores a medio y largo plazo 18)	Total 19)	Efectivo, depósitos y créditos 20)	Valores a corto plazo 21)	Valores a medio y largo plazo 22)
1990	0,7	-5,7	1,5	5,6	1,3	1,0	3,3	58,4	18,8	9,4	30,2
1991	0,5	-5,9	0,7	5,2	1,2	0,0	4,0	58,3	18,4	8,5	31,4
1992	0,9	-5,6	2,2	6,8	1,7	0,8	4,2	61,8	19,0	8,9	33,9
1993	0,2	-4,9	2,5	8,0	1,5	-0,3	6,9	68,3	20,0	8,3	39,9
1994	0,4	-4,7	0,8	5,9	0,2	0,6	5,1	70,7	19,2	8,5	43,1
1995	0,8	-4,6	2,3	7,2	2,0	-0,2	5,5	74,6	20,3	7,8	46,5
1996	1,4	-3,5	-0,2	3,9	0,3	0,0	3,6	76,0	19,9	7,6	48,5
1997	2,6	-1,9	-0,3	2,2	0,0	-1,0	3,2	75,3	19,1	6,3	49,9

3. Déficit (-) / Superávit (+) de los países del área del euro

	BE 1)	DE 2)	ES 3)	FR 4)	IE 5)	IT 6)	LU 7)	NL 8)	AT 9)	PT 10)	FI 11)
1990	-5,5	-2,1	-4,3	-1,6	-2,3	-11,1	5,0	-5,1	-2,4	-5,1	5,4
1991	-6,3	-3,1	-4,5	-2,1	-2,3	-10,1	1,9	-2,9	-3,0	-6,0	-1,5
1992	-6,9	-2,6	-4,1	-3,9	-2,5	-9,6	0,8	-3,9	-2,0	-3,0	-5,9
1993	-7,1	-3,2	-7,0	-5,8	-2,4	-9,5	1,7	-3,2	-4,2	-6,1	-8,0
1994	-4,9	-2,4	-6,3	-5,8	-1,7	-9,2	2,8	-3,8	-5,0	-6,0	-6,4
1995	-3,9	-3,3	-7,3	-4,9	-2,2	-7,7	1,9	-4,0	-5,1	-5,7	-4,7
1996	-3,2	-3,4	-4,7	-4,1	-0,4	-6,7	2,9	-2,0	-3,7	-3,3	-3,5
1997	-2,0	-2,7	-2,6	-3,0	0,9	-2,7	3,0	-0,9	-1,9	-2,5	-1,1

4. Deuda bruta nominal consolidada de los países del área del euro

	BE 12)	DE 13)	ES 14)	FR 15)	IE 16)	IT 17)	LU 18)	NL 19)	AT 20)	PT 21)	FI 22)
1990	125,7	43,8	44,8	35,5	96,0	98,0	4,7	79,1	57,9	65,3	14,5
1991	127,5	41,5	45,5	35,8	95,3	101,5	4,2	78,9	58,1	67,3	23,0
1992	129,0	44,1	48,0	39,8	92,3	108,7	5,1	79,9	58,0	60,1	41,5
1993	135,2	48,0	60,0	45,3	96,3	119,1	6,1	81,1	62,7	63,1	58,0
1994	133,2	50,2	62,6	48,5	88,2	124,9	5,7	77,9	65,4	63,8	59,6
1995	131,0	58,3	65,6	52,7	80,9	124,2	5,9	79,2	69,2	65,9	58,1
1996	126,8	60,8	70,2	55,7	71,4	124,0	6,6	77,1	69,6	64,9	57,8
1997	121,9	61,5	68,9	58,1	63,4	121,6	6,7	71,4	64,3	61,5	55,1

Fuentes: Comisión Europea (DG II y Eurostat) y BCE.

1) Las transferencias entre países miembros del área del euro no están consolidadas.

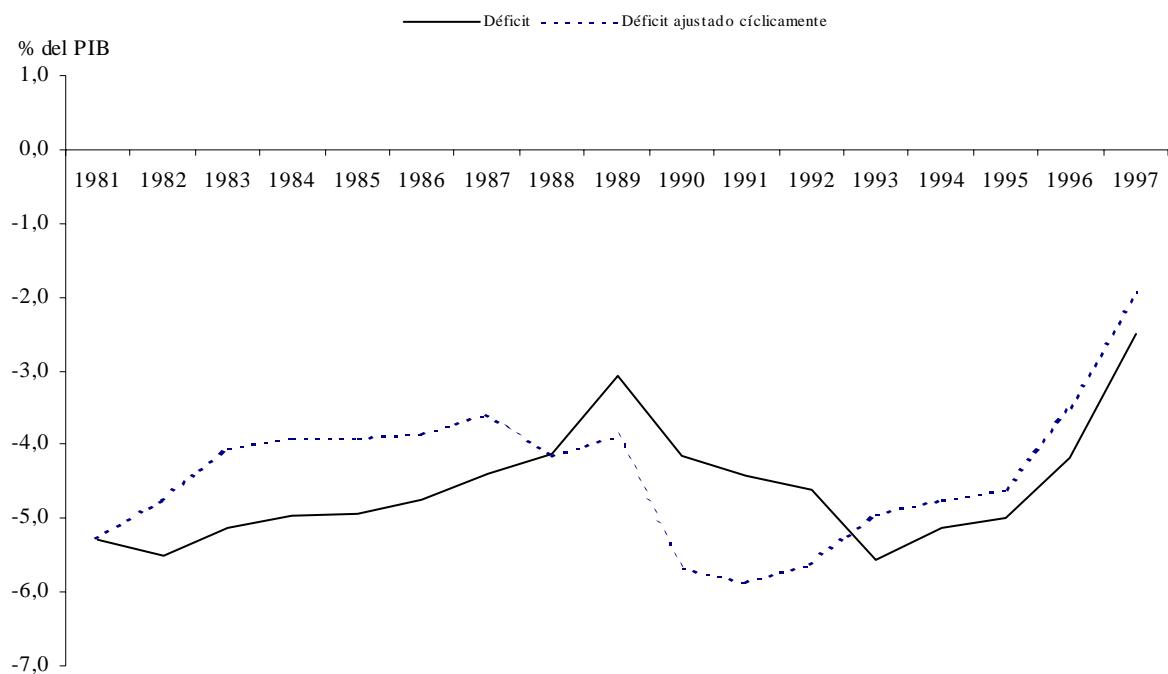
2) Área del euro excluyendo Luxemburgo para los años 1990-95.

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

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

Cuadro 7.2

Déficit de las Administraciones Públicas ¹⁾



Cuadro 7.3

Deuda y empleos corrientes de las Administraciones Públicas ¹⁾



Fuentes: Comisión Europea (DG II y Eurostat) y BCE.

1) Área del euro excluyendo Luxemburgo.

9 Comercio de bienes y servicios en el área del euro

Cuadro 9.I

Exportaciones

(miles de millones de ECU; valor f.o.b.)

	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
1995	618,56	46,79	14,53	11,14	79,50	182,75	271,31	12,55
1996	663,94	48,65	13,71	12,97	85,08	194,25	293,46	15,82
1997	754,39	52,58	16,23	14,35	98,75	215,77	341,60	15,12
1996	I	157,17	11,48	3,43	3,08	20,46	46,11	68,71
	II	164,88	11,94	3,43	3,24	21,26	47,73	73,38
	III	161,58	11,92	3,25	3,15	21,69	48,39	69,34
	IV	180,32	13,31	3,60	3,50	21,67	52,03	82,02
1997	I	168,57	11,93	3,80	3,63	22,53	48,56	74,37
	II	189,74	13,28	4,07	3,61	25,08	53,72	86,06
	III	191,67	12,99	4,15	3,42	25,60	55,54	86,29
	IV	204,41	14,37	4,21	3,70	25,54	57,95	94,87
1998	I	192,64	13,13	4,12	3,40	26,52	54,29	87,37
	II	202,65	13,92	3,89	3,30	26,93	55,96	94,65
	III	193,49	.	.	.	.	.	.
1997	Ago	54,85	3,94	1,28	1,09	7,89	15,63	23,90
	Sep	67,76	4,71	1,49	1,15	8,78	19,54	30,81
	Oct	72,54	5,23	1,54	1,26	9,27	21,22	32,65
	Nov	65,62	4,63	1,34	1,18	8,20	18,71	30,33
	Dic	66,25	4,51	1,33	1,25	8,07	18,02	31,89
1998	Ene	57,93	4,04	1,25	1,17	8,36	16,16	25,77
	Feb	63,27	4,30	1,36	1,01	8,59	17,99	28,76
	Mar	71,44	4,79	1,51	1,21	9,57	20,15	32,84
	Abr	67,52	4,68	1,31	1,11	9,16	18,82	30,97
	May	65,46	4,55	1,26	1,06	8,69	18,06	30,53
	Jun	69,67	4,70	1,32	1,12	9,08	19,08	33,14
	Jul	72,06	4,49	1,33	1,06	9,26	20,87	33,83
	Ago	55,83	3,95	1,23	0,91	7,74	15,43	25,47
	Sep	65,60	.	.	.	.	.	.
Variación porcentual respecto al mismo periodo del año anterior								
1998	Ago	1,8	0,2	-4,2	-16,5	-1,9	-1,3	6,6
Acumulado								
1998	Ene-Ago	8,5	6,0	0,4	-8,9	9,3	6,0	11,8
								0,7

Fuente: Eurostat. Desglose de productos según la CUCI, rev.3

Cuadro 9.2

Importaciones

(miles de millones de ECU; valor 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
1995	558,78	46,03	39,81	62,09	52,13	163,71	177,36	17,65
1996	590,45	46,68	36,45	73,85	53,75	166,12	191,34	22,26
1997	666,79	49,42	41,19	80,91	61,59	187,01	226,90	19,76
1996 I	147,41	11,72	9,70	16,35	13,60	42,71	47,81	5,52
II	146,66	11,64	9,42	17,53	13,75	40,22	48,69	5,42
III	140,38	11,18	8,29	17,81	12,69	41,75	43,51	5,14
IV	156,00	12,13	9,04	22,16	13,71	41,44	51,32	6,19
1997 I	156,66	11,29	9,59	20,88	14,51	44,31	51,23	4,85
II	166,17	12,57	11,01	18,62	15,92	46,27	56,98	4,79
III	165,68	12,14	10,01	19,98	15,13	48,62	55,27	4,54
IV	178,27	13,43	10,59	21,42	16,03	47,81	63,42	5,57
1998 I	180,12	12,64	10,83	17,49	17,58	51,18	64,48	5,92
II	178,32	12,54	11,12	15,87	17,21	50,03	65,76	5,80
III	168,69	.	.	.	.	.	.	.
1997 Ago	48,65	3,64	2,85	6,78	4,35	14,20	15,60	1,23
Sep	60,99	4,26	3,70	6,63	5,57	17,93	21,21	1,69
Oct	62,95	4,81	3,68	7,53	5,79	17,33	21,91	1,91
Nov	57,42	4,21	3,47	6,84	5,19	15,30	20,65	1,76
Dic	57,91	4,41	3,43	7,06	5,06	15,18	20,86	1,91
1998 Ene	57,77	4,12	3,51	6,16	5,59	16,39	20,10	1,90
Feb	58,11	3,95	3,53	5,74	5,53	16,58	20,69	2,10
Mar	64,24	4,57	3,80	5,60	6,46	18,21	23,69	1,92
Abr	59,84	4,33	3,66	5,42	5,74	16,62	22,24	1,84
May	56,98	4,03	3,55	5,52	5,56	15,74	20,88	1,71
Jun	61,50	4,19	3,91	4,93	5,91	17,67	22,64	2,25
Jul	58,78	4,29	3,56	4,91	5,86	17,65	20,75	1,75
Ago	49,49	3,68	2,78	4,69	4,66	14,72	17,54	1,43
Sep	60,42	.	.	.	.	.	.	.
Variación porcentual respecto al mismo período del año anterior								
1998 Ago	1,7	1,1	-2,3	-30,8	7,0	3,6	12,4	16,2
Acumulado	.	.	.	.	.	.	.	.
1998 Ene-Ago	9,2	4,5	5,2	-18,7	13,3	10,1	18,5	19,3

Fuente: Eurostat. Desglose de productos según la CUCI, rev.3

Cuadro 9.3

Balanza de mercancías

(miles de millones de ECU; 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
1995	59,77	0,76	-25,29	-50,96	27,37	19,04	93,95	-5,11
1996	73,49	1,97	-22,74	-60,88	31,33	28,13	102,12	-6,44
1997	87,60	3,15	-24,96	-66,56	37,16	28,76	114,70	-4,64
1996 I	9,76	-0,25	-6,26	-13,27	6,86	3,40	20,89	-1,61
II	18,21	0,30	-5,99	-14,29	7,51	7,50	24,69	-1,52
III	21,19	0,74	-5,04	-14,66	8,99	6,63	25,83	-1,30
IV	24,32	1,18	-5,45	-18,66	7,96	10,59	30,70	-2,01
1997 I	11,91	0,64	-5,79	-17,26	8,02	4,25	23,14	-1,09
II	23,57	0,72	-6,94	-15,01	9,16	7,45	29,07	-0,88
III	25,99	0,86	-5,86	-16,57	10,47	6,92	31,03	-0,86
IV	26,14	0,94	-6,37	-17,72	9,50	10,14	31,45	-1,81
1998 I	12,52	0,49	-6,71	-14,10	8,94	3,11	22,89	-2,11
II	24,33	1,38	-7,23	-12,58	9,72	5,93	28,89	-1,79
III	24,80	.	.	.	.	.	.	.
1997 Ago	6,19	0,31	-1,56	-5,69	3,54	1,42	8,30	-0,13
Sep	6,77	0,45	-2,21	-5,48	3,21	1,61	9,60	-0,41
Oct	9,59	0,43	-2,14	-6,26	3,48	3,89	10,74	-0,55
Nov	8,20	0,42	-2,13	-5,65	3,01	3,41	9,68	-0,53
Dic	8,34	0,10	-2,11	-5,81	3,02	2,83	11,03	-0,73
1998 Ene	0,16	-0,08	-2,25	-4,98	2,77	-0,24	5,67	-0,73
Feb	5,16	0,35	-2,17	-4,73	3,07	1,41	8,07	-0,84
Mar	7,20	0,22	-2,29	-4,38	3,10	1,94	9,15	-0,53
Abr	7,68	0,35	-2,35	-4,31	3,42	2,20	8,73	-0,37
May	8,48	0,52	-2,28	-4,46	3,13	2,32	9,66	-0,40
Jun	8,17	0,51	-2,59	-3,81	3,17	1,41	10,50	-1,02
Jul	13,28	0,20	-2,23	-3,85	3,39	3,23	13,08	-0,53
Ago	6,34	0,28	-1,55	-3,78	3,08	0,71	7,93	-0,33
Sep	5,18	.	.	.	.	.	.	.
Variación porcentual respecto al mismo período del año anterior								
1998 Ago	0,1	0,0	0,0	1,9	-0,5	-0,7	-0,4	-0,2
Acumulado	.	.	.	.	.	.	.	.
1998 Ene-Ago	1,8	0,6	-1,3	9,0	0,7	-4,0	-0,9	-2,3

Fuente: Eurostat. Desglose de productos según la CUCI, rev.3

10 Tipos de cambio

Cuadro 10

Tipos de cambio 1)

(medias de cifras diarias; unidades de moneda nacional por ECU (bilateral); índice 1990 = 100 (efectivo))

		Tipos de cambio bilaterales del ECU								
		Dólar USA 1	Yen japonés 2	Franco suizo 3	Libra esterlina 4	Corona sueca 5	Corona danesa 6	Dracma griega 7	Corona noruega 8	Dólar canadiense 9
1994		1,190	121,3	1,621	0,776	9,16	7,54	288,0	8,37	1,625
1995		1,308	123,0	1,546	0,829	9,33	7,33	303,0	8,29	1,795
1996		1,270	138,1	1,568	0,814	8,51	7,36	305,5	8,20	1,731
1997		1,134	137,1	1,644	0,692	8,65	7,48	309,3	8,02	1,569
1997	IV	1,123	140,5	1,610	0,677	8,58	7,51	310,2	8,01	1,581
1998	I	1,087	139,2	1,604	0,660	8,71	7,53	319,1	8,20	1,554
	II	1,100	149,5	1,643	0,665	8,60	7,52	339,9	8,28	1,592
	III	1,118	156,3	1,642	0,676	8,95	7,50	332,7	8,54	1,690
	IV	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44	331,5	8,82	1,814
1997	Dic	1,112	143,9	1,599	0,669	8,66	7,53	310,9	8,06	1,585
1998	Ene	1,088	140,8	1,604	0,665	8,72	7,53	312,3	8,16	1,566
	Feb	1,088	136,8	1,593	0,664	8,80	7,53	312,4	8,23	1,561
	Mar	1,084	139,9	1,614	0,653	8,64	7,55	331,6	8,22	1,536
	Abr	1,091	144,1	1,643	0,653	8,53	7,55	345,0	8,22	1,560
	May	1,109	149,7	1,639	0,677	8,54	7,50	340,3	8,26	1,603
	Jun	1,101	154,4	1,645	0,667	8,71	7,52	334,8	8,34	1,613
	Jul	1,098	154,3	1,661	0,668	8,77	7,52	328,7	8,37	1,630
	Ago	1,102	159,4	1,646	0,675	8,96	7,50	331,6	8,51	1,688
	Sep	1,154	155,3	1,617	0,687	9,12	7,48	337,9	8,74	1,756
	Oct	1,194	144,2	1,596	0,705	9,37	7,44	336,5	8,88	1,842
	Nov	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44	329,1	8,68	1,793
	Dic	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45	328,8	8,91	1,807
Var. ²⁾ %	mes anterior	0,7	-2,0	-1,1	0,2	1,6	0,0	-0,1	2,7	0,8
	año anterior	5,4	-4,6	-0,3	4,9	9,2	-1,0	5,8	10,5	14,0

		Tipos de cambio bilaterales del ECU							Tipo de cambio efectivo (TCE) del área del euro ³⁾	
		Dólar australiano	Dólar neozelandés	Dólar de Hong Kong	Won coreano	Dólar de Singapur	Dólar de Taiwan	Nuevo peso mexicano	Nominal	Real
		10	11	12	13	14	15	16	17	18
1994		1,625	2,002	9,17	957,0	1,810	31,44	4,02	93,2	94,1
1995		1,765	1,993	10,01	999,7	1,833	34,28	8,35	97,8	98,9
1996		1,623	1,847	9,68	1007,9	1,765	34,39	9,52	98,2	99,3
1997		1,528	1,715	8,75	1073,2	1,678	32,50	8,95	90,4	90,8
1997	IV	1,621	1,820	8,69	1291,1	1,795	35,15	9,07	90,4	90,5
1998	I	1,630	1,879	8,42	1745,8	1,817	36,07	9,17	89,6	89,7
	II	1,754	2,063	8,53	1537,0	1,810	37,09	9,55	91,4	91,3
	III	1,867	2,199	8,67	1486,8	1,935	38,71	10,62	93,5	93,6
	IV	1,887	2,236	9,16	1516,6	1,942	38,64	11,84	94,6	94,3
1997	Dic	1,677	1,878	8,61	1660,6	1,837	36,14	9,04	91,0	91,2
1998	Ene	1,656	1,876	8,42	1855,8	1,900	37,08	8,94	90,3	90,5
	Feb	1,615	1,867	8,43	1773,8	1,798	35,89	9,26	89,5	89,7
	Mar	1,619	1,892	8,41	1615,8	1,757	35,30	9,30	88,9	89,0
	Abr	1,673	1,971	8,47	1520,2	1,749	36,07	9,29	89,6	89,5
	May	1,762	2,062	8,60	1552,4	1,817	37,13	9,53	92,2	92,1
	Jun	1,824	2,151	8,53	1539,8	1,866	38,06	9,83	92,2	92,2
	Jul	1,776	2,116	8,51	1423,6	1,878	37,79	9,78	92,0	92,2
	Ago	1,868	2,196	8,55	1450,4	1,939	38,33	10,34	93,3	93,5
	Sep	1,962	2,289	8,97	1592,4	1,994	40,10	11,83	95,2	95,1
	Oct	1,932	2,284	9,31	1615,7	1,969	39,81	12,21	95,9	95,5
	Nov	1,834	2,180	9,05	1511,9	1,913	38,08	11,64	94,1	93,8
	Dic	1,893	2,241	9,11	1426,3	1,941	38,02	11,65	94,0	93,6
Var. ²⁾ %	mes anterior	3,2	2,8	0,7	-5,7	1,5	-0,2	0,0	-0,2	-0,2
	año anterior	12,9	19,3	5,8	-14,1	5,7	5,2	28,9	3,3	2,7

Fuente: BPI

1) Desde enero de 1999 en adelante el cuadro continuará con los tipos de cambio del euro.

2) Para la última observación mensual se proporcionan las tasas de variación frente al mes anterior y el mismo mes del año anterior. Un cambio positivo indica apreciación del ECU.

3) Cálculos del BPI basados en medias ponderadas de los TCE frente a los socios comerciales cuyas monedas aparecen reflejadas en el cuadro.

Las ponderaciones se obtienen a partir de los datos del comercio exterior de bienes manufacturados en 1990 teniendo en cuenta el efecto de la competencia en terceros mercados. Los TCE reales se calculan utilizando los IPC nacionales. Si no se dispone de datos para los IPC, se realizan estimaciones.

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

Cuadro II

Evolución económica y financiera

(variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	IAPC	Déficit(-) o superavit(+) de Admónes.	Deuda bruta de AA. PP. Públicas en % del PIB	Rdto. ¹⁾ de la Deuda Pública a largo plazo en %	Tipo de cambio ²⁾ en moneda nacional por ECU	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 normalizada en % sobre la población activa (d)	Agregado monetario ⁶⁾ amplio ⁷⁾	Tipo de interés ⁷⁾ a 3 meses en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Dinamarca												
1995	-	-2,4	73,1	8,27	7,33	1,1	1,7	3,0	4,4	7,2	4,1	4,60
1996	2,1	-0,7	68,4	7,19	7,36	1,7	1,0	3,3	1,4	6,8	7,2	3,56
1997	1,9	0,5	64,1	6,26	7,48	0,9	2,8	3,1	4,5	5,5	5,2	3,83
1998	.	.	.	.	7,50	.	.	.	.	.	.	4,00
1997	IV	1,6	.	5,96	7,51	-1,3	3,1	3,3	6,8	5,1	5,2	3,83
1998	I	1,6	.	5,30	7,53	-0,7	2,2	4,0	5,6	5,0	2,9	3,75
	II	1,4	.	5,12	7,52	.	2,0	1,1	-1,1	4,6	3,5	4,00
	III	1,2	.	4,82	7,50	.	3,5	3,4	2,4	4,5	8,4	4,62
	IV	.	.	.	7,44	.	.	.	.	.	.	4,00
1998	Jun	1,2	.	4,99	7,52	.	.	.	5,0	4,5	3,5	4,00
	Jul	1,4	.	4,91	7,52	.	.	.	3,1	4,6	5,3	4,06
	Ago	1,1	.	4,81	7,50	.	.	.	4,9	4,5	6,2	4,25
	Sep	1,1	.	4,74	7,48	.	.	.	-0,8	4,3	8,4	4,62
	Oct	1,1	.	4,67	7,44	.	.	.	1,6	4,2	4,0	4,43
	Nov	1,1	.	4,59	7,44	.	.	.	.	4,1	4,12	.
	Dic	.	.	.	7,45	.	.	.	.	.	.	4,00
Grecia												
1995	-	-10,6	110,1	.	303,0	-2,5	11,6	2,1	2,1	7,1	10,2	14,70
1996	7,9	-7,5	112,2	.	305,5	-3,7	10,6	2,7	0,6	7,5	9,2	12,20
1997	5,4	-4,0	109,5	9,92	309,3	.	7,1	3,5	1,0	7,9	9,7	12,50
1998	.	.	.	8,48	330,7	.	.	.	.	.	.	11,40
1997	IV	4,7	.	10,18	310,2	.	.	.	2,8	7,9	9,7	12,50
1998	I	4,2	.	10,45	319,1	.	.	.	2,9	8,1	4,8	10,85
	II	5,0	.	7,90	339,9	.	.	.	6,0	10,3	2,7	12,20
	III	4,8	.	7,83	332,7	.	.	.	3,1	11,7	1,1	12,25
	IV	.	.	7,76	331,5	.	.	.	.	.	.	11,40
1998	Jun	4,9	.	7,74	334,8	.	.	.	6,6	11,1	2,7	12,20
	Jul	4,8	.	7,67	328,7	.	.	.	8,3	11,2	2,3	12,00
	Ago	4,7	.	7,56	331,6	.	.	.	3,2	12,1	2,2	14,00
	Sep	5,0	.	8,25	337,9	.	.	.	-1,4	11,9	1,1	12,25
	Oct	4,5	.	8,45	336,5	.	.	.	1,0	10,4	2,4	11,70
	Nov	3,9	.	7,65	329,1	.	.	.	.	5,4	11,45	.
	Dic	.	.	7,17	328,8	.	.	.	.	.	.	11,40
Suecia												
1995	-	-7,0	78,0	10,24	9,33	.	.	3,9	12,6	8,8	2,7	8,37
1996	0,8	-3,5	77,2	8,02	8,51	.	.	1,3	3,1	9,6	11,4	3,93
1997	1,8	-0,8	76,9	6,62	8,65	2,7	.	1,8	8,1	9,9	1,3	4,68
1998	.	.	.	4,99	8,92	.	.	.	.	.	.	3,42
1997	IV	2,7	.	6,18	8,58	2,1	.	3,3	9,1	9,1	1,3	4,68
1998	I	1,9	.	5,51	8,71	3,1	.	2,9	4,2	8,7	-0,6	4,50
	II	1,4	.	5,13	8,60	1,2	.	2,3	6,6	8,6	2,8	4,12
	III	0,6	.	4,82	8,95	2,4	.	3,5	4,5	8,1	4,8	4,12
	IV	.	.	4,50	9,38	.	.	.	.	.	.	3,42
1998	Jun	1,4	.	4,97	8,71	.	.	.	7,5	8,0	2,8	4,12
	Jul	1,3	.	4,88	8,77	.	.	.	7,2	8,5	5,5	4,12
	Ago	0,6	.	4,80	8,96	.	.	.	6,3	8,2	3,9	4,19
	Sep	-0,1	.	4,79	9,12	.	.	.	1,2	7,6	4,8	4,12
	Oct	0,1	.	4,72	9,37	.	.	.	4,3	7,5	5,9	3,93
	Nov	0,1	.	4,55	9,31	.	.	.	.	7,6	.	3,50
	Dic	.	.	4,22	9,45	.	.	.	.	.	.	3,42
Reino Unido												
1995	-	-5,5	53,9	8,32	0,829	-0,5	1,7	2,8	1,7	8,7	9,9	6,56
1996	2,5	-4,7	54,7	7,94	0,814	-0,2	2,0	2,6	0,3	8,2	9,5	6,56
1997	1,8	-2,1	53,5	7,13	0,692	0,6	3,3	3,5	1,5	7,0	11,8	7,48
1998	.	.	.	5,58	0,676	.	.	.	.	.	.	6,12
1997	IV	1,9	.	6,57	0,677	0,0	3,5	4,0	0,9	6,6	11,8	7,48
1998	I	1,5	.	6,10	0,660	-1,6	3,1	3,7	0,3	6,4	9,7	7,47
	II	1,8	.	5,89	0,665	.	.	3,0	0,2	6,3	9,2	7,59
	III	1,4	.	5,57	0,676	.	.	2,3	.	6,2	9,1	7,27
	IV	.	.	4,75	0,702	.	.	.	.	.	.	6,12
1998	Jun	1,7	.	5,87	0,667	.	.	.	0,0	6,2	9,2	7,59
	Jul	1,5	.	5,92	0,668	.	.	.	-0,6	6,3	10,2	7,65
	Ago	1,3	.	5,63	0,675	.	.	.	.	6,2	8,8	7,50
	Sep	1,5	.	5,16	0,687	.	.	.	.	6,2	9,1	7,27
	Oct	1,3	.	4,99	0,705	.	.	.	.	.	9,1	7,12
	Nov	1,4	.	4,93	0,701	.	.	.	.	.	.	6,62
	Dic	.	.	4,33	0,702	.	.	.	.	.	.	6,12

Fuentes: Eurostat (columnas 1, 8 y 10 -excepto Grecia-); Comisión Europea (DG II y Eurostat)(columnas 2 y 3); Reuters (columna 12); datos nacionales (columnas 4, 5, 6, 7, 9, 10 (Grecia) y 11).

1) Medias de los períodos.

2) Para más información véase cuadro 10.

3) MBP4; MBP5 para Suecia.

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

5) Manufacturas; ajustado por días laborables.

6) M3; M4 para el Reino Unido.

7) Datos a fin de periodo.

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

Cuadro 12.1

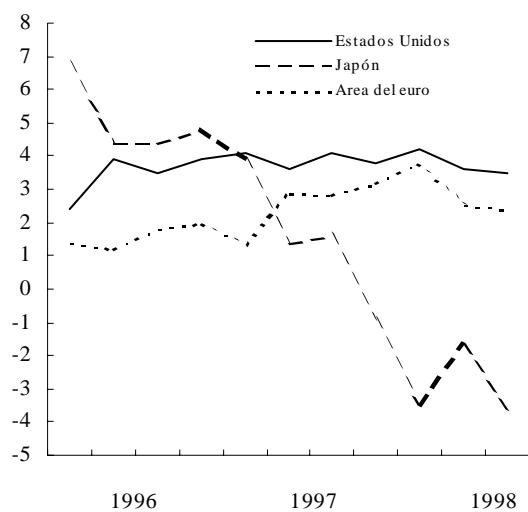
Evolución económica y financiera

(variación porcentual anual, 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, desestacionalizada	M2 ²⁾	Tipos ³⁾ de oferta en depósitos interbancarios a 3 meses en %	Rendimiento ⁴⁾ de la Deuda Pública a 10 años en %	Tipo de cambio ⁴⁾ en moneda nacional por ECU	Déficit(-)/superávit(+) fiscal en % del PIB	Deuda Pública bruta ⁵⁾ en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	2,8	-1,6	2,3	5,4	5,6	2,1	5,44	6,69	1,308	-2,3	60,8
1996	2,9	-2,3	3,4	4,8	5,4	4,9	5,43	6,54	1,270	-1,2	59,9
1997	2,3	0,0	3,9	6,7	4,9	5,0	5,62	6,45	1,134	0,1	57,8
1998	.	.	.	.	.	.	5,00	5,33	1,121	.	.
1997	IV	1,9	0,7	3,8	7,3	4,7	5,7	5,62	5,99	1,123	57,8
1998	IV	1,5	1,1	4,2	6,0	4,7	6,5	5,59	5,67	1,087	57,7
	II	1,6	1,0	3,6	5,0	4,4	7,2	5,59	5,67	1,100	56,1
	III	1,6	1,4	3,5	3,2	4,6	7,4	5,20	5,27	1,118	55,2
	IV	.	.	.	.	.	5,00	4,72	1,177	.	.
1998	Jun	1,7	-	-	3,6	4,5	7,2	5,59	5,58	1,101	-
	Jul	1,7	-	-	2,9	4,5	7,3	5,56	5,53	1,098	-
	Ago	1,6	-	-	3,7	4,5	7,2	5,50	5,41	1,102	-
	Sep	1,5	-	-	2,9	4,6	7,9	5,20	4,87	1,154	-
	Oct	1,5	-	-	2,9	4,5	8,5	5,12	4,58	1,194	-
	Nov	1,5	-	-	2,0	.	8,8	5,12	4,89	1,164	-
	Dic	.	-	-	.	.	5,00	4,69	1,172	-	-
Japón											
1995	-0,1	-2,5	1,5	3,4	3,1	3,0	0,50	3,32	123,0	-3,6	.
1996	0,1	-1,7	5,1	2,3	3,4	3,3	0,31	3,03	138,1	-4,3	.
1997	1,7	-1,8	1,4	3,6	3,4	3,1	0,36	2,15	137,1	-3,3	.
1998	.	.	.	.	.	.	0,18	1,30	146,4	.	.
1997	IV	2,1	1,8	-0,9	-0,7	3,4	3,3	0,36	1,68	140,5	.
1998	I	2,0	3,7	-3,5	-4,0	3,7	4,7	0,50	1,65	139,2	.
	II	0,3	7,1	-1,7	-8,5	4,2	3,7	0,43	1,36	149,5	.
	III	-0,2	.	-3,6	-8,6	4,3	3,7	0,12	1,14	156,3	.
	IV	.	.	.	.	.	0,18	1,04	140,6	.	.
1998	Jun	0,1	5,4	-	-7,6	4,2	3,4	0,43	1,22	154,4	-
	Jul	-0,1	8,5	-	-9,2	4,2	3,5	0,34	1,36	154,3	-
	Ago	-0,3	8,3	-	-9,1	4,3	3,8	0,37	1,17	159,4	-
	Sep	-0,2	.	-	-7,6	4,3	3,8	0,12	0,88	155,3	-
	Oct	0,2	.	-	-7,9	.	3,9	0,68	0,82	144,2	-
	Nov	0,8	.	-	-5,5	.	4,4	0,68	0,89	140,1	-
	Dic	.	-	-	.	.	0,18	1,39	137,4	-	.

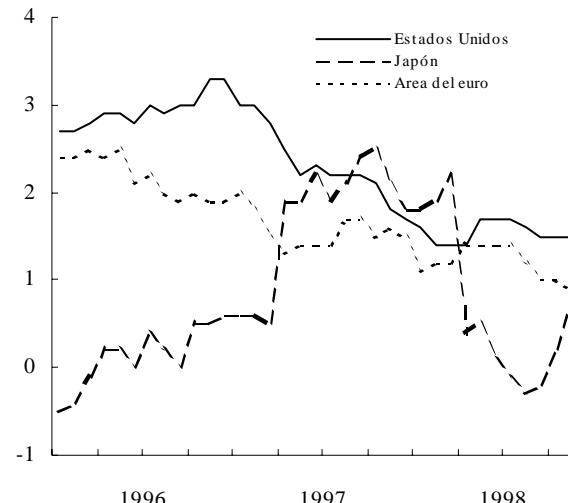
Producto interior bruto a precios constantes

(variación porcentual anual)



Índices de precios de consumo

(variación porcentual anual)



Fuentes: Datos nacionales (columnas 1,2 (Estados Unidos), 3, 4, 6, 9 y 11); OCDE (columna 2 para Japón); Eurostat (columna 5 y datos de área del euro en el gráfico); Reuters (columna 7); Comisión Europea (DG II) (columna 10).

1) Manufacturas.

2) Medias de los valores del periodo; M2 + CDs para Japón.

3) Para más información, véanse cuadros 2.5 y 2.6.

4) Para más información, véase cuadro 10.

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

Cuadro 12.2

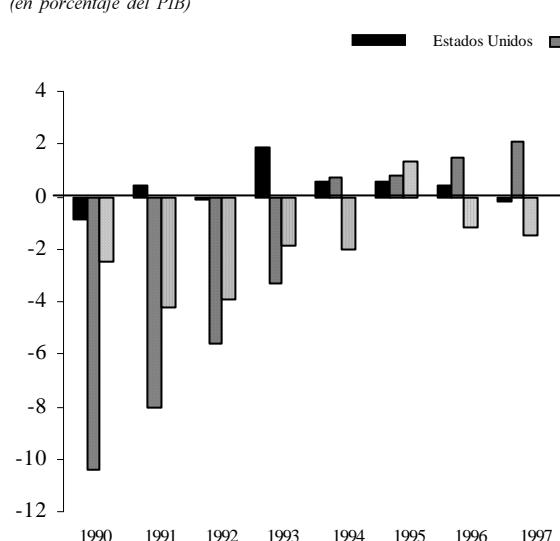
Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras					Inversión y financiación de los hogares ¹⁾				
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital	Adquisición neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contracción neta de pasivos	Valores incluidas acciones	Gasto de capital	Adquisición neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contracción neta de pasivos	
				4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
1994	15,5	17,5	-1,7	7,4	6,7	4,1	7,9	3,5	1,4	12,4	7,6	13,7	4,5
1995	16,3	17,4	-1,4	7,8	7,2	6,0	8,3	5,4	2,5	12,2	6,7	13,4	4,9
1996	16,6	17,8	-1,6	7,8	7,5	5,2	8,2	4,8	1,4	12,4	5,7	13,3	5,1
1997	17,3	18,4	-1,7	8,4	7,6	4,2	8,2	4,4	1,9	12,3	4,8	12,7	4,9
1997 I	17,0	18,1	-1,6	8,2	7,4	6,1	8,1	5,9	1,5	12,4	3,0	12,7	4,5
II	17,6	18,5	-1,5	8,8	7,5	2,4	8,3	2,9	1,4	12,2	5,7	13,2	4,7
III	17,5	18,4	-1,7	8,3	7,7	4,8	8,4	5,2	2,0	12,3	5,7	12,8	5,4
IV	17,3	18,5	-2,0	8,4	7,7	3,7	8,1	3,6	2,5	12,3	4,8	12,1	4,9
1998 I	17,7	19,1	-2,1	8,9	7,9	5,9	8,2	7,2	2,3	12,5	4,3	11,5	5,6
II	17,2	18,7	-2,5	8,4	8,0	4,4	8,1	5,1	2,7	12,8	6,5	11,5	5,6
III	17,2	18,8	-2,7	8,6	7,9	4,1	8,1	4,8	2,1	12,8	3,8	11,0	5,5
Japón													
1994	31,3	28,7	2,7	12,8	14,5	1,6	12,3	1,0	0,8	7,2	10,3	12,6	1,5
1995	30,8	28,6	2,1	14,9	14,9	3,1	13,5	2,3	0,5	5,3	10,3	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
1997 I	33,4	29,4	1,5	.	.	0,6	.	-8,1	-1,0	.	-3,3	.	-0,9
II	31,2	26,6	2,3	.	.	2,6	.	-1,9	1,4	.	10,7	.	0,7
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	.	.	0,6	.	-15,3	-2,6	.	-5,4	.	-2,3
II	.	24,1	.	.	.	-0,6	.	1,3	2,2	.	12,2	.	0,0
III	.	26,7	.	.	.	3,7	.	-2,2	0,5	.	-2,6	.	0,5

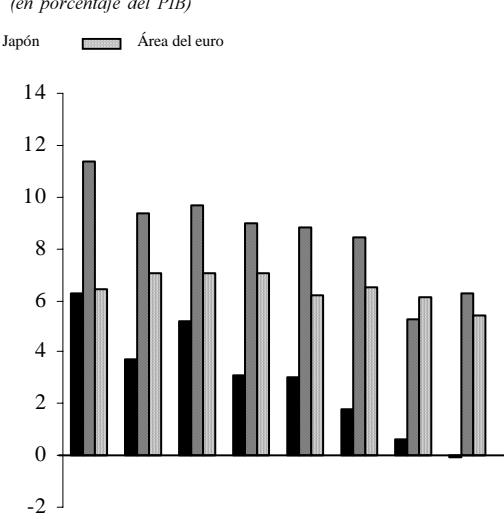
Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



Capacidad de financiación de los hogares ¹⁾

(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 generales

El documento titulado "Requerimientos estadísticos para la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria (Implementation Package)", que el Instituto Monetario Europeo (IME) y los Bancos Centrales Nacionales (BCNs) pusieron a disposición de las asociaciones de bancos y de otras entidades involucradas en los trabajos estadísticos preparatorios para la Tercera Etapa 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 económicas¹⁾.

Estas estadísticas comprenden el área del euro en su conjunto. En la página Web del BCE (<http://www.ecb.int>) se publicarán 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 expresados en ECUs están afectados por el comportamiento del mercado de las otras monedas. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 en los cuadros 2.1 a 2.4 se expresan en unidades convertidas de las monedas nacionales al tipo de cambio irrevocable fijado que se anunció 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/o agregar (incluida la consolidación entre países), al elaborar las estadísticas referidas al área del euro.

La fecha de cierre de las estadísticas incluidas en esta edición fue el 7 de enero de 1999.

Estadísticas monetarias y financieras

En los cuadros 1.1 a 1.4 se recoge el estado financiero consolidado del Eurosistema, los datos de las operaciones del Eurosistema y las estadísticas relativas a las reservas mínimas (no disponible en esta primera edición). En los cuadros 2.1 a 2.3 se presentan los datos monetarios relativos a las Instituciones Financieras Monetarias (IFMs), incluido el Eurosistema. En el cuadro 2.4 figuran los agregados monetarios obtenidos de los balances consolidados de las IFMs. En la edición de marzo está previsto publicar datos trimestrales más completos relativos a los balances de las IFMs y a las estadísticas monetarias. En la página Web del BCE se publica la lista completa de Instituciones Financieras Monetarias. En el Manual "Money and Banking Statistics Sector Manual - Guidance for the statistical classification of customers" (IME, abril 1998)²⁾ 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 BCNs. A partir del 1 de enero de 1999 la información estadística se recopilará y compilará conforme al Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector Instituciones Financieras Monetarias (BCE/1998/16).

El BCE elabora las estadísticas de tipos de interés del mercado monetario, rendimientos de la Deuda Pública a largo plazo e índices de los mercados bursátiles (cuadros 2.5 a 2.7), 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 de operaciones bancarias (cuadro 2.8) pueden consultarse en la nota al pie, que figura al final de la página correspondiente.

Las estadísticas sobre emisiones y amortizaciones en los mercados de valores (cuadro 3) están en proceso de desarrollo y se espera puedan estar disponibles en la primavera de 1999.

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.

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 el área 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 varía según las estadísticas, y, como regla general, es mayor para los períodos más recientes. Los datos desestacionalizados proceden de Eurostat o de fuentes nacionales.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para el área del euro (cuadro 4.1) está disponible a partir de 1995. Se basa en los IAPCs nacionales que siguen la misma metodología en todos los países del área del euro. La implantación del Reglamento del Consejo de 1998 relativo a las estadísticas a corto plazo ampliará la cobertura de datos disponibles sobre el área del euro, entre otras cosas con información más actualizada y comparable sobre la facturación del comercio al por menor, variable para la que, hasta ahora, se utiliza una estimación basada en datos nacionales (cuadro 5.1).

En relación con las estadísticas de cuentas nacionales (cuadros 4.2 y 5.1), la implantación del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales 1995 (SEC 95) durante el año 1999 y siguientes, preparará el terreno para disponer de datos completamente comparables, incluidas cuentas trimestrales de síntesis, para toda el área del euro.

Las tasas de desempleo se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT). Los datos sobre empleo se han obtenido de las fuentes nacionales más actualizadas, utilizando definiciones de empleo similares pero no completamente comparables (cuadro 5.2).

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

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 el área del euro, con el fin de complementar el análisis monetario y el estudio de la financiación. El objetivo es proporcionar un conjunto de cuentas financieras casi omnicomprensivas, aunque no completas, para el área 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 el área del euro basadas en las cuentas nacionales financieras y de capital.

A lo largo de 1999 se espera publicar en el Boletín Mensual del BCE un conjunto de estadísticas más detallado y mejor armonizado, que recoja las cuentas financieras para el área del euro.

Déficit, Deuda y operaciones de las Administraciones Públicas

El cuadro 7.1 muestra el Déficit, la Deuda y las operaciones de las Administraciones Públicas del área del euro, en porcentaje del PIB. Estos datos son compatibles con los notificados por los Estados miembros en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo, tal como se define en el Tratado por el que se crea la Comunidad Europea. Además, se recoge el Déficit y la Deuda de las Administraciones Públicas para los países del área del euro, dada su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Los ingresos y gastos del área del euro, así como el Déficit ajustado cíclicamente, se compilán sobre la base de los datos por países facilitados por la Comisión Europea (DG II). La agregación la efectúa el BCE. Conviene indicar que, mientras que los datos de Déficit/Superávit están armonizados, los datos de ingresos y gastos no lo están. El detalle de la deuda se elabora a partir de datos facilitados por los bancos centrales nacionales.

Estadísticas de Balanza de Pagos, comercio y tipos de cambio

Los datos de Balanza de Pagos para el área del euro se publicarán por primera vez en la edición de abril y las

estadísticas de Posición de Inversión Internacional en otoño, ajustándose a lo establecido en la 5^a edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la documentación general contenida en el Reglamento del BCE de 1 de Diciembre de 1998, sobre requisitos de declaración de datos en materia de estadísticas de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional (BCE/1998/17). Mientras tanto, los cuadros 9.1 a 9.3 presentan datos solamente acerca del comercio de bienes en el área del euro.

Las estadísticas de tipos de cambio (cuadro 10) se elaborarán desde enero de 1999 en adelante a partir de los tipos de referencia diarios publicados por el BCE.

Otras estadísticas

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (cuadro 11) se basan en los mismos principios que los datos relativos al área del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón (cuadros/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/gráfico 12.2) tienen la misma estructura que los relativos a flujos financieros y de capital en el área del euro que se recogen en el cuadro/gráfico 6.

Signos utilizados en los cuadros

- “_” no aplicable
 - “.” no disponible
 - “...” cero o no significativo
 - (p) provisional
 - (d) desestacionalizado
-

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

AEFA	Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles
BCE	Banco Central Europeo
BCNs	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CDs	Certificados de Depósito
c.i.f.	Cost, insurance and freight (Coste de seguro y fletes)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme del comercio internacional (revisión 3)
ECU	Unidad Europea de Cuenta
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
f.o.b.	Free on board (franco a bordo)
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFMs	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
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
Repos	Adquisiciones/cesiones con compromiso de reventa/recompra
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema de Cuentas Nacionales y Regionales 1995
UE	Unión Europea

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

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema

Las medidas de política monetaria para el período anterior al 1 de enero de 1999 que figuran a continuación se refieren a decisiones en las que participó el Consejo de Gobierno del BCE en relación con la preparación del marco de política monetaria del Eurosistema (compuesto por el BCE y los bancos centrales nacionales de los once Estados Miembros que han adoptado el euro desde el inicio de la Tercera Etapa).

I de junio de 1998

Creación del Banco Central Europeo (BCE) y del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

financiación del Eurosistema.

7 de julio de 1998

El Consejo de Gobierno del BCE adopta una Recomendación de Reglamento del Consejo (CE) relativo a la aplicación de un coeficiente de caja por el Banco Central Europeo en la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria, por el que el BCE podrá exigir a las entidades de crédito el mantenimiento de depósitos obligatorios en cuentas de los bancos centrales nacionales. En sus principales disposiciones, la Recomendación define la base de pasivos computables, atribuye al BCE la potestad normativa correspondiente y especifica las sanciones que deberán imponerse en caso de incumplimiento. Esta Recomendación del BCE se publicó en el nº C 246 del Diario Oficial de las Comunidades Europeas de 6 de agosto de 1998, páginas 6 y ss.

El Consejo de Gobierno acuerda, asimismo, algunas de las principales características del coeficiente de caja que deberá aplicarse a partir del inicio de la Tercera Etapa: la cantidad de depósitos obligatorios de cada entidad se definirá entre el 1,5 y el 2,5% de su base de pasivos computables, después de deducir una franquicia; los pasivos interbancarios y los pasivos frente al Eurosistema no estarán sujetos al coeficiente de caja; los depósitos obligatorios mantenidos por coeficiente de caja se remunerarán a un tipo de interés que será la media, en el período de mantenimiento, del tipo de interés (ponderado de acuerdo con el número de días) de las operaciones principales de

I de septiembre de 1998

El BCE y los Bancos Centrales Nacionales de los Estados Miembros no participantes en el área del euro (Dinamarca, Grecia, Suecia y el Reino Unido) acuerdan establecer los procedimientos operativos de un mecanismo de cambios en la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria -el «Acuerdo sobre el Mecanismo de Tipos de Cambio II». Este Acuerdo especifica el procedimiento de intervención de acuerdo con la Resolución del Consejo de la UE de 16 de junio de 1997, por la que se crea un mecanismo de cambios a partir del 1 de enero de 1999. El Acuerdo sobre el Mecanismo de Tipos de Cambio II se publicó en el nº C 345 del Diario Oficial de las Comunidades Europeas de 13 de noviembre de 1998, página 6.

II de septiembre de 1998

El Consejo de Gobierno del BCE aprueba el informe titulado «La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC», que contiene una descripción detallada de los instrumentos y procedimientos de política monetaria que habrá de aplicar el SEBC (Eurosistema) en la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria. El informe se publicó el 18 de septiembre de 1998.

26 de septiembre de 1998

Los ministros de los Estados Miembros participantes en el 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 Monetario, acogen favorablemente la decisión de los gobiernos de Dinamarca y Grecia de extender su participación en el Mecanismo de Tipos de Cambios del SME al Mecanismo de Tipos de Cambio II, vinculando sus monedas al euro. Acuerdan que la corona danesa y la dracma griega participen en el Mecanismo de Tipos de Cambio II con una banda de fluctuación alrededor de su paridad central frente al euro de $\pm 2,25\%$ y $\pm 15\%$, respectivamente. Estos acuerdos entraron en vigor a la apertura de los mercados de divisas el 4 de enero de 1999 (véase también el «Mecanismo de Tipos de Cambio II» de 1 de septiembre de 1998).

13 de octubre de 1998

El Consejo de Gobierno del BCE anuncia las principales características de la estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad que el Eurosistema adoptará en la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria: el objetivo primordial de estabilidad de precios se definirá como un aumento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para el área del euro que deberá ser inferior al 2%, en términos interanuales, y deberá mantenerse a medio plazo; se asignará un papel destacado al dinero, con un valor de referencia para el crecimiento de un agregado monetario amplio; se atribuirá asimismo un papel importante en la estrategia de política monetaria a una evaluación de las perspectivas de evolución de precios basada en un amplio conjunto de indicadores.

Como continuación de su decisión de 7 de julio de 1998, el Consejo de Gobierno anuncia la aplicación de un coeficiente de caja del 2% a la base de pasivos computables de las entidades de crédito, que incluirá los depósitos a la vista, los depósitos a plazo hasta dos años, los depósitos disponibles con preaviso de hasta dos años, los valores distintos de acciones y participaciones hasta

dos años y otros pasivos líquidos. Se aplicará un coeficiente de caja del 0% a cesiones temporales, los depósitos a plazo a más de dos años y los valores distintos de acciones y participaciones a más de dos años. La franquicia que cada entidad podrá deducir de sus depósitos obligatorios será de 100.000 euros. Si una entidad no puede probar la cantidad de sus pasivos en forma de valores distintos de acciones y participaciones a más de dos años y otros pasivos líquidos que está en poder de otras entidades de crédito, podrá aplicar una deducción estandarizada del 10% de estos pasivos a su base de pasivos computables.

3 de noviembre de 1998

El Consejo de Gobierno del BCE adopta dos Directrices: una que especifica los principios generales que los bancos centrales nacionales deben seguir cuando realizan operaciones en activos y pasivos nacionales fuera del marco de actuación de la política monetaria única; y otra que establece los umbrales por encima de los cuales los bancos centrales nacionales deben obtener la aprobación del BCE para realizar operaciones con sus restantes activos de reserva en divisas - incluyendo el oro. Además, el Consejo de Gobierno adopta una Directriz según la cual los Estados Miembros participantes tendrán que notificar anticipadamente al BCE cualquier transacción en sus saldos operativos en divisas que excedan de una cierta cantidad. Esta normativa legal se basa en las disposiciones del Estatuto del SEBC y tiene por objeto asegurar la unicidad de la política monetaria y la coherencia de esas transacciones con las políticas monetaria y cambiaria de la Comunidad.

I de diciembre de 1998

El Consejo de Gobierno del BCE adopta acuerdos sobre los temas pendientes en relación con la estrategia de política monetaria del Eurosistema. El primer valor de referencia para el crecimiento monetario se establece

en el 4½% y se refiere al agregado monetario amplio M3. La obtención del valor de referencia se basa en las contribuciones al crecimiento monetario resultantes de los supuestos adoptados para los precios (incrementos interanuales del IAPC por debajo del 2%), para la tendencia a medio plazo de crecimiento real del PIB (del 2-2½% anual) y para la tendencia a medio plazo de disminución de la velocidad de circulación de M3 (en un intervalo aproximado del ½-1% cada año). Para el seguimiento de la evolución monetaria respecto de este valor de referencia, se utilizarán medias móviles de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3. En diciembre de 1999 el Consejo de Gobierno revisará el valor de referencia para el crecimiento monetario (véase también el anuncio del Consejo de Gobierno del 13 de octubre de 1998).

Además de las decisiones tomadas el 7 de julio y el 13 de octubre de 1998, el Consejo de Gobierno adopta un Reglamento sobre la aplicación de las reservas mínimas, que es conforme con el Reglamento del Consejo (CE) nº 2531/98 de 23 de noviembre de 1998, referente a la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo y a las exigencias de reservas mínimas a las entidades de crédito del área del euro para el logro de objetivos de política monetaria. El Reglamento del BCE entró en vigor el 1 de enero de 1999 y fue publicado en el Boletín Oficial de las Comunidades Europeas nº L 356 de 30 de diciembre de 1998, página I.

22 de diciembre de 1998

El Consejo de Gobierno del BCE decide que la primera operación principal de financiación del Eurosistema sea una subasta a tipo fijo a 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 refinanciación a largo plazo será anunciada el 12 de enero de 1999 (con fecha de liquidación del 14 del 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 Etapa, 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 Artículo 109(4) del Tratado que establece la Comunidad Europea, el Consejo de la UE, actuando por unanimidad de los Estados Miembros de la Comunidad Europea sin derogación, 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 Monetario, decidieron 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 (véase también el «Acuerdo sobre el Mecanismo de Tipos de Cambio II» del 1 de septiembre de 1998 y el acuerdo del 26 de septiembre de 1998).

7 de enero de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que para las dos operaciones principales de refinanciación que serán anunciadas el 11 y 18 de enero de 1999, respectivamente, se aplicarán las mismas condiciones que para la primera operación de este tipo, que se liquidó el 7 de enero de 1999, es decir, serán subastas a tipo fijo a un tipo de interés del 3%. El Consejo de Gobierno confirmó su intención de mantener el tipo de interés de estas operaciones a ese nivel en el futuro próximo.

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 están disponibles gratuitamente, solicitándolas al Departamento de Prensa mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

Puede obtenerse una lista completa de los documentos publicados por el Instituto Monetario Europeo en nuestra página Web (<http://www.ecb.int>).

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.

Política monetaria

"La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC", septiembre 1998.

"Report on electronic money", agosto 1998.

Sistemas de pagos

Folleto sobre TARGET, julio 1998.

"The TARGET service level", julio 1998.

"Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations", septiembre 1998.

