



BANCO CENTRAL EUROPEO

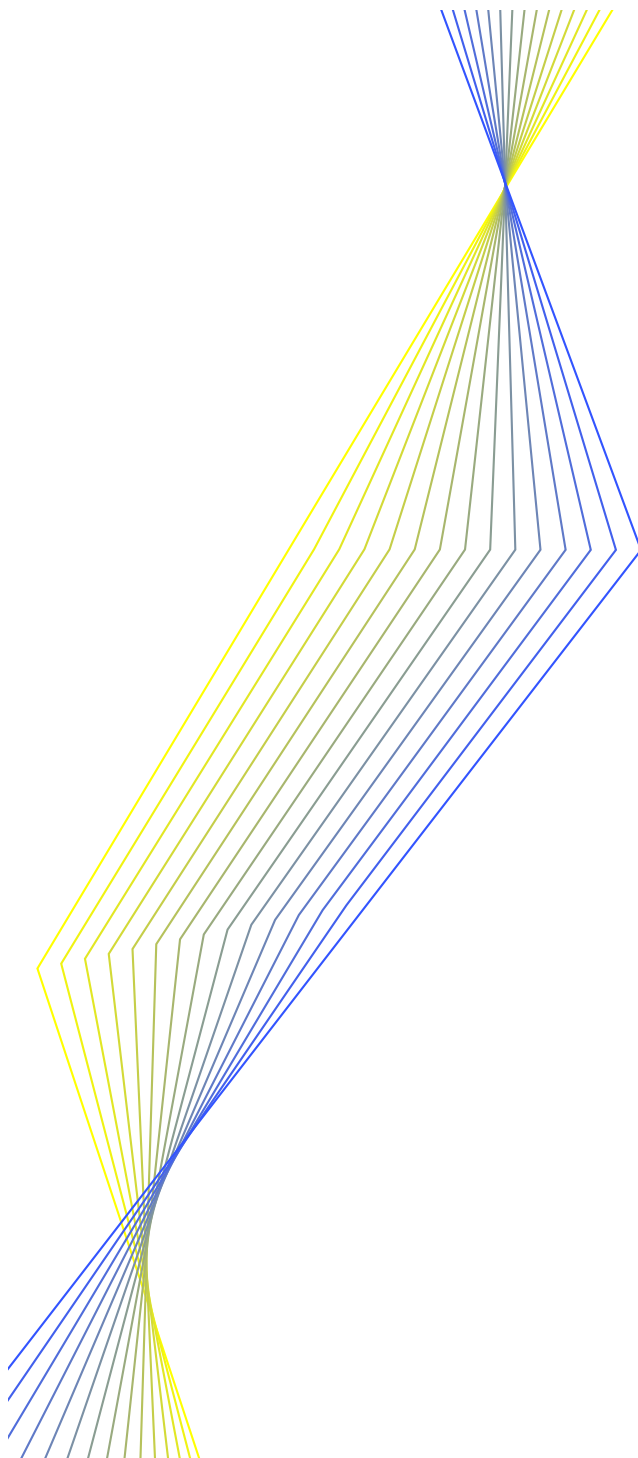
ECB EZB EKT BCE EKP

BOLETÍN
MENSUAL

Febrero 1999



BANCO CENTRAL EUROPEO



**BOLETÍN
MENSUAL**

Febrero 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 4 de febrero de 1999.

ISSN 1561-0268

Índice

Editorial	5
Evolución económica en el área del euro	7
Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema	31
Estadísticas del área del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	37*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	39*

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
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CD	Certificados de Depósito
c.i.f.	Coste de seguro y fletes (<i>Cost, insurance and freight</i>)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme del comercio internacional (revisión 3)
ECU	Unidad Europea de Cuenta
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
f.o.b.	Franco a bordo (<i>Free on board</i>)
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
MBP4	Cuarto manual de Balanza de Pagos
MBP5	Quinto manual de Balanza de Pagos
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 Europeo de Cuentas Nacionales 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.

Editorial

El Consejo de Gobierno del BCE adoptó dos decisiones importantes de política monetaria en sus reuniones de 21 de enero y 4 de febrero de 1999.

En primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió en ambas reuniones mantener sin variación las condiciones aplicables a las operaciones principales de financiación del Eurosistema, es decir, que estas seguirían realizándose mediante subastas al tipo fijo del 3,0%.

En segundo lugar, el Consejo de Gobierno confirmó el 21 de enero 1999 sus anuncios anteriores de ampliar la banda definida por las dos facilidades permanentes. El Consejo de Gobierno fijó, por lo tanto, el tipo de interés aplicable a la facilidad marginal de crédito en un 4,5% y en un 2,0% el aplicable a la facilidad de depósito, con lo cual los tipos volvieron a ser los que se habían fijado al inicio de la Tercera Etapa. Se consideró adecuado suspender la aplicación de la banda que había funcionado temporalmente del 4 al 21 de enero de 1999 puesto que, por una parte, las dificultades iniciales con que habían tropezado los agentes económicos para adaptarse al nuevo entorno del mercado monetario único se habían atenuado considerablemente desde principios de año y, por otra, la integración del mercado monetario del área del euro había progresado suficientemente durante las tres semanas siguientes a su inicio.

Estas decisiones sobre tipos de interés resultan conformes con la estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad después de una evaluación minuciosa de los últimos acontecimientos monetarios, financieros y otros de carácter económico, que confirmó la valoración anterior de que, en general, las perspectivas en materia de estabilidad de precios resultan favorables.

El examen y la evaluación detallados de las tendencias monetarias constituyen un elemento importante de la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Un artículo especial del presente Boletín describe con detalle cómo están contruidos los agregados monetarios del área del euro y la función que desempeñan en la estrategia de política monetaria del Eurosistema.

Los datos monetarios de diciembre de 1998, que se hicieron públicos el 1 de febrero 1999, testimonian el mantenimiento en el área del euro de perspectivas favorables en materia de estabilidad de precios. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió ligeramente en diciembre de 1998 hasta situarse en el 4,5%, frente al 5,0% registrado en octubre de 1998 y el 4,7% en noviembre de 1998. La media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3 hasta diciembre de 1998 se situó en el 4,7%, un nivel que ha permanecido invariante desde el período de tres meses transcurrido entre septiembre y noviembre de 1998 y resulta muy próximo al valor de referencia del agregado monetario amplio fijado por el Consejo de Gobierno en el 4,5%.

El comportamiento reciente del agregado monetario estrecho M1 ha sido más expansivo. Del mismo modo, el crecimiento del crédito concedido al sector privado fue relativamente elevado en diciembre de 1998, en consonancia con la tendencia registrada en los meses anteriores. Estas tendencias, que es preciso seguir atentamente en los próximos meses, parecen reflejar, sobre todo, el bajo nivel de los tipos de interés a corto y largo plazo en el área del euro. Además, el fuerte crecimiento experimentado por el crédito sugiere la ausencia en este momento de riesgos deflacionistas en el área del euro.

En cuanto a los indicadores financieros, los tipos de interés nominales a largo plazo continuaron con la caída manifestada en la mayor parte de 1998. La curva de rendimientos se desplazó hacia abajo en enero de 1999, al mismo tiempo que se reducía la diferencia entre los rendimientos nominales de los bonos y los rendimientos comparables de bonos indicados según la inflación que se emiten en el área del euro. Esta evolución sugiere que las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en los mercados pueden haber vuelto a disminuir en los últimos meses.

Los nuevos datos aparecidos sobre los indicadores de actividad económica en el área del euro proporcionaron, una vez más, señales contradictorias. Por una parte, se ralentizó el crecimiento de la producción industrial, dismi-

nuyó la utilización de la capacidad productiva y el descenso del paro parece haberse estancado a final de año. Por otra, la revisión de las estimaciones hechas por Eurostat sobre el crecimiento del PIB real del área del euro en los tres primeros trimestres de 1998 indican que el crecimiento intertrimestral se ha mantenido, en general, estable, en torno al 0,7% desde el comienzo de 1998. Además, los últimos datos señalan que parece haberse frenado el deterioro de la confianza industrial. A ello se añade que en enero de 1999 la cartera de pedidos exteriores mejoró ligeramente y que volvió a aumentar la confianza de los consumidores, hasta sobrepasar los valores máximos registrados en 1990. Los últimos acontecimientos registrados en el exterior resultan también bastante contradictorios. Mientras que los sucesos de Brasil provocaron una ola de inestabilidad en los mercados financieros y aumentaron el clima de incertidumbre, la economía estadounidense siguió dando muestras de estabilidad.

En conjunto, pese a los indicios de que el crecimiento del PIB real en el área del euro sufrió una desaceleración a final de año, sigue sin despejarse la incertidumbre en torno a la magnitud y duración de ese debilitamiento de la actividad económica.

La evolución reciente de los precios resulta compatible con su estabilidad en el futuro. La tasa de inflación calculada a través del IAPC para el área del euro continuó su tendencia decreciente registrada en la segunda mitad de 1998, hasta situarse en el 0,8% en diciembre de 1998. La bajada de los precios del petróleo, que, de julio a diciembre de 1998, fue aproximadamente del 25% en ecus, hizo descender la tasa de inflación. También ha contribuido a dicho descenso la evolución de los costes laborales unitarios, que registraron tasas de crecimiento ligeramente negativas en el tercer trimestre de 1998.

Aunque, sopesando estos elementos, las perspectivas en materia de estabilidad de precios continúan siendo favorables, pueden identificarse algunos riesgos. Por lo que se refiere a las presiones a la baja, si se producen nuevas turbu-

lencias en los mercados emergentes o si la desaceleración de la actividad económica del área del euro es más acentuada de lo previsto, puede intensificarse la trayectoria descendente de los precios. Por lo que se refiere a las presiones al alza, un excesivo crecimiento salarial y una relación fiscal podrían perjudicar las perspectivas futuras en materia de estabilidad de precios. Asimismo, deben seguirse con atención las variaciones de los tipos de cambio y las tendencias de los precios de las materias primas.

Los pronósticos de cierta presión a la baja sobre los precios como consecuencia de las previsiones de desaceleración de la actividad económica encontraron ya eco en la decisión de reducir de forma coordinada al 3,0% los tipos de interés de referencia que adoptaron los BCN el 3 de diciembre de 1998, así como en la confirmación de ese nivel anunciada por el Consejo de Gobierno el 22 de diciembre de 1998. En enero de 1999 el tipo de interés nominal de tres meses se redujo hasta alcanzar el 3,1%, lo cual representa un descenso superior a los 110 puntos básicos durante los doce meses anteriores. Si se definen los tipos de interés reales como la diferencia entre los tipos nominales y la inflación actual calculada a través del IAPC -una medición que está, en gran parte, afectada por la reciente bajada de los precios energéticos-, el tipo de interés real a tres meses se situó en enero de 1999 en el 2,3%, lo cual representa 80 puntos básicos menos que un año antes. Al mismo tiempo, los tipos de interés nominales a largo plazo disminuyeron en 140 puntos básicos en los doce meses anteriores hasta situarse en torno al 3,8%. En términos reales, es decir, una vez corregido el efecto de la inflación actual calculada a través del IAPC, los tipos de interés a largo plazo alcanzaron un nivel aproximado del 3% en enero de 1999, lo cual representa 110 puntos básicos menos que un año antes. Estos tipos de interés son muy bajos si se miden en términos internacionales e históricos. Por todo ello, las condiciones monetarias y financieras resultan favorables para que la producción y el empleo crezcan de forma sostenida en el área del euro en consonancia con la estabilidad de precios.

Evolución económica en el área del euro

I Evolución monetaria y financiera

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

Tras las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE, celebradas el 21 de enero y el 4 de febrero de 1999, el BCE anunció que a las cuatro operaciones principales de financiación, que se liquidarían entre el 27 de enero y el 17 de febrero de 1999, se les aplicarían las mismas condiciones que a las tres primeras operaciones, es decir, se instrumentarían mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Esta decisión se consideró adecuada en vista de la evolución estable de M3 y de la valoración, en general, favorable respecto a las perspectivas sobre la estabilidad de precios, que no han variado desde la reunión que mantuvo el Consejo de Gobierno el 7 de enero de 1999.

El 21 de enero de 1999, el Consejo de Gobierno confirmó, también, su anuncio previo de que daría por terminada la medida transitoria por la cual había establecido una banda estrecha formada por los tipos de interés de las dos facilidades permanentes. Los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se habían fijado en el 3,25% y el 2,75%, respectivamente, para el período que va del 4 al 21 de enero de 1999. El objetivo de esta banda estrecha era facilitar la adaptación de los participantes en el mercado al nuevo marco de la política monetaria en la Tercera Etapa. La banda estrecha ha demostrado ser un instrumento eficaz al aliviar los problemas iniciales de las entidades de crédito en relación con el funcionamiento de los sistemas de pagos y del mercado monetario del área del euro. No obstante, las dificultades que algunos participantes en el mercado encontraron en los primeros días de negociación del mercado monetario del euro disminuyeron considerablemente con el tiempo. En vista del satisfactorio grado de integración del mercado monetario del área del euro y del hecho de que, posiblemente, el mantenimiento de una banda estrecha hubiera entorpecido el desarrollo a largo plazo de un mercado monetario eficiente en el área del euro, el Consejo de Gobierno decidió

fijar los tipos de interés de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito en el 2% y 4,5%, respectivamente, a partir del 22 de enero de 1999. Estos tipos son iguales a los tipos de interés que se habían establecido oficialmente el 1 de enero de 1999 al inicio de la Tercera Etapa (véase gráfico 1 y la "Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema" al final de este Boletín).

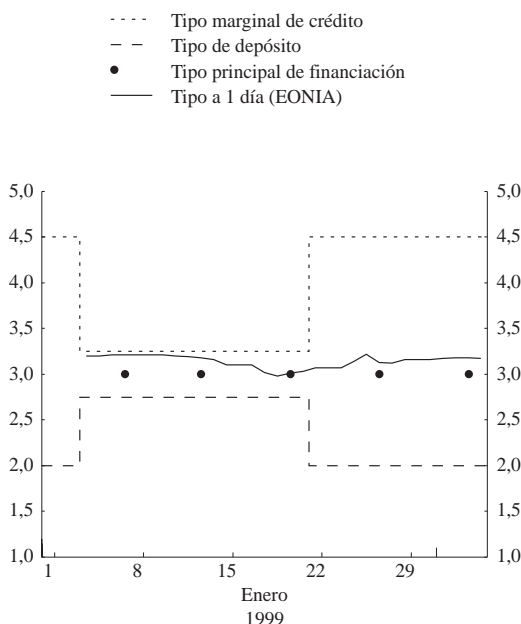
La tendencia de crecimiento del agregado monetario amplio continúa siendo estable

En diciembre de 1998, el agregado monetario amplio M3 creció un 4,5% en términos interanuales, descendiendo desde el 4,7% registrado en noviembre (véase gráfico 2). La media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3, que abarca los meses de octubre a diciembre, se mantuvo en el 4,7%. Esta

Gráfico 1

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

(en porcentaje, datos diarios)



Fuente: BCE.

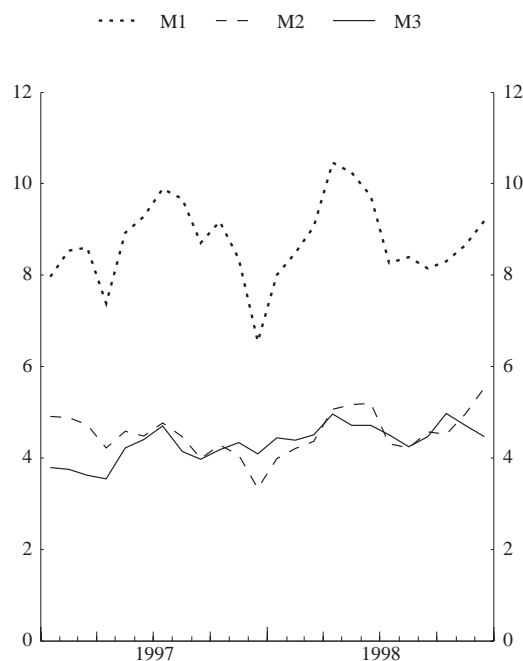
tasa es la misma que la registrada para el período de septiembre a noviembre de 1998, y está muy cerca del valor de referencia del 4,5% establecido por el Consejo de Gobierno. La moderada disminución experimentada por el crecimiento de M3 en diciembre de 1998, si se compara con noviembre, fue, fundamentalmente, el resultado de una importante disminución de los instrumentos negociables incluidos en M3 (valores distintos de acciones emitidos con un vencimiento de hasta dos años, cesiones temporales y participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos de dicho mercado), que no fue compensada por el moderado incremento en la tasa de crecimiento de otros componentes de M3 (efectivo en circulación y depósitos a corto plazo).

El agregado monetario estrecho M1 creció a una tasa interanual del 9,2% en diciembre de 1998, superando el 8,7% de noviembre. La relativamente elevada tasa de crecimiento del agregado estrecho reflejó el ininterrumpido aumento de la demanda de depósitos a la vista, que alcanzaron una tasa de crecimiento interanual del 11,1% en diciembre (comparada con una tasa del 10,8% en noviembre). Además, el crecimiento interanual del efectivo en circulación pasó de un 0% en noviembre a un 1,4% en diciembre. El rápido ritmo de crecimiento de M1 fue el reflejo, sobre todo, del bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos líquidos en un entorno de tipos de interés a corto y a largo plazo históricamente bajos, así como de estabilidad de precios.

Con respecto a otros depósitos a corto plazo incluidos en M2 (y M3), la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con un preaviso hasta tres meses pasó de un 6,6% en noviembre a un 5,6% en diciembre, mientras que la tasa de variación interanual de los depósitos a un plazo de hasta dos años aumentó a -1,2% en diciembre desde el -3,4% registrado en noviembre. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario intermedio M2, que incluye los componentes de M1 y estos depósitos a corto plazo, aumentó a un 5,5% en diciembre, desde un 5% en noviembre.

La mencionada disminución de los instrumentos negociables incluidos en M3 fue especialmente

Gráfico 2
Agregados monetarios en el área del euro
(tasas interanuales de variación)



Fuente: BCE.

evidente en los valores distintos de acciones emitidos con un vencimiento de hasta dos años, ya que su tasa de crecimiento anual fue negativa en diciembre (-6,7%), si se compara con un valor que superaba el 20% en noviembre. En algunos países, la disminución de este componente relativamente pequeño de M3 podría haber estado relacionada con la ausencia de un coeficiente de caja aplicable a esos pasivos antes del 1 de enero de 1999. Las cesiones temporales se redujeron un 11,7% en diciembre en comparación con el mismo mes del año anterior (frente a una disminución del 8% en noviembre). La tasa positiva de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario y de los instrumentos del mercado monetario pasó a un 5,2% en diciembre desde un 7,3% en el mes anterior. La disminución global de estos instrumentos negociables puede relacionarse, asimismo, con el continuado descenso de los tipos de interés a corto plazo. La disminución en las tenencias de estos instrumentos financieros no es un fenómeno reciente, pues se ha manifestado a partir de julio de 1998 (con la única excepción de octubre de 1998, un mes marcado por una

volatilidad especialmente elevada en los mercados financieros internacionales). En términos absolutos y no ajustados de estacionalidad, en diciembre de 1998, los saldos de cesiones temporales y de valores distintos de acciones con un vencimiento hasta dos años fueron inferiores en un 15,9% y un 27,3%, respectivamente, a los saldos registrados en julio de 1998. El saldo total de las participaciones en fondos del mercado monetario y de los instrumentos de dicho mercado en diciembre de 1998 fue inferior en un 2,8% al nivel alcanzado en julio de 1998.

El crédito al sector privado continuó creciendo a un fuerte ritmo

En el lado del activo del balance consolidado del sector de IFM, la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado continuó siendo elevada en diciembre, un 9,2%. El fuerte y continuado crecimiento del crédito al sector privado parece estar relacionado, fundamentalmente, con la favorable situación financiera de las empresas no financieras y de las familias, debido a la significativa bajada de los tipos de interés de los préstamos bancarios en los últimos años. También refleja el hecho de que la actividad económica creció a un ritmo relativamente intenso durante 1998 en distintas zonas del área del euro.

Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector público (incluyendo la financiación en forma de adquisición de valores) siguió siendo baja, a pesar de que aumentó moderadamente a un 1,6% en diciembre de 1998. La tasa de variación interanual de los préstamos a las Administraciones Públicas fue de un -0,2% en diciembre, comparada con el -1,8% en noviembre, mientras que los valores del sector público en poder de las IFM crecieron a una tasa interanual del 2,9% en diciembre, comparada con el 3,6% en noviembre.

Entre las contrapartidas de M3, los pasivos financieros a más largo plazo del sector de IFM (que se componen de los depósitos a más largo plazo, valores distintos de acciones emitidos y el capital y las reservas de las IFM) crecieron a una tasa interanual del 2,6% en diciembre de 1998

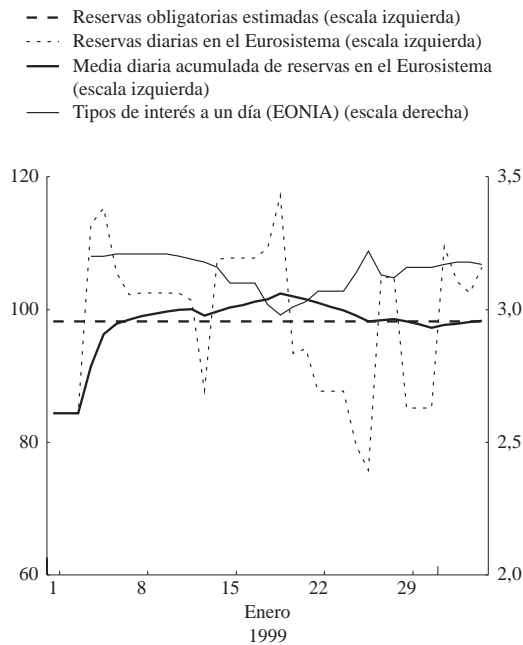
(el 3,4% en noviembre). El lento crecimiento de este componente puede estar relacionado con la reducción de los diferenciales entre los tipos de interés a corto y a largo plazo en los últimos meses.

Además, la tasa de crecimiento de los activos y pasivos exteriores del sector de IFM cayó en diciembre de 1998. Si se comparan con diciembre de 1997, los activos exteriores de las IFM aumentaron un 2,5% y los pasivos exteriores un 11,3%. Así pues, los activos netos frente al exterior del sector de IFM se redujeron en unos 110 mm de euros en 1998.

En resumen, en el año 1998, el crecimiento moderado de M3 estuvo acompañado de un importante aumento en el crédito concedido por las IFM al sector privado del área del euro, un ligero incremento de los pasivos no monetarios de las IFM y una disminución bastante considerable de la posición neta de los activos exteriores de las IFM, mientras que los créditos concedidos a las Administraciones Públicas solo aumentaron ligeramente.

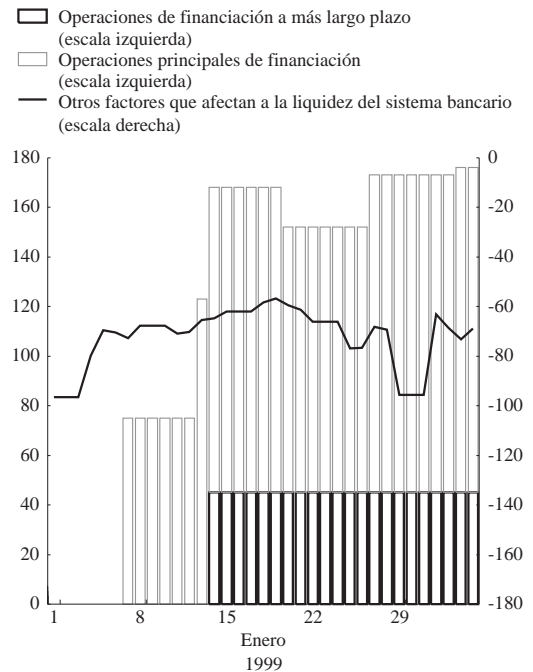
Las condiciones de liquidez están sujetas a cierta volatilidad

Los tipos de interés a un día del mercado monetario experimentaron algunas fluctuaciones durante las primeras semanas de 1999. En los primeros días de la Tercera Etapa, las condiciones del mercado monetario del área del euro fueron relativamente tensas. Entre el 4 y el 13 de enero de 1999, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (que es el 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 mantuvo en torno al 3,2%, un nivel cercano al tipo de interés del 3,25% de la facilidad marginal de crédito (véase gráfico 1). Este hecho se debió en los primeros días hábiles de la Tercera Etapa al déficit de liquidez acumulado en el mercado monetario. Posteriormente, la adjudicación de liquidez en la primera operación principal de financiación del Eurosistema, celebrada el 7 de enero de 1999, fue suficiente para crear un su-

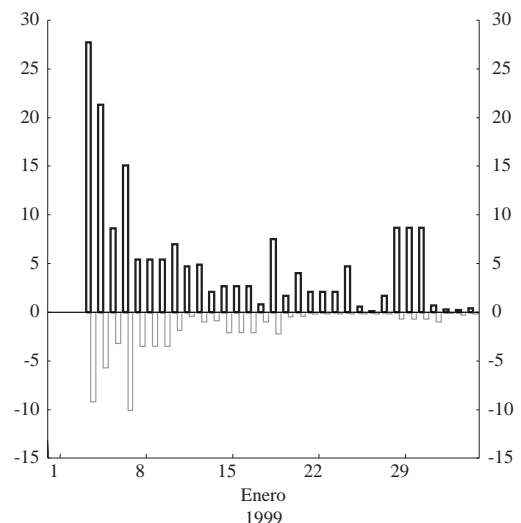
Gráfico 3a**Liquidez bancaria y tipo de interés a un día***(mm de euros, datos diarios)**Fuente: BCE.**Nota: Tipo de interés a un día en porcentaje.*

perávit temporal en las posiciones de liquidez del sistema bancario, de forma que las reservas de las entidades de crédito en las cuentas corrientes del Eurosistema pudieron ser superiores a las reservas mínimas exigidas (véase gráfico 3a). El hecho de que el tipo de interés a un día no disminuyera rápidamente tras la adjudicación de la primera operación principal de financiación pudo reflejar el comportamiento prudente de las entidades de crédito en el mercado monetario, que tenían incertidumbre sobre la cantidad exacta de reservas que debían mantener, al tiempo que tenían que hacer frente al desafío de adaptarse al nuevo entorno y, en concreto, al funcionamiento de TARGET y de otros sistemas de pagos transfronterizos (véase también recuadro 1).

Las condiciones generales del mercado monetario del euro empezaron a relajarse a partir de que el Eurosistema liquidase su segunda operación principal de financiación el 13 de enero de 1999 y su primera operación de financiación a largo plazo el 14 de enero de 1999. El 15 de enero de 1999 el tipo de interés a un día cayó

Gráfico 3b**Factores que contribuyen a la liquidez del sistema bancario***(mm de euros, datos diarios)*

Facilidad marginal de crédito
Facilidad de depósito

*Fuente: BCE.*

hasta el 3,1% y experimentó una gradual caída adicional hasta alrededor del 3,0% a lo largo de la semana siguiente. Varios factores contribuyeron a este movimiento a la baja. En primer lugar,

las adjudicaciones proporcionaron liquidez suficiente para permitir que las entidades de crédito acumulasen unas cómodas posiciones

excedentarias en sus cuentas de reservas en el Eurosistema. En segundo lugar, se redujo gradualmente la incertidumbre respecto de los de-

Recuadro I

Introducción del sistema TARGET

El sistema TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*) entró en funcionamiento a las 7 horas del 4 de enero de 1999. En media, el sistema TARGET en su conjunto ha procesado pagos por un valor de unos 1.000 mm de euros al día, cantidad comparable a la procesada por el sistema *Fedwire* de la Reserva Federal de Estados Unidos. Esto representa un aumento considerable del valor de los pagos procesados a través de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real de los países de la UE (que estaban en torno a 650 mm de euros al día en promedio en 1998). El 60% aproximadamente de estos pagos fue procesado en los sistemas de liquidación bruta en tiempo real locales, mientras que alrededor del 40% se procesó a través del mecanismo *Interlinking* establecido entre los BCN de la UE.

Los grandes flujos de pagos han permitido alcanzar de forma rápida y eficaz los objetivos prioritarios del sistema TARGET, que son los siguientes: responder a las necesidades tanto de la política monetaria del Eurosistema como del mercado monetario en euros, ofrecer un mecanismo seguro y fiable para la liquidación de los pagos transfronterizos e incrementar la eficacia de los pagos transfronterizos dentro de la UE.

En conjunto, el funcionamiento del sistema TARGET en el primer mes ha sido satisfactorio y, con la excepción de un importante fallo en el *hardware* de uno de los componentes nacionales del *Interlinking* el 29 de enero de 1999, el sistema ha resultado ser técnicamente fiable. Algunos centros financieros tuvieron problemas durante la primera semana para redistribuir la liquidez al final del día. Estos problemas fueron debidos, principalmente, a las entidades de crédito locales, muchas de las cuales experimentaron inicialmente ciertas dificultades para adaptarse al nuevo entorno. En la segunda semana, ya se habían reducido sensiblemente estos problemas.

Para ayudar a los bancos a adaptarse a las nuevas prácticas de gestión de tesorería y al sistema TARGET, el 11 de enero de 1999, el BCE decidió ofrecer un "Servicio Ampliado". Se amplió el horario de funcionamiento de TARGET, retrasando el cierre en una hora, de las 18 a las 19 horas, entre el 11 y el 29 de enero de 1999. Este nuevo horario respondió a las necesidades de la mayor parte de los bancos. El BCE decidió, asimismo, cobrar una tarifa especial de 15 euros por pagos efectuados durante el Servicio Ampliado, para evitar el uso abusivo del mismo. Se procesó menos del 1% del número total de pagos (4%-7% en términos de valor) entre las 18 y las 19 horas y los procedimientos de cierre del día se realizaron con mayor facilidad que a principios de enero.

El número de pagos transfronterizos procesados aumentó de forma constante, de 5.000 el 4 de enero de 1999 a alrededor de 28.000 a finales del mismo mes. El valor de los pagos transfronterizos procesados creció a un ritmo menos sostenido, pasando de 250 mm de euros el 4 de enero a 400 mm de euros el 7 de enero, para estabilizarse en una cifra diaria comprendida entre 350 mm y 400 mm de euros.

Tal como se esperaba, la mayor parte de las operaciones fueron pagos interbancarios (85%-90% en términos de volumen y 98%-99% en términos de valor). A principios de mes, el valor de los pagos enviados durante la última hora de funcionamiento del sistema fue muy elevado (26% del valor total de los pagos el 8 de enero de 1999). Sin embargo, a finales de mes, la distribución en el día fue más regular, de forma que el valor de los pagos procesados alcanzaba un máximo por la mañana y otro más pequeño a mitad de la tarde, con lo que en la última hora de funcionamiento se procesaba menos del 15% del valor de los pagos. La importante reducción del porcentaje de pagos rechazados (del 11% el 4 de enero de 1999 a alrededor del 1% a finales de mes), combinada con una menor concentración de los pagos después de las 17 horas, debería facilitar el retorno al horario normal de operaciones a partir del 1 de febrero de 1999.

pósitos obligatorios exactos impuestos a las entidades de crédito. En tercer lugar, las entidades de crédito se adaptaron con rapidez al nuevo entorno de un mercado monetario para el conjunto del área del euro, hecho que queda confirmado por la rápida disminución del recurso a las facilidades permanentes que pudo observarse a lo largo del área del euro. El recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito se redujo desde 15,6 mm de euros en la primera semana de enero a 4,3 mm en la segunda semana; asimismo, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se redujo desde 6,3 mm de euros a 1,3 mm (véase gráfico 3b).

Sin embargo, a finales de enero y principios de febrero de 1999, el tipo de interés a un día repuntó hasta un nivel entre el 3,1% y el 3,2%. Este repunte reflejaba unas condiciones ligera-

mente más restrictivas en el mercado monetario, debidas en parte a aumentos de los depósitos en las cuentas del Tesoro en algunos BCN. Algunos de estos aumentos reflejaban una pauta normal de recaudación de impuestos en algunos Estados miembros, que se produce durante la segunda mitad de cada mes. No obstante, otros aumentos fueron inesperados para el Eurosistema y hubieron de ser compensados en las siguientes operaciones principales de financiación.

El cuadro I proporciona una panorámica de los factores que contribuyeron a la liquidez del sistema bancario entre el 1 de enero de 1999 y la fecha de cierre del presente Boletín, el 4 de febrero de 1999. Las cifras de dicho cuadro se presentan como medias diarias. El saldo vivo medio de las operaciones de política monetaria del

Cuadro I

Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria desde el 1 de enero al 4 de febrero de 1999

		Liquidez inyectada	Liquidez drenada	Contribución neta
Operaciones de política monetaria del Eurosistema				
Operaciones principales de financiación		91,9	-	+ 91,9
Operaciones de financiación a más largo plazo		28,3	-	+ 28,3
Facilidades permanentes		4,9	1,7	+ 3,2
Otras operaciones		0,0	0,0	0,0
Operaciones de política monetaria de la Segunda Etapa (neto) ¹		47,2	0,0	+ 47,2
TOTAL	(a)	172,3	1,7	+ 170,6
Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario				
Billetes en circulación		-	331,1	- 331,1
Depósitos de las AAPP en el Eurosistema		-	38,9	- 38,9
Activos exteriores netos		329,2	-	+ 329,2
Otros factores		-	31,5	- 31,5
TOTAL	(b)	329,2	401,5	- 72,3

Saldo de cuentas corrientes de entidades de crédito en el Eurosistema

(a) + (b)

98,3

Pro memoria:

Reservas obligatorias estimadas para el período desde el 1 de enero al 23 de Febrero de 1999 ²

en torno a 98

1) Operaciones de política monetaria iniciadas por los BCN en la Segunda Etapa y pendientes al comienzo de la Tercera Etapa (excluyendo las operaciones en firme y la emisión de certificados de deuda).

2) Estimadas el 4 de febrero de 1999.

Eurosistema en forma de operaciones principales de financiación fue de 91,9 mm de euros. El volumen de liquidez que proporcionó la primera operación de financiación a largo plazo fue de 45 mm de euros, pero, puesto que esta operación no se liquidó hasta el 14 de enero de 1999, la cantidad media diaria que dicha operación proporcionó entre el 1 de enero y el 4 de febrero de 1999 fue sólo de 28,3 mm de euros. El recurso neto a las facilidades permanentes, calculado como la diferencia entre el recurso a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito, fue de 3,2 mm de euros por término medio. Por último, las operaciones de política monetaria que los BCN iniciaron durante el año 1998 y que fueron venciendo gradualmente durante las primeras semanas de enero de 1999 proporcionaron al sistema bancario una media de liquidez de 47,2 mm de euros.

La posición de liquidez del sistema bancario se ve afectada también por los movimientos de otros elementos del balance consolidado del Eurosistema. Los billetes en circulación ascendieron a 331,1 mm de euros en media durante el mes de enero de 1999, mientras que los depósitos de las AAPP en el Eurosistema se situaron en 38,9 mm de euros, y la posición neta en divisas del Eurosistema (incluyendo el oro) alcanzó 329,2 mm de euros. Finalmente, la suma de todas las demás posiciones del balance del Eurosistema presentó una posición de pasivo neta media de 31,5 mm de euros. Estas partidas pueden proporcionar liquidez al sistema bancario o drenar liquidez del mismo, según sean activos o pasivos del Eurosistema.

Durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 4 de febrero de 1999, la liquidez del sistema bancario, que viene reflejada por los saldos de las cuentas corrientes que las entidades de crédito mantienen en el Eurosistema, ascendió, en media, a 98,3 mm de euros. Esto resulta compatible con el coeficiente de caja estimado de alrededor de 98 mm de euros que las entidades de crédito han de mantener por término medio durante el primer período de mantenimiento, que va del 1 de enero al 23 de febrero de 1999.

El tipo de interés a tres meses registra una reducción adicional

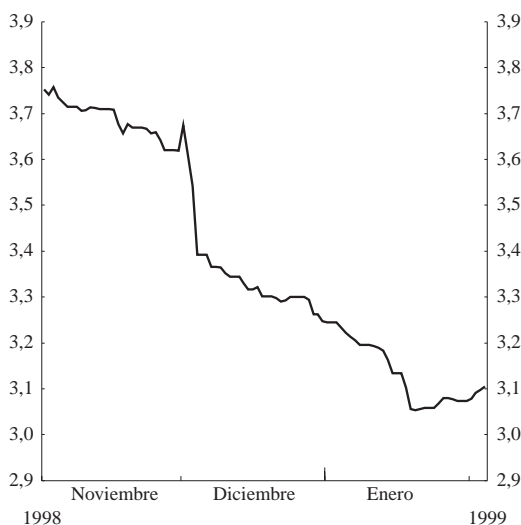
El tipo de interés a tres meses disminuyó en las primeras semanas de la Tercera Etapa, siguiendo la tendencia a la baja de 1998. Partiendo del nivel del 3,24% del primer día de negociación del euro, es decir, el 4 de enero de 1999, el EURIBOR a tres meses había caído al 3,05% el 19 de enero de 1999, pero aumentó ligeramente a continuación (véase gráfico 4).

El 4 de febrero de 1999, fecha de cierre de este Boletín, los mercados esperaban una disminución gradual de los tipos de interés a corto plazo, que resultaba evidente a partir de los tipos de interés de los contratos de futuros con fecha de entrega en 1999. El 4 de febrero de 1999 el tipo a tres meses del euro para entrega en marzo de 1999 era el 3,04%, mientras que el tipo a tres meses para entrega en junio de 1999 y en septiembre de 1999 era el 2,94% y el 2,90%, respectivamente.

Gráfico 4

Tipo de interés a tres meses en el área del euro

(en porcentaje, datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: Media de los tipos interbancarios a tres meses de los países del área del euro hasta el 29 de diciembre de 1998; EURIBOR a tres meses a partir del 30 de diciembre de 1998.

Las expectativas de una disminución gradual de los tipos de interés a corto plazo en 1999 se observaron también en la primera operación de financiación a más largo plazo del Eurosistema, que se liquidó el 14 de enero de 1999. Con objeto de escalar este tipo de operaciones, se desarrolló por medio de tres subastas separadas con vencimientos de (aproximadamente) un mes, dos meses y tres meses, respectivamente. Puesto que el Eurosistema no pretende enviar señales de política monetaria por medio de estas operaciones a más largo plazo, dichas operaciones se realizaron en forma de subastas a tipo variable con un volumen preanunciado. Los tipos de interés resultantes fueron el 3,13% para la operación con vencimiento el 25 de febrero de 1999, el 3,10% para la de vencimiento el 25 de marzo de 1999 y el 3,08% para la de vencimiento el 29 de abril de 1999.

Los rendimientos de los bonos a largo plazo continuaron su tendencia descendente

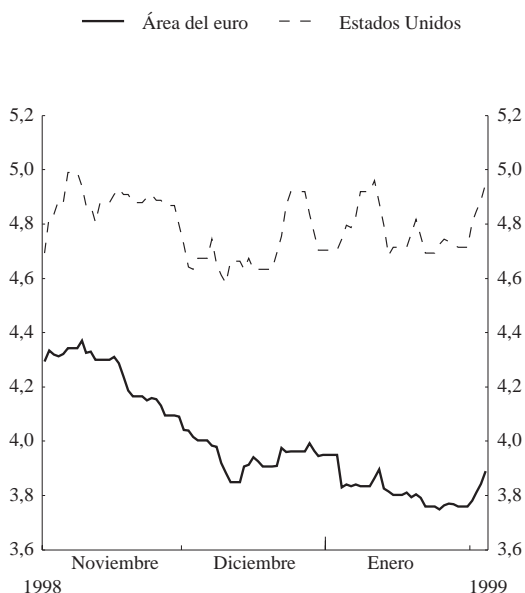
A finales de enero de 1999, el rendimiento de los bonos de deuda pública a 10 años se mantuvo en el conjunto del área del euro en el 3,77%, un nivel que era históricamente bajo. Este nivel refleja, en parte, factores globales, pero evidencia también el impacto de muchas influencias favorables asociadas al paso a la Tercera Etapa de la UEM. Las influencias internas incluyen los progresos hacia la estabilidad de precios dentro del área del euro, la eliminación gradual en algunos países de las primas de riesgo asociadas con la incertidumbre respecto de los tipos de cambio dentro de la UE durante la transición al euro y el proceso de convergencia en el ámbito presupuestario. En relación con todo ello, los bajos rendimientos de los bonos reflejan que los mercados financieros han alcanzado un alto grado de confianza en que la política monetaria única generará en el futuro unas tasas de inflación bajas y estables.

A lo largo del mes de enero de 1999, los rendimientos de los bonos a 10 años en el área del euro disminuyeron casi 20 puntos básicos (véase gráfico 5). Esta evolución contrasta con la obser-

Gráfico 5

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

(en porcentaje, datos diarios)



Fuentes: BCE y Banco de Pagos Internacionales.

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

vada en los Estados Unidos, donde los rendimientos de los bonos a 10 años no mostraron una tendencia claramente discernible para el período comprendido entre finales de diciembre de 1998 y finales de enero de 1999. Por consiguiente, el diferencial entre los rendimientos de los bonos a 10 años en los Estados Unidos y los rendimientos comparables en el área del euro se amplió en más de 20 puntos básicos.

En los primeros días de 1999, esta evolución de los rendimientos fue el reflejo de una reasignación internacional de carteras a favor de los valores denominados en euros, lo cual condujo, a su vez, a un fuerte aumento de los volúmenes de contratación en los mercados de derivados en el área del euro, en comparación con los niveles alcanzados a finales de 1998. Las cifras de contratación de los mercados de derivados en los últimos meses sugerirían que es posible que algunos participantes en el mercado hayan pospuesto sus inversiones en valores denominados en euros hasta que se comprobase que la redenominación se completaba sin problemas.

A lo largo del mes, otros factores contribuyeron a la caída de los rendimientos de los bonos a largo plazo en el área del euro. En primer lugar, algunos indicadores nacionales de actividad, especialmente en el sector industrial, pueden haber llevado al mercado a formarse unas expectativas de ralentización de la actividad económica en el área del euro. Un segundo factor fue la nueva ola de volatilidad en los mercados financieros a consecuencia de la devaluación de Brasil. Al igual que ocurriera en las crisis financieras asiática y rusa durante los meses de verano de 1998, esta evolución de las expectativas desencadenó una "huida hacia la calidad" desde los mercados emergentes hacia los países industrializados, así como una "huida hacia la seguridad" dentro de los mercados de capitales de los países industrializados desde los mercados de renta variable hacia los de renta fija. En tercer lugar, parece ser que las percepciones del mercado respecto de que la situación económica de

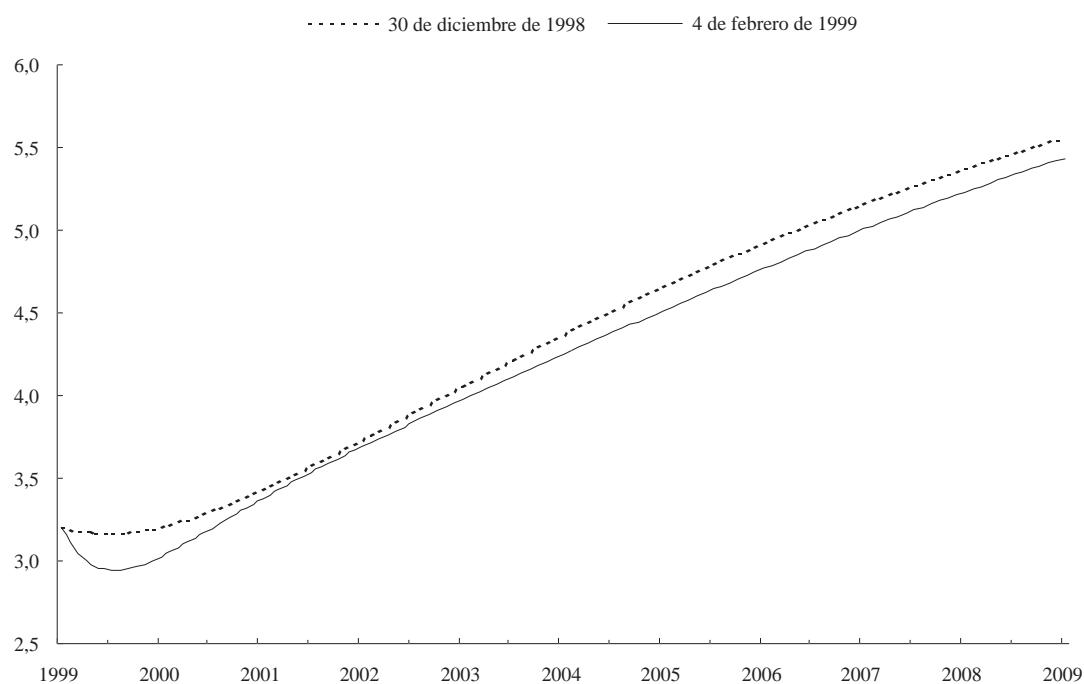
Brasil puede influir sobre las perspectivas de la actividad económica global, así como la evidencia continuada de que la estabilidad de precios se mantendrá en el área del euro, han llevado a una nueva disminución de las expectativas del mercado de bonos sobre la tasa media de variación de los precios a más largo plazo. Esta idea de una revisión a la baja de las expectativas de inflación a largo plazo en los mercados financieros se vio apoyada por el estrechamiento de los diferenciales entre los rendimientos de los bonos de renta fija y de los bonos indicados con la inflación y con vencimiento comparable en Francia (véase recuadro 2).

En coherencia con la idea de que se ha producido una disminución de las expectativas de inflación a largo plazo, la curva de rendimientos del área del euro experimentó a lo largo del mes de enero de 1999 un desplazamiento hacia abajo para todos los vencimientos (véase gráfico 6).

Gráfico 6

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

(en porcentaje, datos diarios, fin de periodo)



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

Recuadro 2

Determinación de las expectativas de inflación a partir de los bonos indicados por la inflación

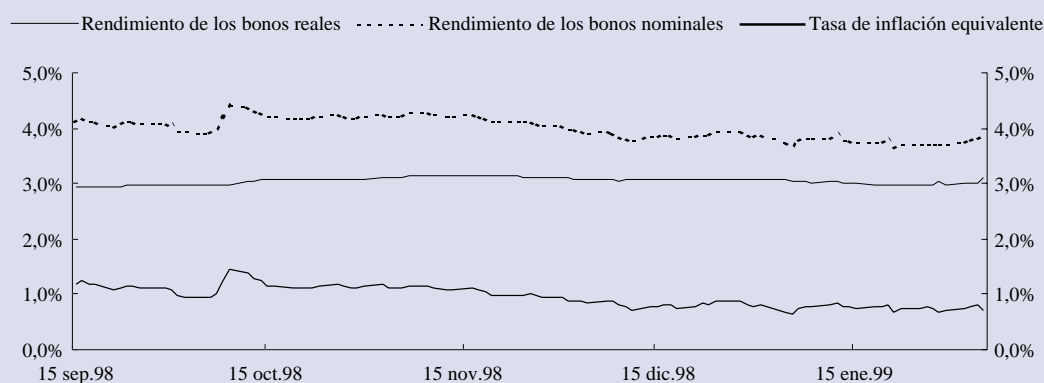
En general, una comparación entre el rendimiento de los bonos indicados por la inflación y el de los valores nominales de renta fija con vencimientos similares puede dar una indicación de las expectativas de inflación de la economía. Hasta hace poco, no se emitían bonos indicados por la inflación en el área del euro. En efecto, el Tesoro francés emitió el primer bono indicado por la inflación ("OATi" u *Obligation Assimilable du Trésor Indexée*) en septiembre de 1998. Este bono vence en el año 2009 y tiene un cupón real del 3% que se paga anualmente. Los cupones nominales de este bono se calculan posteriormente y el desfase de indicación es, como mucho, de tres meses. Los pagos de cupones y de principal del OATi están vinculados al índice de precios de consumo (IPC) francés, excluyendo los precios del tabaco.

El diferencial entre el rendimiento nominal de un bono a largo plazo y el rendimiento real de un bono indicado con el mismo plazo se conoce generalmente como "tasa de inflación equivalente". Esto se debe a que, con esta tasa de inflación, el rendimiento nominal esperado para un inversor será el mismo, independientemente de que se haya realizado la inversión en un valor de renta fija nominal o en un bono indicado. Sin embargo, la tasa de inflación equivalente no es una medida directa de las expectativas de inflación. En primer lugar, contiene también una prima de riesgo de inflación que cubre la incertidumbre adicional a la que tiene que enfrentarse el inversor con un bono de renta fija, debido, en particular, a la volatilidad de la inflación. Por otro lado, refleja una prima relacionada con el nivel relativamente más bajo de liquidez que caracteriza habitualmente los mercados de bonos indicados. Si bien la existencia de una prima de riesgo de inflación implica que las verdaderas expectativas de inflación del mercado están sobrevaloradas en la tasa de inflación equivalente, la prima de liquidez presenta unas características inversas. Sin embargo, la estrechez que se observa actualmente en el diferencial entre precios de compra y venta del OATi parece indicar que la prima de liquidez puede tener una magnitud reducida.

El gráfico que figura a continuación muestra la tasa de inflación equivalente obtenida recientemente a partir de una comparación entre el tipo del OATi que vencerá en el año 2009 y el de un OAT de renta fija nominal comparable (que tiene un cupón nominal fijo del 4% y vence en el año 2009). Se observa que la tasa de inflación equivalente ha disminuido de forma más o menos continua desde la emisión del OATi, hasta alcanzar un nivel en torno al 0,7% a principios de febrero de 1999. En la medida en que se suponga que la mencionada prima de riesgo ha sido relativamente estable en el tiempo, se puede deducir que las expectativas del mercado sobre la inflación a largo plazo en Francia han bajado también. Es importante insistir en que la medida de la inflación utilizada en el OATi es una variante del IPC francés. Por lo tanto, el OATi no puede proporcionar información más que sobre las expectativas de inflación en Francia y no en el área del euro en su conjunto. No obstante, en la medida en que las expectativas de inflación francesas son unos indicadores de las expectativas de inflación en el área del euro en su conjunto, las tasas de inflación equivalente en Francia pueden proporcionar una información que puede ser útil a título indicativo sobre las expectativas de los mercados financieros en el área del euro.

Tasa de inflación equivalente calculada para el IPC francés (excluyendo precios del tabaco)

(en porcentaje)



Fuentes: Tesoro francés, ISMA y Reuters.

Este cambio en las expectativas se manifestó de forma especialmente evidente en la disminución de los tipos de interés esperados a un día en los plazos más largos. Al mismo tiempo, se produjo una configuración de tipos de interés implícitos a un día a los plazos más cortos de la curva de rendimientos que reflejaba una expectativa por parte del mercado de disminución de dichos tipos en los próximos meses, lo cual está en línea con las observaciones mencionadas anteriormente respecto a la evolución de los mercados de futuros. De acuerdo con este indicador, los mercados financieros esperan que los tipos de interés a un día vuelvan a aumentar después de la primera mitad de 1999.

A principios de febrero, en un contexto de aumento general de los rendimientos de los bonos a largo plazo, los rendimientos de los bonos a 10 años en el área del euro registraron movimientos inversos a los que se habían producido en enero, aunque el aumento en el área del euro fue menos pronunciado que en Estados Unidos.

Los mercados de valores continúan mostrando cierta volatilidad

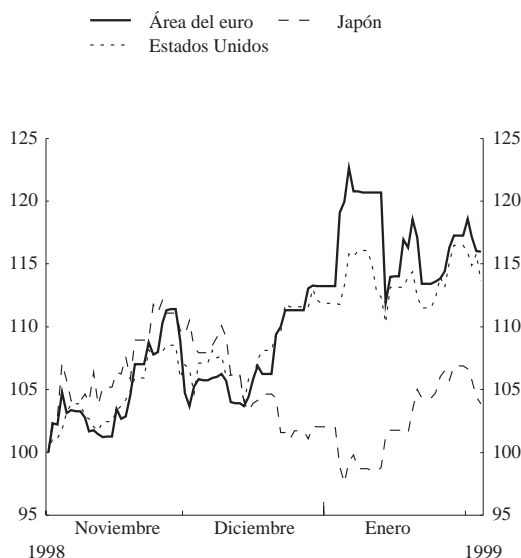
En un ambiente de volatilidad que caracterizó, de nuevo, a los mercados de valores de los países industrializados, las cotizaciones en el área del euro, medidas por el índice EURO STOXX Dow Jones ampliado, aumentaron más del 8% en los tres primeros días de negociación de 1999, para sufrir luego un retroceso que las dejó a finales de enero de 1999 un 3,5% por encima de sus niveles de finales de 1998 (véase gráfico 7). Durante el mismo período, en Estados Unidos, el Índice Standard & Poor's 500 se incrementó más de un 4%, mientras que en Japón el Índice Nikkei 225 aumentó casi un 5%.

La fortaleza inicial de las cotizaciones en el área del euro en relación con los mercados extranjeros podría haber sido reflejo de la reasignación internacional anteriormente mencionada a favor de los valores denominados en euros, una vez que se comprobó que el paso a la moneda única se producía sin problemas. Además, el lanza-

Gráfico 7

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

(1 noviembre 1998=100, datos diarios)



Fuentes: 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 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

miento del euro con éxito parecía reforzar las expectativas de absorciones y fusiones en el sector empresarial del área del euro.

El posterior retroceso en el mercado de valores del área del euro, que fue común a los mercados de valores de la mayoría de los países industrializados, reflejaba el aumento de la incertidumbre respecto de las implicaciones de la situación económica en Brasil para el crecimiento global, después de la devaluación del real brasileño. Parece ser que estos acontecimientos llevaron a una revisión a la baja de las expectativas de beneficios empresariales. La elevación de la prima de riesgo asociada a la inversión en valores de renta variable puede haber sido otro factor relevante. Tal elevación, que es típica de los episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales, subraya el papel fundamental que ciertos factores externos comunes representan con frecuencia en los movimientos de los mercados internacionales de valores.

En los primeros días de febrero, las cotizaciones del área del euro perdieron algunas de las ganancias obtenidas en enero. Esta evolución reflejó, fundamentalmente, retrocesos similares en Estados Unidos y Japón.

En conjunto, la evolución descrita hasta el 4 de febrero de 1999 había dejado las cotizaciones

del área del euro alrededor de un 9% por debajo de los valores máximos observados a mediados de julio de 1998, aunque eso representaba todavía casi un 33% por encima de los niveles registrados a finales de 1997.

2 Evolución de precios

Los precios de consumo continúan desacelerándose lentamente

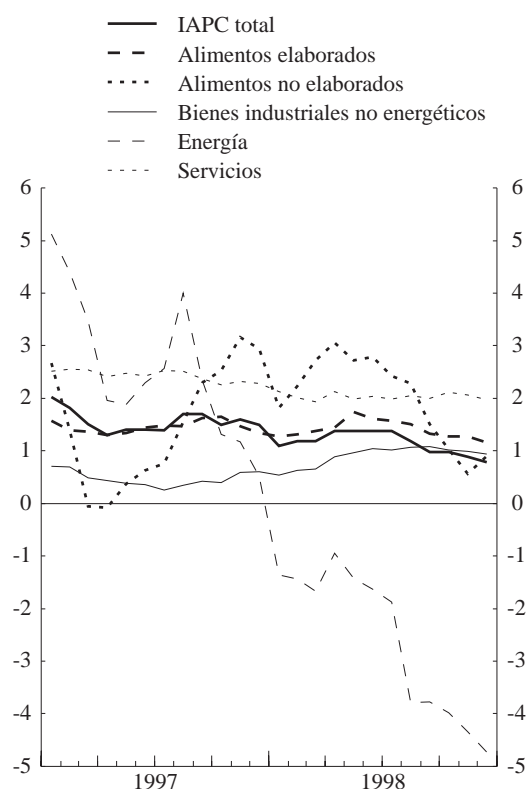
La tasa de crecimiento de los precios de consumo en el área del euro experimentó una reducción adicional a finales del año pasado. Medida con el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), la tasa interanual en diciembre de 1998 fue del 0,8%, es decir, 0,1 puntos porcentuales menos que en el mes precedente. El crecimiento medio del IAPC en 1998 fue del 1,1%, menor que el 1,6% registrado en 1997.

El recorte de la tasa de variación interanual en diciembre de 1998 fue debido, principalmente,

al descenso continuado de los precios energéticos. Estos precios, que representan casi una décima parte del IAPC, disminuyeron un 4,7% en relación con el mismo mes del año precedente (véase gráfico 8). Detrás de este descenso subyace la caída prolongada de los precios del petróleo que, en ecus, se situaron en diciembre de 1998 un 45% por debajo del nivel registrado un año antes. En enero de 1999, sin embargo, los precios del petróleo aumentaron ligeramente. Los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos registraron una ligera disminución en su tasa de variación en diciembre, después de haber permanecido prácticamente estabilizados en los meses anteriores. En contraste con la evolución de los últimos meses, los precios de los alimentos no elaborados dejaron de desacelerarse, repuntando hasta una tasa del 0,9%. En conjunto, la tasa de variación de los precios de los bienes continuó cayendo hasta el 0,2% en diciembre de 1998, frente al 0,3% de noviembre de ese año y al 1,1% de diciembre de 1997. Al mismo tiempo, la tasa de variación de los precios de los servicios, que representan un tercio del IAPC, permaneció estabilizada en torno al 2%, es decir, al mismo nivel que en el conjunto de 1998.

Gráfico 8
IAPC en el área del euro: desagregación por componentes

(tasas interanuales de variación, datos mensuales)



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.

Cuadro 2

Evolución de precios y costes en el área del euro

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

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1999
				I	II	III	IV	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.
Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes													
Índice general	2,2	1,6	1,1	1,2	1,4	1,2	0,9	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	.
<i>del cual:</i>													
Bienes	1,8	1,1	0,7	0,7	1,1	0,7	0,3	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	.
Alimentos	2,0	1,5	1,6	1,7	2,1	1,7	1,1	1,8	1,4	1,2	1,0	1,1	.
Alimentos elaborados	2,0	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	1,2	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2	.
Alimentos no elaborados	1,9	1,5	2,0	2,3	2,9	2,1	0,8	2,3	1,5	1,0	0,6	0,9	.
Bienes industriales	1,7	0,9	0,2	0,2	0,5	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	.
Bienes indust. no energéticos	1,5	0,5	0,9	0,6	1,0	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	.
Energía	2,4	2,6	-2,6	-1,5	-1,3	-3,2	-4,3	-3,8	-3,8	-4,0	-4,3	-4,7	.
Servicios	3,1	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	.
Otros indicadores de precios y costes													
Precios industriales ¹⁾	0,6	1,0	.	0,4	-0,2	-1,3	.	-1,4	-1,6	-2,0	-2,3	.	.
Costes laborales unitarios ²⁾	1,8	0,6	.	-2,3	-0,7	-0,7	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado ²⁾	3,4	2,6	.	1,0	1,1	1,1	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo ²⁾	1,6	2,1	.	3,3	1,7	1,8	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (EUR/barril) ³⁾	15,9	17,1	12,0	13,6	12,8	11,7	10,0	11,2	11,9	11,2	10,2	8,8	9,5
Precios materias primas (EUR) ⁴⁾	-6,9	13,0	-12,5	-0,1	-10,7	-18,1	-20,5	-19,0	-20,9	-23,6	-18,4	-19,5	-17,2

Fuentes: Eurostat, datos nacionales, HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg 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). ECU hasta diciembre 1998.

4) Excluida la energía. ECU hasta diciembre 1998.

menores precios de producción industrial. Los precios industriales se han desacelerado gradualmente desde finales de 1997, especialmente, los precios de los bienes intermedios. En mayo de

1998 los precios industriales comenzaron a descender en términos absolutos y en noviembre de 1998 eran un 2,3% más bajos que un año antes.

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

Revisión de las cifras de crecimiento del PIB en términos reales

Las últimas estimaciones realizadas por Eurostat sobre el crecimiento del PIB real en el área del euro suponen una revisión a la baja del crecimiento del primer trimestre de 1998 y una revisión al alza para el segundo y el tercero, en comparación con las estimaciones previas publicadas en diciembre de 1998. Según las cifras revisadas, el crecimiento del PIB real en el tercer

trimestre de 1998 fue del 2,7%, en comparación con el mismo período del año anterior, lo que representa aproximadamente 0,5 puntos porcentuales menos que el crecimiento medio observado en la primera mitad de 1998 (véase cuadro 3). En términos de tasas de crecimiento intertrimestral, el PIB real del área del euro aumentó un 0,7% en el tercer trimestre de 1998, tasa idéntica al crecimiento medio observado en la primera mitad del año.

Cuadro 3

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

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

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998
				I	II	III	IV	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
	medias móviles de 3 términos centradas												
Producto interior bruto real	1,6	2,5	.	3,7	2,9	2,7	.	-	-	-	-	-	-
-Variación respecto período precedente ¹⁾	-	-	-	0,9	0,5	0,7	.	-	-	-	-	-	-
Producción industrial excl. construcción	0,0	4,1	.	6,3	4,4	4,0	.	4,0	4,0	3,6	3,1	.	.
-Variación respecto período precedente ²⁾	-	-	-	1,1	0,8	0,9	.	0,7	0,9	0,4	0,1	.	.
del cual:													
Manufacturas	-0,2	4,7	.	7,3	5,0	4,4	.	4,4	4,4	4,0	3,2	.	.
por principales destinos económicos:													
Bienes intermedios	-0,7	5,4	.	7,3	4,2	3,3	.	3,5	3,3	2,7	2,3	.	.
Bienes de equipo	1,7	4,2	.	9,2	6,6	7,1	.	6,7	7,1	7,1	6,2	.	.
Bienes de consumo	-0,6	1,8	.	3,6	4,0	3,7	.	3,6	3,7	3,5	3,1	.	.
Construcción	-2,5	-1,2	.	2,9	0,4	-1,7	.	-0,4	-1,7	.	.	.	.
Utiliz. de la capacidad productiva(%) ³⁾	80,3	81,6	83,2	83,1	83,6	83,3	83,0	-	-	-	-	-	-
Índice de clima económico	-2,5	2,7	3,1	3,9	4,5	2,8	1,2	3,6	2,8	1,8	1,5	1,2	1,4
Indicador confianza del consumidor ⁴⁾	-8	-3	7	4	7	7	10	7	7	8	9	10	11
Indicador confianza de la industria ⁴⁾	-8	3	7	10	10	7	0	8	7	5	3	0	-1
Indicador confianza de la construcción ⁴⁾	-13	-10	4	-2	1	10	8	7	10	9	9	8	11
Ventas al por menor, precios constantes	1,1	0,8	.	2,8	1,8	3,0	.	2,9	3,0	2,4	2,9	.	.
Matriculaciones de automóviles	6,6	3,9	7,7	12,6	3,3	7,5	7,7	6,6	7,5	5,1	7,8	7,7	.
Empleo (total economía)	0,2	0,3	.	1,0	1,1	1,3	.	-	-	-	-	-	-
Paro (variación anual en miles)	420	104	-757	-426	-709	-911	-982	-875	-911	-956	-995	-982	.
Paro (% de la población activa)	11,6	11,7	11,1	11,3	11,1	11,0	10,8	11,0	11,0	10,9	10,8	10,8	.

Fuentes: Eurostat, Encuestas de opinión de la Comisión Europea, AEFA (Asociación Europea de Fabricantes 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 desestacionalizados, excepto los de la producción industrial (que están ajustados del número de días laborables), ventas al por menor y matriculaciones de automóviles.

1) Datos desestacionalizados.

2) Datos desestacionalizados; los datos mensuales se han calculado como una media móvil centrada de tres meses sobre la media correspondiente a los tres meses anteriores.

3) La encuesta se realiza en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas, es decir, la realizada al comienzo del trimestre en cuestión y la correspondiente al comienzo del trimestre siguiente. Los datos anuales son medias trimestrales. Últimas observaciones: 83,7% (julio 1998), 82,8% (octubre 1998) y 81,9% (enero 1999).

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

En general, las cifras revisadas también sugieren un perfil de crecimiento del PIB algo más suave durante los tres primeros trimestres del año que el que se derivaba de las cifras previamente publicadas, debido a que las estimaciones recientes se basan en cifras del PIB de Alemania ajustadas de las variaciones en el número de días laborables. No obstante, aún existe incertidumbre sobre la evolución trimestral del PIB real, ya que este tipo de ajustes no se encuentra disponible en la actualidad para la mayoría de los restantes Estados miembros. Adicionalmente, el perfil trimestral del primer semestre del año todavía se encuentra distorsionado debido, entre otros factores, al aumento del IVA en Alemania, que tuvo un impacto favorable sobre el crecimiento del PIB en el primer trimestre del año y negativo sobre el segundo. En cualquier caso, todos estos factores no alteran el diagnóstico de que el ritmo de expansión económica no disminuyó sustancialmente durante los tres primeros trimestres del año.

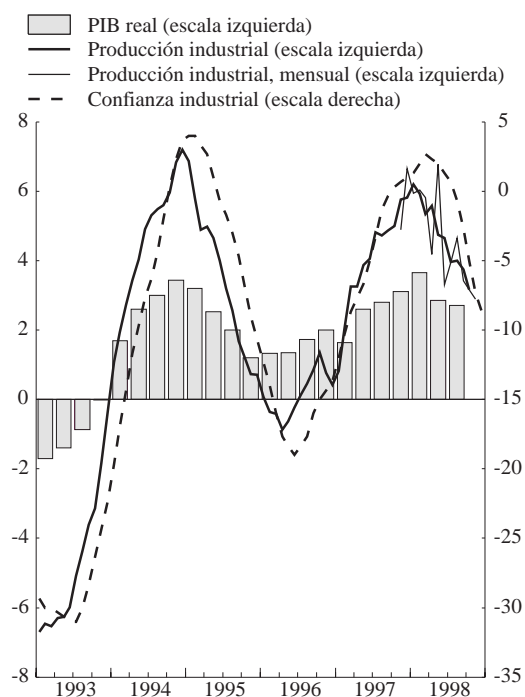
En contraste con el comportamiento favorable que mostró el crecimiento del PIB real hasta el tercer trimestre de 1998, la información más reciente que proporcionan algunos indicadores mensuales apunta a que el crecimiento del PIB en el conjunto del área podría haberse desacelerado en los meses finales del año. La producción industrial aumentó un 3,1% durante los tres meses comprendidos entre septiembre y noviembre de 1998 -medida en términos de medias móviles-, en comparación con el mismo período del año anterior, tasa que resulta inferior a las observadas en los dos períodos de referencia inmediatamente anteriores -un 3,6% y un 4%, respectivamente-. Si se mide en términos de tasas de variación sobre el período precedente, la producción industrial aumentó un 0,1% en los tres últimos meses respecto al período comprendido entre junio y agosto, mientras que en los dos períodos de tres meses precedentes el crecimiento había sido del 0,4% y del 0,9%, respectivamente.

A pesar de la desaceleración del índice general de producción industrial, las cifras desagregadas por principales destinos económicos, disponibles hasta noviembre, sugieren un comportamiento diferenciado de los distintos componentes del

Gráfico 9

Producción y confianza industrial en el área del euro

(tasas interanuales de variación; 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 desestacionalizados; los datos sobre producción industrial (excluida la construcción) y sobre la confianza industrial son medias móviles de tres términos centradas.

producto. La tasa de crecimiento interanual de la producción de bienes intermedios -es decir, de industrias que proporcionan *inputs* tales como productos químicos y acero y que representan más del 40% de la producción industrial total- registró una disminución progresiva, mientras que las industrias productoras de bienes de equipo y de bienes de consumo duraderos mantuvieron ritmos de avance sostenidos, en torno al 6% y al 8%, respectivamente. A juzgar por el perfil de crecimiento que se deriva de las variaciones intermensuales (que no se muestran en el cuadro), se aprecian algunos síntomas de un ligero repunte de la producción de bienes intermedios desde los meses de verano, en tanto que la industria de bienes de equipo registró una desaceleración, tras mostrar tasas de crecien-

to sostenidas durante el período estival. Cabe mencionar que la producción de bienes de equipo incluye los automóviles destinados a usos comerciales y al consumo privado. En este sentido, el hecho de que la producción de automóviles haya mantenido una fortaleza notable podría estar indicando que la demanda de maquinaria y equipo se ha debilitado. Por lo que se refiere a los bienes de consumo, las cifras mensuales más recientes no muestran un comportamiento muy definido.

Según las cifras provisionales de las encuestas de la Comisión Europea, publicadas para el mes de enero de 1999, la utilización de la capacidad productiva en la industria de manufacturas experimentó un descenso adicional. Si se considera la media del período comprendido entre octubre de 1998 y enero de 1999, las cifras de esta encuesta apuntan a que el grado de utilización de la capacidad productiva disminuyó en torno a 1 punto porcentual en el último trimestre del pasado año, en relación con el observado en el trimestre precedente, aunque a comienzos de 1999 aún permanecía ligeramente por encima de su promedio histórico. Sin embargo, los datos más recientes son provisionales y pueden estar sujetos a futuras revisiones.

El volumen de ventas del comercio al por menor -según las estadísticas nacionales que, para algunos países, incluyen las ventas de automóviles destinados al consumo privado- aumentó un 2,9% en los meses comprendidos entre septiembre y noviembre de 1998, en comparación con el mismo período del año anterior. El ritmo de avance observado en el período más reciente se aproxima, en buena medida, a la tasa media de crecimiento registrada durante el primer trimestre del año, que fue temporalmente muy elevada. Las matriculaciones de automóviles mantuvieron un ritmo de crecimiento interanual sostenido, en torno al 7,5%, durante la segunda mitad de 1998, sin que se apreciaran síntomas de debilitamiento en los últimos meses del año. En el último trimestre aumentaron un 3%, en comparación con el trimestre precedente. Este hecho refleja el mantenimiento de una predisposición por parte de los consumidores a la realización de grandes compras.

Los índices de confianza de los consumidores y de la industria han mostrado un comportamiento divergente durante un período de tiempo extraordinariamente dilatado, que se extiende desde la primavera de 1998 hasta diciembre, mes en el que se aprecia un paulatino deterioro de las opiniones de la industria manufacturera, que se han situado en niveles inferiores a su promedio histórico, mientras que la confianza de los consumidores alcanzó la cota más elevada observada desde que se dispone de cifras de este indicador, en 1985. Según los resultados provisionales publicados por la Comisión Europea, correspondientes a enero de 1999, la confianza de los consumidores continuó mejorando a un ritmo estable, mientras que las opiniones de la industria permanecieron estabilizadas en comparación con el mes anterior (para mayor detalle sobre la evolución reciente de los indicadores de confianza en el área del euro, véase el recuadro 3). Además, la confianza en la industria de la construcción parece haber cobrado un renovado impulso en el transcurso de 1998.

La tasa de paro se mantiene estable

En los tres últimos meses de 1998, la tasa de paro normalizada en el área del euro ha permanecido sin cambios en el 10,8% (véase cuadro 3). Teniendo en cuenta la evolución observada a lo largo de todo el año, los últimos datos parecen confirmar un lento progreso en la reducción del desempleo en el área del euro. De hecho, en los últimos doce meses la tasa de paro ha registrado un descenso medio mensual inferior a 0,1 puntos porcentuales. Además, esta disminución se ha frenado prácticamente en el último trimestre del año. Este diagnóstico lo confirman los datos de desempleo en nivel absoluto. Aunque el número de parados disminuyó en el transcurso de 1998 en algo más de 900.000 personas, en diciembre de 1998 la serie de parados ajustada de estacionalidad casi no se redujo. Los parados de edad inferior a los 25 años han disminuido en mayor proporción, posiblemente como resultado de las recientes iniciativas de los gobiernos de varios países que se han orientado hacia ese grupo. Por el contrario, no se han observado progresos en el gran tramo de los mayores de 25 años; esto podría ser indicativo de que, dadas

Recuadro 3

Evolución reciente de los indicadores de confianza en el área del euro

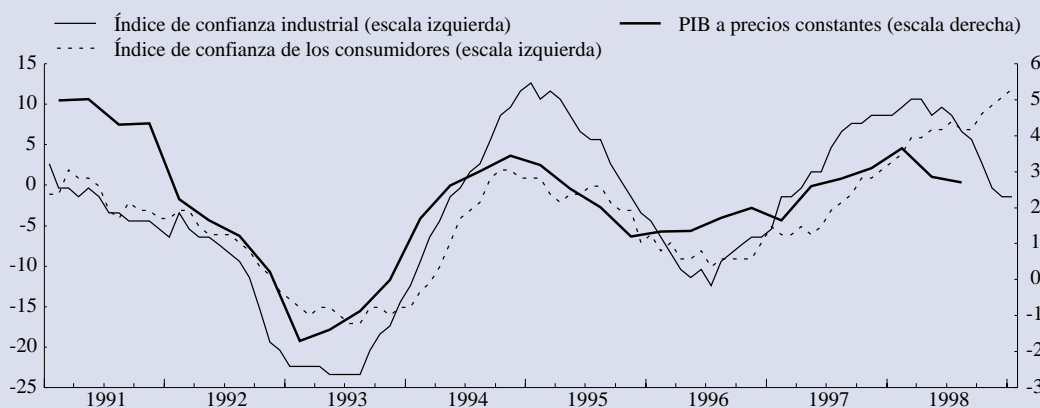
En los últimos meses se ha prestado una atención considerable a la evolución de los indicadores de confianza. En particular, debido a la disponibilidad limitada de otras estadísticas fiables y actualizadas, el análisis de estos indicadores de confianza puede proporcionar una información muy útil sobre algunas cuestiones fundamentales acerca de la situación coyuntural actual y de las perspectivas de crecimiento de la economía en el área del euro. En el conjunto del área, se viene produciendo, desde la primavera de 1998, una clara divergencia entre la evolución del indicador de confianza de los consumidores y el de clima industrial; mientras que el primero ha continuado mejorando, se ha producido un sustancial deterioro en el segundo. A finales del año pasado la mejora en la confianza de los consumidores había llevado a este indicador a alcanzar el máximo valor registrado desde 1985, mientras que la confianza empresarial había caído desde un máximo alcanzado en marzo de 1998 a un nivel ligeramente inferior a su valor medio de largo plazo. La magnitud y duración de la divergencia reciente entre los dos indicadores de confianza es extremadamente inusual. Las series han mostrado una elevada correlación en el pasado, con el indicador de confianza empresarial mostrando quizá un ligero adelanto respecto al de los consumidores, aunque de solo uno o dos meses.

Tanto el indicador de confianza de los consumidores como el de confianza empresarial se construyen promediando las respuestas a una serie de preguntas realizadas a las familias y empresas, respectivamente. El indicador de confianza de los consumidores se construye a partir de las respuestas a un total de cinco preguntas: dos de ellas sobre su situación financiera en los pasados doce meses y sobre las expectativas para los doce siguientes; otras dos sobre la situación económica, de nuevo en los doce meses anteriores y en los doce siguientes; y finalmente una pregunta sobre predisposición a la realización de compras de bienes duraderos. Por su parte, el indicador de confianza empresarial promedia las respuestas a una serie de preguntas sobre expectativas de producción, cartera de pedidos y volumen de existencias (con el signo opuesto). Un análisis pormenorizado de las respuestas a las preguntas individuales utilizadas para compilar los dos indicadores de confianza no muestra que haya problema alguno con ninguna de las series agregadas. En general, las tendencias hacia la mejoría o deterioro de la confianza mostradas por cada uno de los indicadores está también presente en cada uno de los componentes que subyacen tras estas series agregadas. Los indicadores nacionales de confianza que se encuentran disponibles tienden a respaldar los datos de las encuestas de la Comisión Europea.

Los movimientos en la confianza de los consumidores y empresas parecen reflejar de forma bastante fiel la evolución de la economía real (véase el primer gráfico adjunto). El indicador de confianza empresarial está

Indicadores de confianza y PIB a precios constantes en el área del euro

(porcentajes netos; tasas interanuales de variación en el caso del PIB)



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

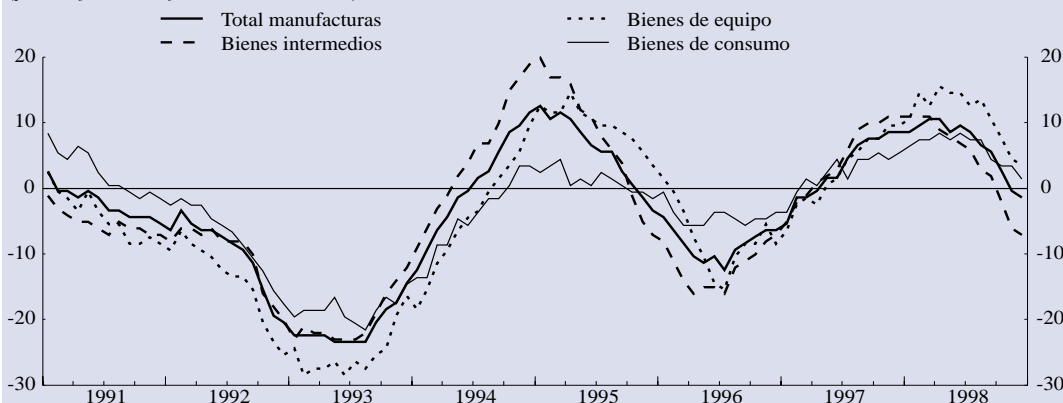
Nota: Para más información sobre los datos utilizados, véanse los cuadros y gráficos correspondientes en la sección «Estadísticas del área del euro» de este Boletín. Todas las cifras están desestacionalizadas. Las cifras empleadas procedentes de las encuestas de opinión se calculan como desviaciones respecto a la media acumulada desde enero de 1985.

estrechamente correlacionado con el PIB (así como con el índice de producción industrial, véase el gráfico 9 en el texto principal), mientras que la confianza de los consumidores esta ligada a la evolución del PIB, así como, en menor medida, a la del consumo privado. Es más difícil, sin embargo, determinar en qué medida estas series proporcionan información adelantada fiable sobre la evolución de la actividad económica. Parece que, en términos generales, los distintos indicadores se adelantan muy poco a los cambios en la actividad real o, incluso, son contemporáneos a estos. Ahora bien, en la medida en que la actualización de los indicadores de confianza está disponible con anterioridad a los datos reales sobre actividad sectorial o PIB, estos indicadores son muy valiosos aun en el caso de que estas series hubieran de ser consideradas, fundamentalmente, como indicadores contemporáneos. Además, un análisis de los puntos de giro en la evolución del producto sugiere que la secuencia temporal de cualquier relación con la actividad es variable (si bien la identificación de los puntos de giro es, en sí misma, un debate abierto). En conjunto, todo lo anterior aconseja evitar cualquier interpretación mecánica de estos indicadores.

Además de publicar indicadores agregados de confianza empresarial, la Comisión Europea también facilita una desagregación de estos resultados por sectores de actividad. En el siguiente gráfico adjunto se muestra la evolución del indicador general de manufacturas, junto con sus tres grandes componentes -bienes intermedios, bienes de inversión y bienes de consumo-. Desde marzo de 1998 se aprecia que la caída más intensa en la confianza empresarial se ha producido en la industria de bienes intermedios. Si bien el descenso en la confianza se ha observado en todos los sectores, en la industria de bienes intermedios esta caída ha sido mucho mayor que en el sector de bienes de inversión, mientras que el declive en la confianza en la industria de bienes de consumo, que parece menos variable que los otros dos componentes, ha sido claramente más reducido. Estas pautas se corresponden en parte con la información proporcionada por el índice de producción industrial, según la cual ha sido la producción en el sector de bienes intermedios la que ha mostrado un pulso más débil en el último año, manteniéndose su nivel prácticamente estancado desde la primavera.

Índice de confianza industrial desagregado por sectores para el área del euro

(porcentajes netos; cifras desestacionalizadas)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y estimaciones del BCE.

Nota: Las cifras empleadas se calculan como desviaciones respecto a la media acumulada desde enero de 1985.

La evolución de los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores refleja con bastante fidelidad la evolución observada de la economía. El consumo privado ha mostrado una notable fortaleza en el último año, mientras que la producción industrial se ha desacelerado a consecuencia del deterioro en el entorno exterior y del aumento de la incertidumbre sobre la situación económica mundial. Parece bastante razonable suponer que la divergencia entre las sendas de evolución de los indicadores de confianza de los consumidores y empresas no puede persistir. Hay, obviamente, dos formas a través de las que se se puede reducir la divergencia. Una posibilidad es que la reducción de la confianza empresarial en el sector de bienes intermedios se extienda a otras actividades industriales, afectando negativamente a la inversión y al empleo, lo que terminaría por generar una contracción en el consumo privado. No parece, sin embargo, que esto sea lo que está ocurriendo, por el momento. La otra posibilidad es que la persistencia del intenso crecimiento del consumo y de la confianza de los consumidores, apoyada por mayores crecimientos del empleo, siempre que no se produzca un mayor deterioro en el sector exterior, conduzca a una recuperación gradual de la confianza empresarial y de la producción. Este resultado sería coherente con una menor desaceleración del producto a finales de año.

las estructuras actuales y el marco institucional de los mercados de trabajo, incluso el crecimiento estable del producto observado en los últimos trimestres puede no ser suficiente para recortar significativamente el paro. Adicionalmente, la limitada información proporcionada por las estadísticas nacionales sobre vacantes también sugiere una disminución de la demanda de trabajo desde el tercer trimestre de 1998 en adelante.

En relación con la evolución del empleo, también parece haber signos de una menor creación de puestos de trabajo en aquellos sectores que son más sensibles a la evolución económica internacional. En particular, el empleo en las manufacturas se ha desacelerado considerablemente en el tercer trimestre de 1998, habiendo alcanzado una tasa intertrimestral de crecimiento del 0,3% (revisada desde el 0,4%), que contrasta con el 1,2% y el 0,8% del primer y segundo

trimestre, respectivamente. Por el contrario, hasta el tercer trimestre, la creación de puestos de trabajos netos en los sectores con una orientación más interna ha continuado siendo intensa, alentada, probablemente, por la fortaleza del consumo, en un contexto de un alto nivel de confianza del consumidor. En conjunto, el crecimiento del empleo total -aunque ha sido revisado ligeramente a la baja desde el 1,4% al 1,3%, en tasa interanual-, ha permanecido estabilizado en el tercer trimestre de 1998 en un ritmo similar al de los dos trimestres precedentes. En consecuencia, se estima que el empleo habrá crecido más de un 1% en 1998. Sin embargo, dados los últimos indicadores sobre la situación económica, y teniendo en cuenta que el empleo normalmente reacciona con cierto retraso a la evolución económica presente y futura, cualquier cambio en la expansión económica efectiva o esperada sólo tendrá un impacto en la evolución del empleo con un cierto retraso.

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

Moderado debilitamiento del euro

Desde que el 4 de enero de 1999 el euro comenzó a cotizar, los mercados cambiarios se han caracterizado, principalmente, por un fortalecimiento gradual del dólar y de la libra esterlina frente al euro, así como por una volatilidad significativa del yen frente al resto de las principales monedas. Acontecimientos específicos, como la decisión del gobierno brasileño, a mediados del mes de enero, de permitir flotar al real -que se había depreciado alrededor de un 40% frente al dólar a finales del mes- tuvieron un impacto limitado sobre los mercados de divisas en relación con las monedas de los países industriales y emergentes.

Frente al dólar, el euro se debilitó aproximadamente un 3,5% durante el mes de enero de 1999, cotizándose a final de mes a 1,14 dólares

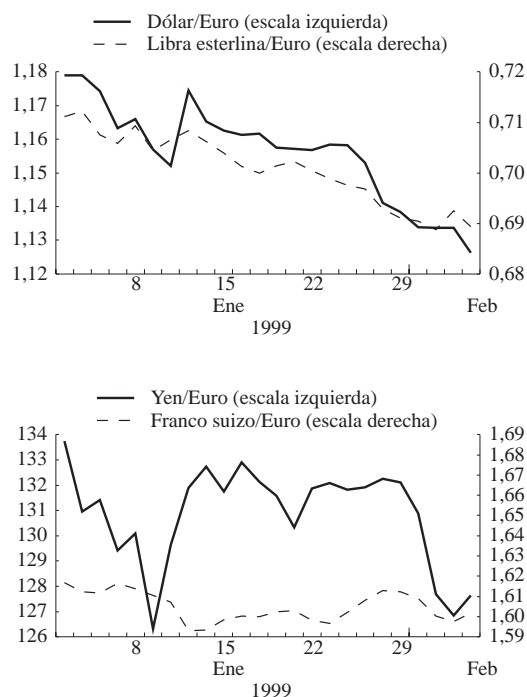
por euro frente a 1,18 el 4 de enero. Esta evolución puede considerarse como un reflejo del fortalecimiento general del dólar, ante la evidencia de un crecimiento de la economía estadounidense más sólido que el esperado, así como del mantenimiento de unas presiones inflacionistas muy reducidas. Impulsado por el comportamiento del consumo y las exportaciones, el PIB real de los Estados Unidos creció a una tasa anualizada del 5,6% en el último trimestre de 1998, y del 3,9% para el conjunto del año, lo que muestra la flexibilidad de la economía estadounidense en un entorno internacional desfavorable. Además -y a pesar del posible impacto negativo sobre la economía estadounidense del desarrollo de la crisis en Brasil-, toda una serie de indicadores de demanda interna, en su mayoría referidos al consumo privado, parece sugerir una continuación de dicha tendencia en la primera parte de 1999. Asimismo, no existen signos de presiones inflacionistas inminentes, a pesar de presentar una tasa de desempleo del 4,3% en diciembre de 1998, nivel históricamente muy reducido. En este contexto, la fortaleza del dólar observada a principios de 1999 continuó en los primeros días de febrero. En la fecha de cierre de los datos de este Boletín (4 de febrero de 1999), el euro cotizaba en los mercados a 1,13 dólares por euro.

Frente al yen, el tipo de cambio del euro acabó el mes de enero en 132 yenes por euro, nivel muy próximo a sus niveles de partida, después de mostrar una volatilidad significativa durante todo el período. Esta variabilidad -que implicó fluctuaciones entre 126 y 134 yenes por euro- estuvo relacionada, principalmente, con las incertidumbres sobre las consecuencias financieras del creciente déficit público en Japón, y reflejó el hecho de que las perspectivas de la economía japonesa continuaban sin clarificarse. En particular, y aunque parece que el conjunto de medidas de estímulo introducidas en abril de 1998 está teniendo efecto, la demanda privada, tanto de consumo como de inversión, continúa siendo muy débil. El 4 de febrero de 1999 el tipo de cambio del euro frente al yen era de 128 yenes por euro.

Gráfico 10

Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Respecto a la libra esterlina, moneda que ha seguido muy de cerca la evolución del dólar, el euro se depreció de 0,71 libras por euro el 4 de enero de 1999 a 0,69 libras por euro el día 28 de enero. Frente al franco suizo, la cotización del euro a finales de mes se situó muy cerca de sus niveles iniciales, 1,62 francos suizos. A la fecha de cierre del informe, el euro estaba cotizando a 0,69 libras por euro y a 1,60 francos suizos por euro.

En términos efectivos nominales, es decir, respecto al índice medio ponderado por el comercio proporcionado por el Banco de Pagos Internacionales (BPI), el euro, entre el 4 de enero y el 4 de febrero de 1999, se debilitó un 3,4%, reflejando, principalmente, la evolución frente al dólar y la libra esterlina. En relación con el nivel medio de la primera semana de cotización del euro, que se puede considerar un punto de referencia mejor que la cotización del primer día, el euro había descendido un 2,9%, en términos efectivos, a principios de febrero de 1999. Desde una perspectiva a medio plazo, los acontecimientos más recientes implican que, tanto el tipo de cambio efectivo nominal como el real (deflactado por los IPC correspondientes) podrían estar en unos niveles ligeramente por debajo de sus respectivos valores medios a largo plazo.

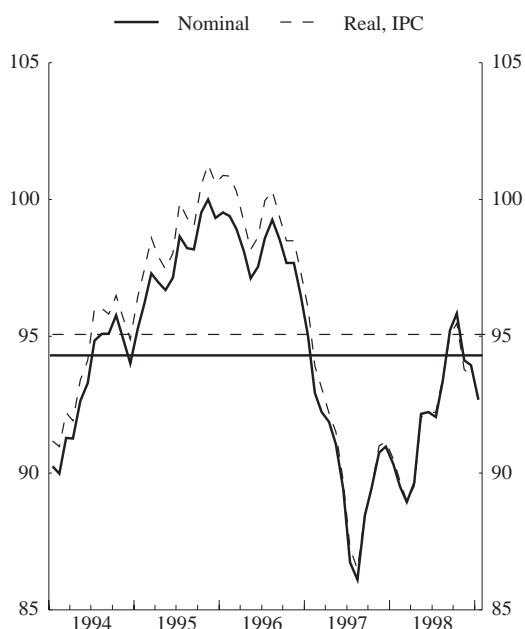
Ligera disminución del superávit comercial acumulado

Como ya se indicaba en el Boletín mensual de enero de 1999, todavía hay pocas estadísticas

Gráfico 11

Tipos de cambio efectivos en el área del euro¹⁾

(medias mensuales, índice 1990=100)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI).

1) Los datos proceden de cálculos del BPI; para conocer la metodología utilizada, 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 periodo mostrado.

fiables que estén disponibles sobre la evolución de la balanza de pagos para el área del euro. Por tanto, durante los próximos meses, solo se hará referencia a los datos de comercio exterior proporcionados por Eurostat. Estos datos se basan en cifras brutas para las exportaciones y las im-

Cuadro 4

Comercio de bienes del área del euro

	1996	1997	1997	1997	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998
			I	II	III	IV	I	II	III	Sep	Oct
Exportaciones											
mm de ecus	667,8	761,9	170,2	191,6	193,5	206,5	193,8	203,7	194,1	65,6	68,7
Tasas interanuales de variación	7,3	14,1	7,8	15,7	19,1	13,6	13,9	6,3	0,3	-4,1	-6,2
Importaciones											
mm de ecus	594,4	672,5	158,1	167,6	166,6	180,2	180,4	178,6	168,8	60,3	61,2
Tasas interanuales de variación	5,6	13,1	6,7	13,7	17,9	14,4	14,1	6,6	1,3	-1,0	-3,7
Balanza comercial											
mm de ecus	73,5	89,4	12,2	24,0	26,9	26,3	13,5	25,1	25,3	5,2	7,5
mm de ecus, acumulativo ¹⁾	73,5	89,4	12,2	36,2	63,1	89,4	13,5	38,5	63,8	63,8	71,4

Fuente: Eurostat.

1) Durante el año hasta la última fecha.

portaciones del área del euro con el resto del mundo, excluyendo las transacciones dentro del área del euro.

En octubre de 1998 (el último mes para el que hay datos disponibles), el superávit comercial del área del euro ascendió a 7,5 mm de ecus, es decir, 2,2 mm inferior al correspondiente al mismo mes de 1997. La reducción del superávit de la balanza comercial se debió principalmente a la continuada debilidad de las exportaciones, que se han visto afectadas de forma creciente por el deterioro del entorno mundial. En términos

anuales, el valor de las exportaciones cayó un 6,2% en octubre -segundo mes consecutivo de 1998 en el que se registró una tasa de crecimiento negativa-. El valor de las importaciones, que ya había descendido en septiembre, disminuyó más acusadamente en octubre (-3,7% respecto al mismo mes del año anterior), lo que refleja la debilidad de los precios del petróleo y de las materias primas. En los primeros diez meses del año, el superávit comercial acumulado fue de 71,4 mm de ecus, 1,5 mm inferior a la cifra registrada en el mismo período del año anterior.

Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema

El objetivo primordial del Eurosistema, que se compone del Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCN) de los 11 Estados miembros que han adoptado el euro, es mantener la estabilidad de precios. Dado que existe un amplio consenso en que la evolución del nivel de precios a medio y largo plazo es un fenómeno monetario, la cantidad de dinero en manos del público puede contener información útil sobre los movimientos futuros de los precios y, por lo tanto, servir de guía para la ejecución de la política monetaria. Además, el análisis de los agregados monetarios puede contribuir a la evaluación general de la situación del sistema financiero y de la economía en su conjunto.

Un agregado monetario puede definirse como la suma del efectivo en circulación y del saldo vivo de determinados pasivos de las instituciones financieras que tienen un elevado grado de liquidez. El Eurosistema ha definido un agregado estrecho (M1), un agregado "intermedio" (M2) y un agregado amplio (M3). Estos agregados se diferencian por el grado de liquidez de los activos que incluyen. Según el análisis llevado a cabo por el BCE y por su predecesor, el Instituto Monetario Europeo, los agregados monetarios amplios del área del euro pueden ser más difíciles de controlar a corto plazo, si bien presentan propiedades más favorables que los agregados estrechos en términos de su estabilidad y de la información que contienen sobre la evolución a medio plazo de los precios. La estrategia de política monetaria del Eurosistema exige identificar un agregado monetario que sea un indicador estable y fiable de la inflación a medio plazo. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido otorgar al agregado monetario amplio M3 un papel destacado en la estrategia de política monetaria al anunciar un valor de referencia para su tasa de crecimiento interanual.

I La importancia de los agregados monetarios

El contenido informativo de los agregados monetarios

El objetivo prioritario del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios. Sin embargo, la política monetaria no puede controlar directamente la evolución de los precios en el área del euro, sino que ha de operar a través de un complejo proceso de transmisión. En dicho proceso están normalmente implicados el sistema financiero, los mercados financieros y la economía real. Se trata de un proceso caracterizado por un conjunto de canales de transmisión monetaria, en cada uno de los cuales los efectos de los instrumentos monetarios sobre los precios operan con unos retardos largos, variables y no plenamente predecibles. En consecuencia, la política monetaria ha de analizar las perspectivas de evolución futura de los precios y evaluar cuidadosamente el momento en el que las medidas de política monetaria tienen efectos sobre dichos precios futuros y la magnitud de estos efectos. Con este propósito, los bancos centrales analizan un conjunto de indicadores monetarios y financieros y otros indicadores económicos que contribuyen a realizar una evaluación más exacta del contexto económico general,

de las perspectivas de evolución futura de los precios y de la transmisión de las medidas de política monetaria.

Entre las variables que resultan útiles en este sentido, el dinero desempeña un papel crucial y, en consecuencia, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que el dinero tenga una importancia destacada en la estrategia de política monetaria del Eurosistema. El establecimiento por parte del Consejo de Gobierno en diciembre de 1988 de un valor de referencia para el crecimiento de un agregado monetario amplio subrayaba la importancia del papel atribuido al dinero (véase el artículo "La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad" en el Boletín mensual del BCE de enero de 1999).

La evolución monetaria contiene información útil sobre la evolución futura de los precios y, por ello, constituye una guía relevante para la ejecución de la política monetaria. Existe un consenso generalizado, basado en la existencia de una evidencia empírica sustancial, en que la evolución del nivel general de precios es un fenómeno monetario a medio y largo plazo. En concreto, los

incrementos de precios están, en general, estrechamente relacionados con tasas de crecimiento monetario que exceden la capacidad de crecimiento real de la economía a medio plazo. Además, la experiencia histórica de los bancos centrales en Europa y otras zonas demuestra que, para el éxito de la política monetaria, es importante realizar un análisis exhaustivo de los agregados monetarios y de la información que estos contienen.

Aparte de desvelar información sobre la evolución futura de los precios, ese análisis desempeña un importante papel en la evaluación general de la economía. Los agregados monetarios -y sus contrapartidas- vienen, normalmente, determinados por variables que miden la actividad económica, la riqueza, y por los tipos de interés o sus diferenciales. Puesto que la reacción de los agregados monetarios ante perturbaciones específicas puede depender de su composición por activos, un análisis de los distintos agregados monetarios puede permitir una mejor comprensión de la evolución del sector bancario, de los mercados financieros y de la economía en general. El seguimiento de la evolución monetaria ayuda a identificar las perturbaciones que afectan a la economía y, con ello, contribuye, también, a evaluar la situación económica.

Mientras que, a medio y largo plazo, los agregados monetarios amplios contienen, normalmente, información pertinente respecto de la evolución de los precios, esta relación puede quedar distorsionada a corto plazo por el efecto de una gran variedad de factores específicos. Las tasas intermensuales de crecimiento de los agregados monetarios no proporcionan señales claras y definidas sobre la evolución futura de los precios. Las distorsiones pueden provenir de perturbaciones que afectan a la demanda de dinero, como, por ejemplo, los cambios institucionales del sistema bancario, la innovación financiera, las variaciones del sistema impositivo o del coeficiente de caja, o el uso de la moneda en otros países. Resulta, por tanto, importante distinguir, siempre que sea posible, entre los cambios en los agregados monetarios que se deben a factores especiales y las variaciones que indican riesgos para la estabilidad de precios. Las propiedades del dinero como indicador adelantado de los precios pue-

den quedar desvirtuadas, también, a corto plazo por las perturbaciones que afectan directamente al nivel de precios, como, por ejemplo, las provenientes de cambios de los impuestos indirectos o de precios regulados, o de perturbaciones que afectan a los precios de las materias primas.

En este contexto, resulta esencial basar el análisis de los agregados monetarios sobre métodos analíticos avanzados y sobre una correcta comprensión de los factores económicos e institucionales que pueden tener impacto sobre las relaciones existentes a corto plazo entre el dinero, la actividad real, los tipos de interés y los precios. Esto permitirá al banco central evaluar y estimar las distorsiones y utilizar el contenido informativo de los agregados monetarios de la forma más efectiva.

El papel de los bancos centrales

Además de la observación empírica que muestra que el dinero se encuentra estrechamente relacionado con los movimientos de los precios a medio plazo, existen razones conceptuales e institucionales que subrayan la importancia que el seguimiento de la evolución monetaria puede tener para el Eurosistema. Los bancos centrales son instituciones que crean dinero en su forma más líquida, es decir, billetes y depósitos mantenidos en el banco central por entidades de crédito, actividad en la cual los bancos centrales tienen el monopolio. Este dinero del banco central, llamado "base monetaria", es el único activo que realiza simultáneamente las funciones de pago y de liquidación. El Eurosistema no solo mantiene un monopolio de emisión de billetes de curso legal en el área del euro, sino que exige también a las entidades de crédito el mantenimiento de un coeficiente de caja, lo cual, a su vez, crea una demanda adicional de dinero del banco central por parte del sistema financiero.

Los bancos centrales, en su calidad de monopolistas de oferta, pueden influir directamente sobre el precio (o coste de oportunidad) de mantener base monetaria, es decir, sobre el tipo de interés a corto plazo, y lo hacen al proporcionar liquidez en forma de base monetaria a las entidades de crédito, a tipos de interés determinados por

su política. La creación de depósitos bancarios y otros instrumentos monetarios se relaciona, a su vez, con la disponibilidad de dinero del banco central y con el nivel de los tipos de interés oficiales del banco central. A través de estos canales, la necesidad de dinero del banco central proporciona al Eurosistema una palanca que le permite influir sobre la expansión de la cantidad de dinero en su conjunto.

La base monetaria es, sin embargo, muy volátil a corto plazo y no constituye un indicador fiable de la inflación futura, por lo que la política monetaria se centra generalmente sobre agregados más amplios. En el caso del área del euro estos agregados consisten en el efectivo y en ciertos pasivos de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) (véase recuadro 1).

Recuadro 1

Las Instituciones Financieras Monetarias (IFM)

El concepto de Instituciones Financieras Monetarias (IFM) fue acuñado por el Instituto Monetario Europeo (IME), en colaboración con los bancos centrales nacionales (BCN), en el contexto de la preparación para la política monetaria única. Las IFM comprenden tres grupos principales de instituciones. El primer grupo son los bancos centrales. El segundo se compone de las entidades de crédito residentes, definidas, de conformidad con la legislación comunitaria, como "empresas cuyo negocio es recibir del público depósitos y otros fondos reembolsables (incluyendo los ingresos procedentes de las ventas de bonos bancarios al público) y conceder créditos por cuenta propia". El tercer grupo comprende todas las demás instituciones financieras residentes cuyo negocio sea recibir depósitos y sustitutivos próximos de depósitos de otras entidades que no sean IFM, así como conceder créditos y hacer inversiones en valores, actuando por cuenta propia (al menos, en términos económicos). Este grupo incluye, principalmente, a los fondos del mercado monetario.

Para identificar el tercer grupo de IFM, el SEBC ha definido el término "sustitutivos próximos de los depósitos" de acuerdo con características de liquidez. Esta definición combina las características de transferibilidad, convertibilidad, certidumbre y negociabilidad, y tiene en cuenta, cuando procede, el plazo de emisión. Se evalúa si un instrumento es "sustitutivo próximo de los depósitos" sobre la base de los siguientes criterios:

- "transferibilidad": se refiere a la posibilidad de movilizar los fondos materializados en un instrumento financiero mediante facilidades de pago, tales como cheques, órdenes de transferencia, cargos directos o medios similares;
- "convertibilidad": se refiere a la posibilidad y al coste de convertir los instrumentos financieros en efectivo o depósitos transferibles;
- "certidumbre": significa conocer, de manera precisa y por adelantado, el valor liquidativo de un instrumento financiero, y
- "negociabilidad": se refiere a valores cotizados y negociados regularmente en un mercado organizado.

El Eurosistema ha establecido y mantiene una lista de las IFM para fines estadísticos, que recoge el conjunto de instituciones que tienen que enviar información para elaborar el balance consolidado del sector de IFM del área del euro. No obstante, los BCN pueden eximir de esta obligación a las IFM de pequeño tamaño, siempre que las IFM que contribuyan al balance consolidado mensual representen al menos el 95% del balance total de las IFM de los respectivos Estados miembros participantes.

2 Definición de los agregados monetarios del área del euro

El punto de partida para la definición de los agregados monetarios del área del euro es el balance consolidado del sector de IFM (véase cuadro 1). En general, la definición adecuada de un agregado monetario depende en gran medida del propósito para el que se selecciona dicho agregado monetario. Puesto que muchos activos financieros son sustitutivos y la naturaleza y características de los activos financieros, de las transacciones y de los medios de pago cambian en el tiempo, no siempre resulta claro cómo habría que definir el dinero ni qué activos financieros deben incluirse en una determinada definición de dinero. Por estas razones, los bancos centrales suelen definir y analizar varios agregados monetarios, que van desde agregados muy estrechos, como el dinero del banco central o base monetaria, que consiste en el efectivo (billetes y monedas) más los depósitos en el banco central, hasta agregados más amplios, que incluyen el efectivo, los depósitos bancarios y ciertos tipos de valores.

A la hora de definir el dinero, resultan relevantes tanto la perspectiva microeconómica del tenedor individual de dinero, como las propiedades em-

píricas de los agregados monetarios resultantes del comportamiento de los tenedores en su conjunto.

Criterios microeconómicos

El dinero cumple tres funciones en la economía. Sirve como medio de pago, como unidad de cuenta y como depósito de valor. Como medio de pago, el dinero facilita el intercambio de bienes y servicios reduciendo los costes de información y transacción. Como unidad de cuenta en las transacciones económicas, el dinero facilita un acceso cómodo de los agentes a la información sobre los precios relativos de los distintos bienes. Como depósito de valor, el dinero se mantiene también con propósitos de ahorro (aunque el grueso del ahorro se mantiene en forma de otros activos, es decir, en forma de activos no monetarios). El dinero puede cumplir sus funciones de forma óptima únicamente si los precios son estables. Así pues, la parte de riqueza que los agentes económicos mantienen en forma de activos mo-

Cuadro 1

Esquema del balance consolidado del sector de IFM en el área del euro ¹⁾

Activo	Pasivo
1. Préstamos	1. Efectivo en circulación
2. Valores distintos de acciones	2. Depósitos de la Administración Central
3. Acciones y participaciones	3. Depósitos de otras Administraciones Públicas y de otros residentes en el área del euro
4. Activos exteriores	4. Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario
5. Activo fijo	5. Valores distintos de acciones emitidos
6. Otros activos	6. Capital y reservas
	7. Pasivos exteriores
	8. Otros pasivos

1) Una descripción detallada de las categorías de instrumentos se encuentra en el anejo 4 de la publicación del BCE: "La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC". septiembre 1998.

netarios - y, por consiguiente, la demanda de dinero - aumenta, normalmente, con la estabilidad de los precios.

Cuanto mejor cumple un activo las funciones que típicamente desarrolla el efectivo, mayor es su "grado de liquidez". Cuanto menores son los costes de transacción (por ejemplo, las tasas, impuestos y, en ciertas circunstancias, las penalizaciones) en que se incurre cuando se realiza un pago utilizando el poder de compra que el activo contiene, y cuanto menos volátil sea el valor nominal de dicho activo en el tiempo, mayor será normalmente su liquidez. Por ejemplo, los depósitos a la vista poseen un alto grado de liquidez. Por el contrario, los valores de renta variable y la propiedad inmobiliaria se alejan considerablemente del concepto de dinero.

Sin embargo, si solamente se realizase el seguimiento de un agregado monetario estrecho, los bancos centrales correrían el riesgo de que los sustitutivos próximos del dinero, como, por ejemplo, los depósitos de ahorro a corto plazo, quedasen fuera del análisis de la evolución monetaria. Por otro lado, una definición más amplia del dinero no reflejaría, en la misma medida, la función del dinero como medio de pago.

Criterios macroeconómicos

La identificación de cuáles son los agregados monetarios que muestran una relación estrecha con las variables macroeconómicas importantes, en especial, con el nivel de precios y con los tipos de interés que se ven más directamente influidos por la política monetaria, es una cuestión empírica. Pueden distinguirse tres criterios fundamentales.

- La demanda de dinero es *estable* si la cantidad de dinero mantiene una relación estable con el nivel de precios, de forma que un banco central puede juzgar qué tasa de crecimiento monetario resulta compatible con la estabilidad de precios. El enfoque normal consiste en investigar la estabilidad de una rela-

ción de demanda de dinero, en la que la cantidad de dinero se relaciona con el nivel de precios y otras variables macroeconómicas, en particular, la renta real y los tipos de interés. Resulta útil distinguir entre la estabilidad de la demanda de dinero a largo y a corto plazo.

- El dinero posee *propiedades de indicador adelantado* si el agregado monetario contiene información que contribuye a predecir el nivel de precios en el futuro, cuando los efectos retardados se han desarrollado plenamente.
- Un agregado monetario es *controlable* si el banco central puede controlar su tasa de crecimiento en un horizonte temporal de corto plazo, utilizando sus instrumentos de política monetaria. La controlabilidad es especialmente importante si el banco central anuncia un objetivo de crecimiento monetario respecto del cual desea rendir cuentas.

Los agregados amplios muestran normalmente una estabilidad mayor y mejores propiedades como indicador adelantado que los agregados estrechos. Esto se debe principalmente a que aquellos se ven menos afectados por la sustitución entre los diferentes pasivos de las IFM. Por otra parte, los agregados estrechos parecen ser más fáciles de controlar a corto plazo, a través de los tipos de interés oficiales, que los agregados amplios. Esto se debe a que muchos componentes del agregado estrecho no se remuneran a tipos de interés cercanos al tipo de interés de mercado a corto plazo. Por consiguiente, estos activos resultan menos atractivos para los inversores cuando los tipos de interés a corto plazo suben, lo que genera una disminución de la demanda de dinero en su definición estrecha. Por el contrario, los agregados amplios son menos controlables a corto plazo, ya que muchos de sus componentes se remuneran a tipos de interés cercanos al tipo de interés de mercado a corto plazo, haciendo que su demanda sea relativamente inelástica a corto plazo respecto al tipo de interés.

La definición del BCE de los agregados monetarios del área del euro

La definición del BCE de los agregados monetarios del área del euro se basa en los siguientes elementos:

- (1) Una definición armonizada del sector *emisor de dinero*, que comprende las entidades que emiten pasivos con un alto grado de liquidez frente a agentes que no son IFM localizados en el área de euro (excluyendo a la Administración Central). Este sector incluye las IFM residentes en el área del euro (véase recuadro 1).
- (2) Una definición armonizada del sector *tenedor de dinero*, que incluye todos los agentes que no son IFM y que residen en el área del euro (con la excepción de la Administración Central). Además de las familias, se incluyen las empresas no financieras y las instituciones financieras que no son IFM, así como las Administraciones Territoriales y los fondos de la Seguridad Social. Se considera que las Administraciones Centrales constituyen un sector "neutral", con una excepción: los pasivos de la Administración Central que tienen carácter

monetario (como las cuentas en entidades postales, las cuentas de ahorro nacional y las cuentas del Tesoro) se incluyen como una partida especial en la definición de los agregados monetarios.

- (3) Definiciones armonizadas de las *categorías de pasivo de las IFM*. Estas categorías permiten distinguir entre los pasivos de las IFM según su grado de liquidez (véase recuadro 2), al tiempo que tienen en cuenta también las características de los distintos sistemas bancarios.

Basándose en consideraciones conceptuales y en estudios empíricos, y de acuerdo con la práctica internacional, el Eurosistema ha definido un agregado estrecho (M1), un agregado "intermedio" (M2) y un agregado amplio (M3). Estos agregados difieren respecto al grado de liquidez de los activos que incluyen. El cuadro 2 presenta las definiciones de los agregados monetarios del área del euro, utilizando la definición de pasivos emitidos por el sector de IFM (véase cuadro 1), así como por las entidades pertenecientes al sector de la Administración Central (entidades postales, Tesoros) del área del euro. Como se señalaba anteriormente, estos agregados incluyen únicamente aquellas posiciones de residentes en el

Cuadro 2

Definiciones de los agregados monetarios del área del euro

<i>Pasivos</i> ¹⁾	M1	M2	M3
Efectivo en circulación	X	X	X
Depósitos a la vista	X	X	X
Depósitos a plazo hasta 2 años		X	X
Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses		X	X
Cesiones temporales			X
Participaciones en fondos del mercado monetario (FMM) e instrumentos del mercado monetario			X
Valores distintos de acciones hasta 2 años			X

1) *Pasivos del sector emisor de dinero y pasivos de la Administración Central con carácter monetario en manos del sector tenedor de dinero.*

Recuadro 2

La armonización de los agregados monetarios del área del euro

El IME y el BCE, en colaboración con los BCN de la Unión Europea, armonizaron el sistema de información de los agregados monetarios del área del euro en dos etapas principales.

Primera etapa

A comienzos de la década de los noventa, el Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea presentó una serie de propuestas para armonizar los agregados monetarios nacionales de los países de la Unión Europea, basándose, principalmente, en el grado de liquidez de las categorías de instrumentos nacionales existentes. Sin embargo, este enfoque pragmático tuvo algunos problemas. En concreto, sólo se consiguió un grado de armonización limitado, debido a la heterogeneidad de las clasificaciones y definiciones estadísticas utilizadas. Además, estos agregados seguían basándose en estadísticas monetarias y bancarias nacionales. A la denominación de los agregados monetarios se le añadió la letra H, por ejemplo, M3H, con el fin de diferenciarlos de los agregados monetarios nacionales no armonizados.

Segunda etapa

El IME llevó a cabo un amplio trabajo de preparación para armonizar las estadísticas monetarias y bancarias, que tuvo como resultado la adopción de los "Requerimientos estadísticos para la Tercera Etapa de la Unión Monetaria (*Implementation Package*)" en julio de 1996. Sobre la base de los requerimientos estadísticos establecidos en este informe, los BCN han revisado con profundidad sus sistemas de información estadística, sobre todo para proporcionar categorías armonizadas de sectores, instrumentos y vencimientos. Posteriormente, los requerimientos estadísticos se ampliaron para abarcar la información de las posiciones transfronterizas dentro del área del euro. El (nuevo) sistema estadístico para el área del euro, que incluye el balance consolidado del sector de IFM, se basa en los dos elementos siguientes: la lista de las IFM para fines estadísticos (véase recuadro 1) y una especificación detallada de la información estadística remitida por las IFM con periodicidad mensual y trimestral. Las IFM envían a los BCN esta información estadística, de acuerdo con procedimientos nacionales y sobre la base de clasificaciones y definiciones armonizadas.

Para establecer, a partir de las estadísticas monetarias y bancarias del Eurosistema, una definición de los agregados monetarios del área del euro, el grado de liquidez de los activos (o, desde el punto de vista de las IFM, de los pasivos) se distingue atendiendo a cuatro criterios básicos: transferibilidad, convertibilidad, vencimiento y período de preaviso. Los criterios de "transferibilidad" y "convertibilidad" se explican en el recuadro 1. El "vencimiento" hace una distinción entre los instrumentos que se basa en el plazo fijado entre la fecha del contrato y la fecha de amortización, antes de la cual es difícil convertir los fondos depositados. El "período de preaviso" corresponde al plazo entre el momento en el que el tenedor anuncia su intención de amortizar el instrumento y la fecha en la que se le permite convertirlo en efectivo sin incurrir en ninguna penalización. Por lo general, cuanto más corto sea el vencimiento y el período de preaviso, mayor es el grado de liquidez de un activo.

El BCE comenzó a publicar las primeras estadísticas monetarias y bancarias armonizadas para el conjunto del área del euro en el verano de 1998. Es de esperar que, a comienzos de 1999, la calidad global de las estadísticas monetarias mejore. Algunos cambios en curso aspiran a tener en cuenta la evolución reciente del proceso de innovación financiera.

área del euro que se mantienen en IFM localizadas en el área del euro. Las tenencias de activos líquidos denominados en divisas por parte de los residentes en el área del euro pueden ser sustitutivas próximas de los activos denominados en euros. Por consiguiente, los agregados monetarios incluyen dichos activos siempre que estos se mantengan en IFM localizadas en el área del euro.

El *agregado estrecho (M1)* incluye el efectivo, es decir, billetes y monedas, así como los saldos que pueden convertirse inmediatamente en dinero, o que pueden utilizarse para pagos que no se hacen en efectivo, es decir, los depósitos a la vista.

El *agregado "intermedio" (M2)* incluye el agregado estrecho (M1) y, además, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses. Dependiendo de su grado de liquidez, estos depósitos pueden convertirse en componentes del agregado estrecho, pero, en algunos casos, pueden existir restricciones, como la necesidad de notificación previa, retrasos, penalizaciones o comisiones. La definición de M2 refleja un interés concreto en analizar y realizar el seguimiento de un agregado monetario que, además del efectivo, incluye depósitos que son líquidos.

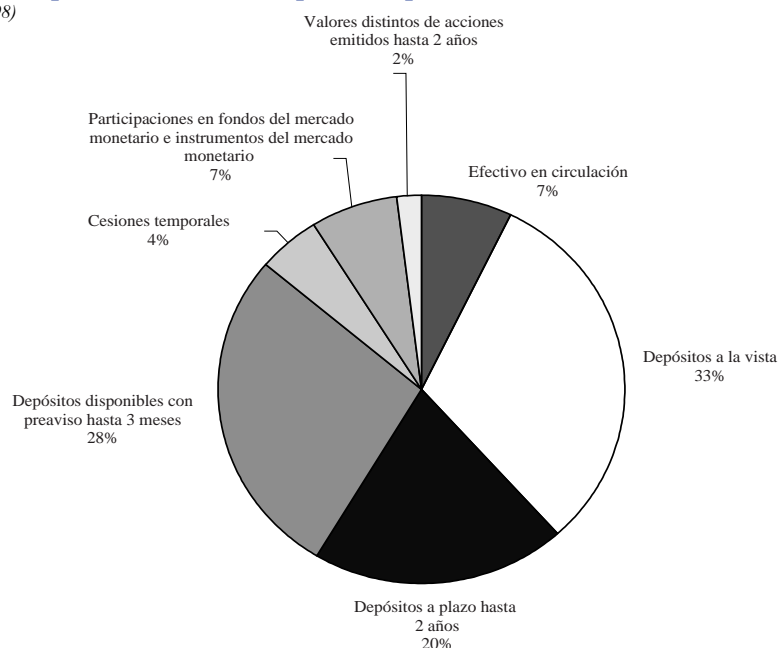
El *agregado amplio (M3)* incluye M2 y valores negociables emitidos por el sector de IFM. Se incluyen en este agregado ciertos activos del mercado monetario, en especial, las participaciones en fondos del mercado monetario (FMM) y otros instrumentos del mercado monetario, así como las cesiones temporales. Debido a su alto grado de liquidez y certidumbre en cuanto a sus precios, estos instrumentos son sustitutivos próximos de los depósitos. A consecuencia de su inclusión, la sustitución entre las distintas categorías de activos líquidos afecta menos a M3 que a las definiciones más estrechas del dinero, con lo que resulta más estable.

Por lo que respecta a los componentes de M3, se han calculado las participaciones siguientes, basándose en los datos de diciembre de 1998 (véase gráfico 1): los depósitos a la vista representan el porcentaje mayor, un 33% de M3. La participación de los depósitos a plazo hasta dos años es el 20% y la de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses el 28% de M3. El porcentaje correspondiente al efectivo en circulación es el 7% y el de las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario es también el 7%. Por último, el saldo vivo de cesiones temporales representa el 4% de M3 y los valores distintos de acciones con vencimiento hasta dos años el 2%.

Gráfico 1

Distribución porcentual de M3 por componentes

(diciembre 1998)



Fuente: BCE.

Nota: Las diferencias en los totales se deben al redondeo.

3 Valoración de la evolución histórica de los agregados monetarios para el área del euro

Desde enero de 1999, los agregados monetarios para el área del euro se obtienen a partir del balance consolidado, denominado en euros, del sector de IFM. Se dispone de este balance consolidado en euros, con el mismo detalle, solo a partir de septiembre de 1997. Las series históricas necesarias para evaluar las tendencias a más largo plazo de los agregados monetarios únicamente pueden elaborarse sumando las estimaciones de las contribuciones nacionales a los agregados monetarios correspondientes del área del euro. Estas estimaciones deben basarse en estadísticas bancarias y monetarias nacionales que no estaban plenamente armonizadas en el pasado (véase recuadro 2). De la misma forma, la elección del método de agregación para unir los datos anteriores a 1999 con las estadísticas del área del euro posteriores a 1999 no es sencilla y refleja el problema fundamental de la existencia de una moneda única solo a partir de 1999. En los gráficos que figuran a continuación y en todas las estadísticas monetarias que aparecen en este boletín, se utilizan los tipos de conversión irrevocables fren-

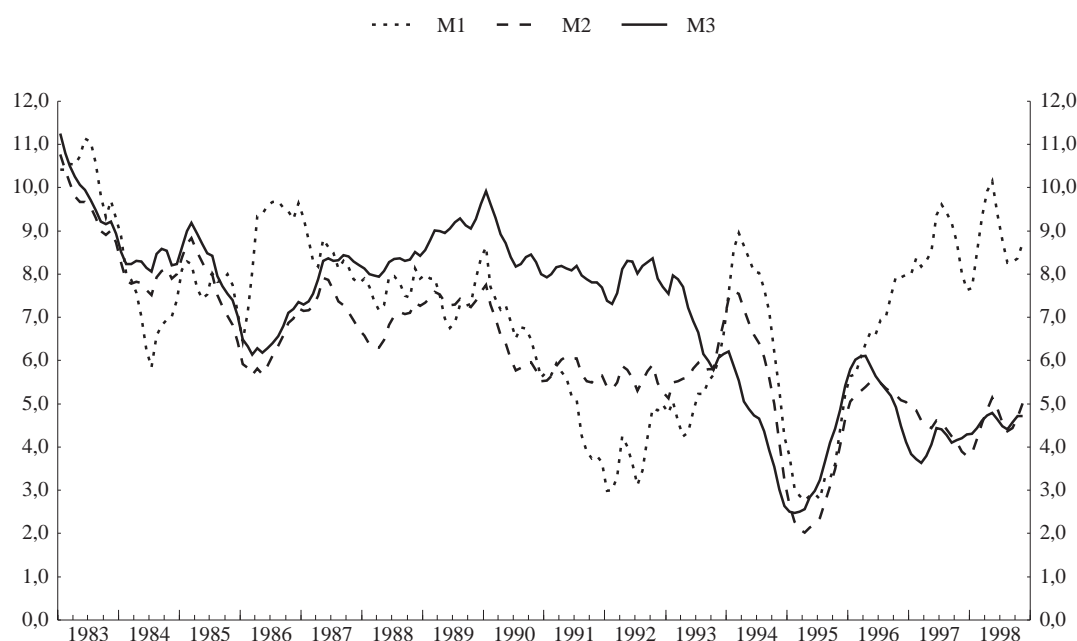
te al euro establecidos el 31 de diciembre de 1998 para obtener las series históricas correspondientes de los agregados monetarios para el área del euro. El Anejo al presente artículo contiene datos y notas metodológicas relativos a las series históricas monetarias.

El gráfico 2 muestra cómo el crecimiento del agregado monetario amplio en el área del euro ha experimentado una desaceleración a partir de 1990, abriendo, así, el camino a ulteriores reducciones de la inflación en el área del euro. El rápido crecimiento del volumen de las participaciones en fondos del mercado monetario y de los instrumentos del mercado monetario parece haber incrementado las tasas de crecimiento de M3 respecto a M2 entre 1987 y 1993. Las participaciones en fondos del mercado monetario y los instrumentos del mercado monetario han originado, a veces, diferencias significativas entre las tasas interanuales de crecimiento de M3 y M2. Sin embargo, desde mediados de los noventa, las tasas de crecimiento de M3 y M2 han sido muy

Gráfico 2

Agregados monetarios en el área del euro

(tasas interanuales de variación)



Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Tasas interanuales de variación, suavizadas mediante una media móvil centrada de tres meses.

similares. Por otro lado, el gráfico 2 muestra que las variaciones de M1 son, en general, más volátiles que las de M3. Esto se debe, entre otras cosas, al hecho de que el ritmo de crecimiento del agregado monetario estrecho es más sensible a las variaciones de los tipos de interés. Desde finales de 1996, la tasa de crecimiento de M3 se ha estabilizado entre el 3,5% y el 5%. Al mismo tiempo, unos tipos de interés más bajos en el área del euro y las mejores perspectivas de estabilidad de precios hicieron más atractivos los activos más líquidos, lo que condujo a un mayor crecimiento de M1.

La velocidad de circulación es una medida importante para valorar el comportamiento de los agregados monetarios en largos períodos de tiempo. La velocidad de circulación de M3 se define como la ratio entre el producto interior bruto (PIB) nominal y el agregado M3 (nominal). En las dos últimas décadas, la velocidad de M3 ha experimentado una tendencia decreciente relativamente suave (véase gráfico 3). En este período, M3 creció anualmente, en media, un 1% más rá-

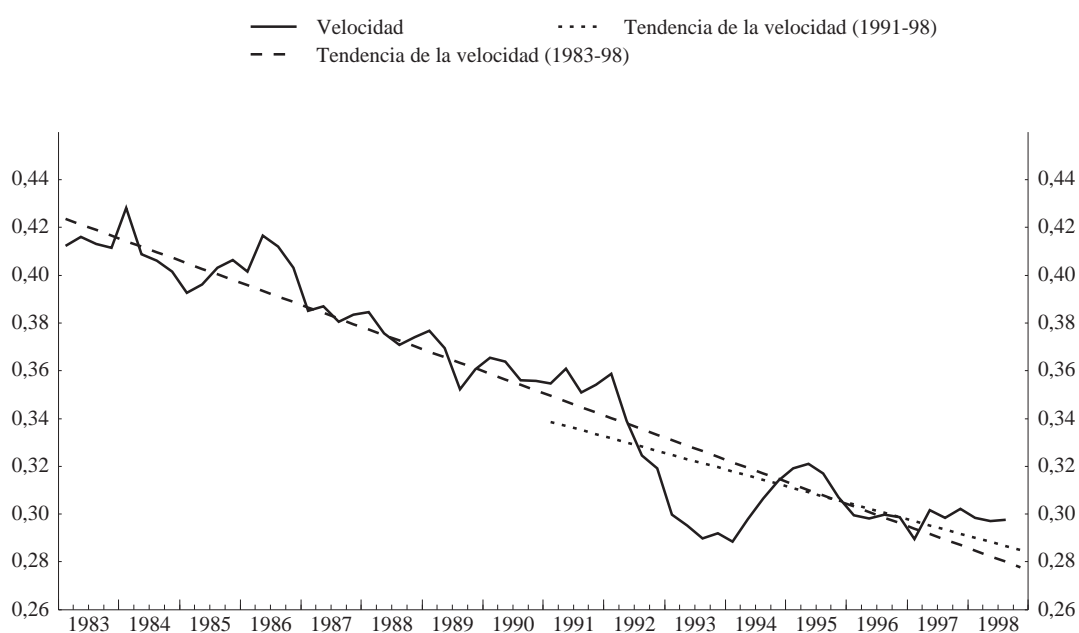
pidamente que el PIB nominal. Desde mediados de 1992 a mediados de 1995, esta tendencia descendente sufrió una distorsión transitoria. En este período, la velocidad cayó bruscamente hasta finales de 1993, para luego aumentar de forma significativa en el año y medio siguiente. Las crisis de los tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo (SME), las fuertes variaciones de los tipos de interés y también algunos factores especiales -como los importantes cambios que se produjeron en algunos países en los impuestos sobre la renta por intereses- parecen haber afectado a la evolución monetaria en este período.

Pese a esta volatilidad transitoria de la velocidad de circulación a mediados de los noventa, un análisis econométrico de los agregados monetarios para el área del euro en las dos últimas décadas respalda la opinión de que la demanda de dinero a largo plazo se mantuvo estable tanto para M3 como para M2. Por el contrario, no parece haber existido estabilidad a largo plazo en el agregado monetario estrecho M1.

Gráfico 3

Tendencias de la velocidad de circulación de M3 en el área del euro

(niveles logarítmicos)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: La velocidad se mide como el cociente entre el nivel del PIB nominal y M3; datos desestacionalizados; los niveles nacionales del PIB nominal se han convertido a euros utilizando los tipos de conversión fijos establecidos el 31 de diciembre de 1998.

Por otra parte, los datos de crecimiento del agregado monetario amplio (M3) contienen una información útil para la evolución futura de los precios. En el gráfico 4, se establece una comparación entre M3 y los aumentos de los índices de precios de consumo en el área del euro, donde el crecimiento de M3 se ha desplazado seis trimestres hacia delante. El gráfico muestra que, en circunstancias normales, los cambios en el agregado monetario amplio preceden a la evolución de los precios de consumo a medio plazo.

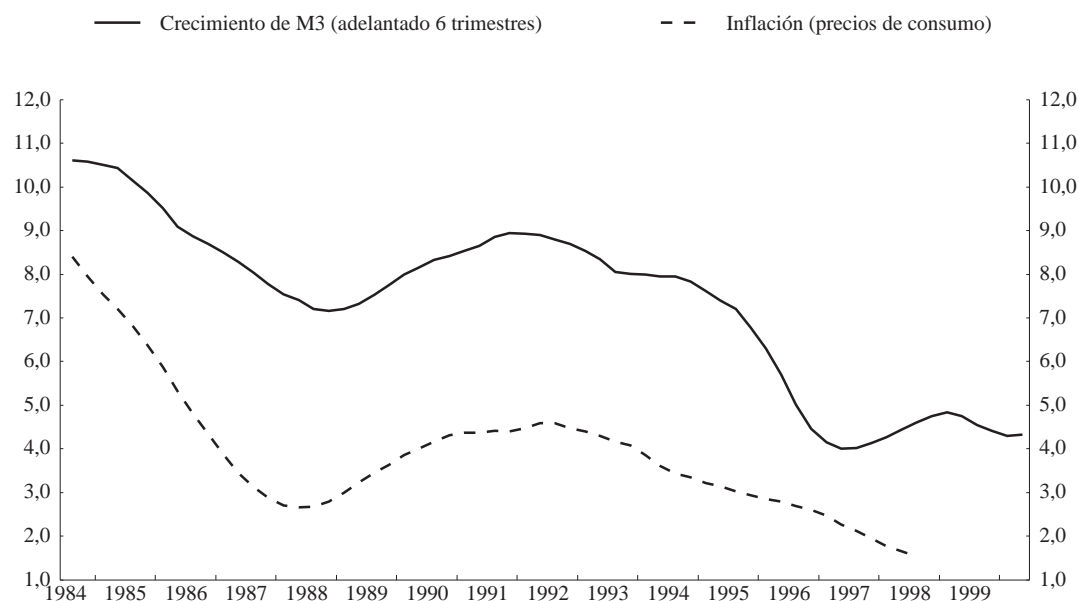
Un análisis empírico formal de las propiedades de los agregados como indicadores adelantados

realizado por el BCE confirma que un agregado monetario amplio es mejor indicador de la evolución futura de los precios que un agregado monetario estrecho (M1). Sin embargo, como se señala anteriormente, a corto y, también, a medio plazo, los precios pueden desviarse de la senda marcada por el crecimiento monetario. Por ejemplo, los desplazamientos de carteras que se produjeron a mediados de los noventa, que reflejaban, en parte, ciertos factores institucionales, parecen haber debilitado temporalmente las propiedades como indicador adelantado del agregado monetario amplio.

Gráfico 4

Tendencias a más largo plazo de la cantidad de dinero y de los precios para el área del euro

(tasas interanuales de variación)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Tasas interanuales de variación, suavizadas con una media móvil de 8 trimestres; para el período anterior a 1996, los cambios en los precios de consumo se basan en los índices de precios de consumo nacionales; posteriormente, se utiliza el IAPC.

4 El valor de referencia del Eurosistema para el crecimiento del agregado monetario amplio

En vista de las propiedades empíricas favorables de M3, el Consejo de Gobierno del BCE decidió asignar un papel destacado al agregado amplio en la estrategia de política monetaria del Eurosistema, anunciando un valor de referencia cuantitativo del 4,5% anual para el crecimiento de este agregado monetario. Este valor de referencia tiene por objeto ayudar al Consejo de Gobierno a analizar y presentar la información contenida en los agregados monetarios amplios de manera que constituya una guía coherente y fiable para la política monetaria orientada hacia la estabilidad.

Obtención del valor de referencia

Tal como se explica en el Boletín mensual de enero de 1999, el valor de referencia se estableció de forma que fuera compatible con la estabilidad de precios y contribuyera a su consecución. En circunstancias normales, unas desviaciones sustanciales o prolongadas del crecimiento monetario respecto al valor de referencia señalarían la existencia de riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios.

El valor de referencia se estableció sobre la base de la conocida relación entre el crecimiento monetario, la inflación, el crecimiento real del PIB y los cambios en la velocidad de circulación. Este valor tiene en cuenta la definición de estabilidad de precios ("aumento del IAPC inferior al 2% anual") anunciada por el Consejo de Gobierno del BCE en octubre de 1998. El valor de referencia se estableció, asimismo, sobre la base de supuestos a medio plazo para el crecimiento tendencial del PIB real y la velocidad de circulación tendencial de M3.

Para el crecimiento tendencial del PIB real a medio plazo en el área del euro, se adoptó un supuesto del 2%-2,5% anual, en línea con las estimaciones disponibles de los organismos internacionales y del BCE. Para establecer el supuesto relativo a la disminución de la velocidad de circulación, se aplicaron diversos métodos. Un primer método consistió en analizar la tendencia obtenida a partir de la evolución histórica de la veloci-

dad, considerando varios períodos muestrales y utilizando especificaciones diferentes. Un segundo método consistió en obtener un supuesto de velocidad a medio plazo, utilizando estimaciones de relaciones de demanda de dinero a largo plazo, junto con los supuestos de crecimiento del PIB real y de los precios mencionados anteriormente. Se observó que las estimaciones de las tendencias de la velocidad a medio plazo, originadas por unas relaciones estables de demanda de dinero a largo plazo, estaban, en general, en línea con las estimaciones de la tendencia histórica de la velocidad.

Como se ve en el gráfico 3, la estimación de la tendencia de la velocidad depende del período muestral. Por ejemplo, en el período 1983-98, la caída de la tendencia se situó en un 1% anual, mientras que en períodos más recientes, desde inicios de los noventa, la tendencia decreciente fue menor, aproximándose al 0,5%. En este contexto, y también como reflejo de las incertidumbres relacionadas con la transición a la Tercera Etapa, el Consejo de Gobierno eligió un intervalo entre el 0,5% y el 1% de disminución tendencial de la velocidad, en lugar de una cifra única.

Teniendo en cuenta estos supuestos para las tendencias a medio plazo de crecimiento del PIB real y de la velocidad y el propósito de mantener el crecimiento del IAPC en el área del euro por debajo del 2%, el Consejo de Gobierno decidió fijar su primer valor de referencia para el crecimiento de M3 en el 4,5% anual. Un crecimiento monetario significativamente superior a este valor advertiría de la existencia de riesgos inflacionistas, si la relación entre M3, precios y PIB real, que subyace a la tendencia descendente de la velocidad entre el 0,5% y el 1%, permaneciera estable.

Aunque varios de los componentes utilizados en la obtención del valor de referencia se expresaron como un intervalo, el Consejo de Gobierno decidió anunciar un valor de referencia único para el crecimiento monetario, en lugar de una banda. El anuncio de una banda de referencia podría haberse interpretado erróneamente por el público

como una señal de que los tipos de interés se modificarían automáticamente si el crecimiento monetario excediera los límites de la banda.

El Consejo de Gobierno anunció deliberadamente un valor de referencia y no un objetivo que se propusiera alcanzar. El concepto de valor de referencia no supone un compromiso por parte del Eurosistema de corregir a corto plazo las desviaciones del crecimiento monetario respecto al valor de referencia. Los tipos de interés no se modificarán "mecánicamente" en respuesta a estas desviaciones, para intentar aproximar el crecimiento monetario al valor de referencia. La idea fundamental que sustenta el concepto de un valor de referencia es que las desviaciones del crecimiento monetario respecto al valor de referencia

se analizarán con todo detenimiento. Si la evolución monetaria advierte de riesgos para la estabilidad de precios, la política monetaria actuará, normalmente, para mantener la estabilidad de precios.

El Consejo de Gobierno analiza la evolución monetaria en relación con el valor de referencia sobre la base de una media móvil de tres términos de las tasas de crecimiento interanuales del agregado monetario amplio, para suavizar las fluctuaciones mensuales. El Consejo de Gobierno revisará el valor de referencia del 4,5% en diciembre de 1999, con el fin de evaluar si los supuestos en que se basó para establecer dicha referencia son todavía válidos.

5 Conclusiones

Existe un amplio consenso en cuanto a que la evolución del nivel de precios a medio y largo plazo es un fenómeno monetario. Por ello, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido otorgar al dinero un papel destacado en la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Este papel se ha visto plasmado en el anuncio de un valor de referencia de un 4,5% anual para la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio M3, que realizó el Consejo de Gobierno en diciembre de

1998. Este valor lleva implícita la definición de estabilidad de precios del Eurosistema, y se basa en supuestos a medio plazo sobre el crecimiento del PIB real y sobre la tendencia decreciente de la velocidad de circulación de M3. Para lograr el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, es importante que el Eurosistema analice atentamente la evolución de este agregado respecto a su valor de referencia y haga un seguimiento de los otros agregados monetarios.

Anejo: Agregados monetarios del área del euro desde 1980 a 1998

Las series temporales históricas de agregados monetarios del área del euro comprenden los agregados M1, M2 y M3, según se han definido en el texto principal. Se han elaborado series con datos a fin de mes y sin desestacionalizar para los tres agregados empezando en enero de 1980, de forma que las tasas interanuales de crecimiento están disponibles desde enero de 1981. Para conseguir las mejores aproximaciones a las definiciones del BCE de los agregados monetarios del área del euro ha sido necesario realizar una gran cantidad de estimaciones, principalmente para las fechas iniciales. Además, se pueden producir revisiones de estos datos como consecuencia de trabajos adicionales. Por lo tanto, estas series deben ser tratadas con cautela.

Fuentes y disponibilidad de datos

Para la construcción de las series históricas se ha utilizado la siguiente información estadística proporcionada por los BCN:

- Fuente I: estadísticas de los balances de las IFM. El nuevo esquema de información se define dentro del marco del Reglamento del BCE de 1 diciembre de 1998 referente al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias (BCE/1998/16). Se incluyen los balances de los BCN del área del euro y, desde junio de 1998, el del BCE. (Esta fuente comprende los datos recogidos bajo el nuevo sistema de información armonizado, así como las estimaciones de rúbricas individuales de los balances).
- Fuente II: estimaciones de las contribuciones nacionales a los agregados del área del euro. Estos datos tienen en cuenta, en la medida de lo posible, las posiciones transfronterizas de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) dentro del área del euro. Cuando los datos no están disponibles a partir de la Fuente I, la Fuente II proporciona la estimación más próxima a los agregados del área del euro tal como el BCE los define.
- Fuente III: agregados monetarios nacionales. En algunos casos se han utilizado datos nacionales no armonizados para completar las series. La utilización de las distintas fuentes para cada Estado miembro del área del euro se recoge en el cuadro 3.

Tabla 3

País	Fuente I Estadísticas de los balances de las IFM	Fuente II Estimaciones de las contribuciones nacionales a los agregados del área del euro	Fuente III Agregados monetarios nacionales (datos nacionales no armonizados)
Bélgica	Desde diciembre de 1996	Enero de 1980 a noviembre de 1996	
Alemania	Desde enero de 1980		
España	Desde enero de 1980		
Francia	Desde enero de 1980		
Irlanda	Desde septiembre de 1997	Diciembre de 1995 a agosto 1997	Enero de 1980 a noviembre de 1995
Italia	Desde diciembre de 1995	Enero de 1980 a noviembre de 1995	
Luxemburgo	Desde septiembre de 1997	Enero de 1980 a agosto de 1997 ¹⁾	
Países Bajos	Desde diciembre de 1990	Diciembre de 1982 a noviembre de 1990	Enero de 1980 a noviembre de 1982
Austria	Desde noviembre de 1996 ²⁾	Enero de 1980 a octubre de 1996	
Portugal	Desde enero de 1980		
Finlandia	Desde enero de 1980		

1) Estimación derivada aplicando las tasas de crecimiento para UE10.

2) Incluye interpolaciones para el período desde noviembre de 1996 a agosto de 1997.

Elaboración

Con el fin de cubrir la totalidad del período muestral utilizando las mejores estimaciones disponibles, se ha realizado la siguiente aproximación.

El balance consolidado completo para el sector de IFM del área del euro derivado de la información estadística armonizada de los balances de las IFM está disponible desde septiembre de 1997 en adelante. Para este período, el BCE puede calcular el agregado monetario del área del euro siguiendo sus procedimientos regulares de elaboración (véase Fuente I). Los datos mensuales desde septiembre de 1997 en adelante se publican en la sección del Boletín mensual "Estadísticas del área del euro" (véase "Evolución monetaria y financiera en el área del euro").

Para el período anterior a septiembre de 1997, la mayoría de los BCN podía estimar el desglose detallado que se recogía en el Reglamento del BCE (BCE/1998/16). Estas estimaciones se in-

cluyen en la Fuente I. Sin embargo, no todos podían proporcionar datos desde enero de 1980. Cuando la totalidad de los datos del balance no estaba disponible para un país determinado, se utilizaron las Fuentes II o III. Al unirse datos de diferentes fuentes, la consistencia en los saldos se alcanzó aplicando, cuando era necesario, las tasas de crecimiento interanuales derivadas de las Fuentes II y III a los saldos de M1, M2 y M3 calculados a partir de los datos de los balances completos. Además, algunas series nacionales se corrigieron de importantes rupturas, como, por ejemplo, del impacto estadístico de la unificación alemana en julio de 1990.

Por último, para agregar los datos nacionales y calcular los agregados del área del euro, las series nacionales se convirtieron en euros aplicando los tipos de conversión irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998 (véase el texto principal).

Tabla 4

Agregados monetarios ¹⁾

(mm de euros (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar) y tasas interanuales de variación ²⁾)

		M1		M2		M3	
		Total	Tasas interanuales de variación ²⁾	Total	Tasas interanuales de variación ²⁾	Total	Tasas interanuales de variación ²⁾
1980	Ene	456,6		1.139,3		1.165,5	
	Feb	451,4		1.139,1		1.166,2	
	Mar	460,4		1.146,3		1.176,2	
	Abr	460,2		1.150,4		1.181,0	
	May	463,8		1.155,1		1.185,7	
	Jun	479,5		1.167,5		1.198,3	
	Jul	479,4		1.173,4		1.205,3	
	Ago	473,4		1.176,5		1.208,4	
	Sep	479,1		1.176,7		1.207,0	
	Oct	478,1		1.182,9		1.212,6	
	Nov	501,2		1.211,0		1.242,6	
	Dic	506,4		1.249,6		1.281,4	
1981	Ene	492,8	7,9	1.241,7	9,0	1.275,1	9,4
	Feb	490,9	8,8	1.246,5	9,4	1.281,7	9,9
	Mar	493,0	7,1	1.245,8	8,7	1.286,1	9,3
	Abr	492,3	7,0	1.254,8	9,1	1.296,2	9,8
	May	501,9	8,2	1.268,4	9,8	1.311,1	10,6
	Jun	512,3	6,9	1.277,5	9,4	1.322,0	10,3
	Jul	503,8	5,1	1.278,3	8,9	1.325,1	9,9
	Ago	501,1	5,8	1.280,1	8,8	1.328,0	9,9
	Sep	507,7	6,0	1.285,4	9,2	1.331,8	10,3
	Oct	505,0	5,6	1.291,2	9,2	1.337,4	10,3
	Nov	524,6	4,7	1.311,3	8,3	1.358,9	9,4
	Dic	534,2	5,5	1.358,4	8,7	1.406,3	9,7

Tabla 4**Agregados monetarios ¹⁾***(mm de euros (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar) y tasas interanuales de variación ²⁾)*

		M1		M2		M3	
		Total	Tasas interanuales de variación ²⁾	Total	Tasas interanuales de variación ²⁾	Total	Tasas interanuales de variación ²⁾
1982	Ene	525,9	6,7	1.361,7	9,7	1.411,7	10,7
	Feb	523,5	6,6	1.366,6	9,6	1.418,1	10,6
	Mar	525,2	6,5	1.368,1	9,8	1.422,1	10,6
	Abr	526,0	6,8	1.380,3	10,0	1.431,9	10,5
	May	537,5	7,1	1.392,3	9,8	1.443,9	10,1
	Jun	552,3	7,8	1.405,6	10,0	1.463,0	10,7
	Jul	547,8	8,7	1.413,8	10,6	1.472,5	11,1
	Ago	546,4	9,0	1.422,3	11,1	1.481,5	11,6
	Sep	553,3	9,0	1.426,6	11,0	1.483,6	11,4
	Oct	556,3	10,2	1.437,5	11,3	1.494,0	11,7
	Nov	576,8	9,9	1.455,1	11,0	1.512,9	11,3
	Dic	588,0	10,1	1.507,7	11,0	1.568,7	11,6
1983	Ene	581,4	10,5	1.508,3	10,8	1.570,9	11,3
	Feb	579,4	10,7	1.510,6	10,5	1.573,2	10,9
	Mar	578,1	10,1	1.503,3	9,9	1.566,9	10,2
	Abr	583,3	10,9	1.516,7	9,9	1.581,1	10,4
	May	594,7	10,6	1.526,5	9,6	1.591,0	10,2
	Jun	611,1	10,6	1.538,5	9,5	1.603,3	9,6
	Jul	614,2	12,1	1.553,8	9,9	1.620,7	10,1
	Ago	603,3	10,4	1.554,6	9,3	1.621,8	9,5
	Sep	604,0	9,2	1.550,7	8,7	1.615,5	8,9
	Oct	611,2	9,9	1.566,9	9,0	1.632,6	9,3
	Nov	628,3	8,9	1.586,5	9,0	1.653,5	9,3
	Dic	648,5	10,3	1.643,2	9,0	1.710,7	9,1
1984	Ene	631,7	8,7	1.631,3	8,2	1.703,5	8,4
	Feb	623,8	7,7	1.625,7	7,6	1.699,3	8,0
	Mar	622,7	7,7	1.620,1	7,8	1.695,8	8,2
	Abr	631,2	8,2	1.637,3	8,0	1.714,3	8,4
	May	635,0	6,8	1.645,0	7,8	1.722,5	8,3
	Jun	648,1	6,0	1.656,5	7,7	1.734,2	8,2
	Jul	650,4	5,9	1.669,9	7,5	1.750,5	8,0
	Ago	637,0	5,6	1.669,7	7,4	1.751,7	8,0
	Sep	653,8	8,2	1.688,4	8,9	1.767,4	9,4
	Oct	651,4	6,6	1.691,3	7,9	1.768,5	8,3
	Nov	665,9	6,0	1.706,6	7,6	1.783,9	7,9
	Dic	703,5	8,5	1.777,4	8,2	1.854,4	8,4
1985	Ene	680,5	7,7	1.765,6	8,2	1.846,7	8,4
	Feb	674,3	8,1	1.768,0	8,8	1.852,8	9,0
	Mar	679,0	9,0	1.767,8	9,1	1.857,6	9,5
	Abr	678,7	7,5	1.778,2	8,6	1.868,3	9,0
	May	676,1	6,5	1.773,7	7,8	1.865,0	8,3
	Jun	701,7	8,3	1.795,9	8,4	1.887,5	8,8
	Jul	701,4	7,9	1.801,4	7,9	1.896,1	8,3
	Ago	687,3	7,9	1.797,7	7,7	1.893,6	8,1
	Sep	704,1	7,7	1.806,6	7,0	1.898,9	7,4
	Oct	703,2	8,0	1.811,4	7,1	1.903,1	7,6
	Nov	721,4	8,3	1.825,9	7,0	1.919,2	7,6
	Dic	752,6	7,0	1.890,6	6,4	1.983,8	7,0
1986	Ene	721,3	6,0	1.870,4	5,9	1.967,2	6,5
	Feb	717,1	6,3	1.864,2	5,4	1.963,3	6,0
	Mar	740,6	9,1	1.875,7	6,1	1.977,9	6,5
	Abr	738,1	8,7	1.875,0	5,4	1.979,7	6,0
	May	745,0	10,2	1.878,4	5,9	1.984,5	6,4
	Jun	766,3	9,2	1.898,5	5,7	2.003,9	6,2
	Jul	767,0	9,3	1.909,6	6,0	2.014,7	6,3
	Ago	759,0	10,4	1.916,2	6,6	2.022,2	6,8
	Sep	769,4	9,3	1.922,7	6,4	2.024,8	6,6
	Oct	765,8	8,9	1.932,5	6,7	2.035,8	7,0
	Nov	794,9	10,2	1.962,9	7,5	2.067,5	7,7
	Dic	818,3	8,7	2.017,8	6,7	2.120,1	6,9

Tabla 4**Agregados monetarios ¹⁾***(mm de euros (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar) y tasas interanuales de variación ²⁾)*

		M1		M2		M3	
		Total	Tasas interanuales de variación ²⁾	Total	Tasas interanuales de variación ²⁾	Total	Tasas interanuales de variación ²⁾
1987	Ene	793,4	10,0	2.008,6	7,4	2.113,9	7,5
	Feb	783,0	9,2	2.001,0	7,3	2.112,2	7,6
	Mar	793,7	7,2	2.002,9	6,8	2.117,7	7,1
	Abr	801,1	8,5	2.018,3	7,6	2.138,1	8,0
	May	810,5	8,8	2.030,3	8,1	2.155,0	8,6
	Jun	836,1	9,1	2.050,2	8,0	2.170,9	8,3
	Jul	828,2	8,0	2.053,1	7,5	2.179,0	8,2
	Ago	822,7	8,4	2.058,2	7,4	2.192,6	8,4
	Sep	831,1	8,0	2.060,7	7,2	2.194,4	8,4
	Oct	830,8	8,5	2.072,6	7,3	2.208,6	8,5
	Nov	858,2	8,0	2.098,7	6,9	2.240,2	8,4
	Dic	877,1	7,2	2.151,1	6,6	2.290,3	8,0
1988	Ene	858,7	8,2	2.141,3	6,6	2.287,5	8,2
	Feb	847,7	8,3	2.131,6	6,5	2.284,5	8,2
	Mar	846,3	6,6	2.122,5	6,0	2.279,0	7,6
	Abr	859,5	7,3	2.148,1	6,4	2.311,5	8,1
	May	871,7	7,6	2.161,7	6,5	2.329,0	8,1
	Jun	894,5	7,0	2.183,9	6,5	2.344,9	8,0
	Jul	904,9	9,3	2.206,5	7,5	2.370,0	8,8
	Ago	885,3	7,6	2.204,4	7,1	2.374,3	8,3
	Sep	885,2	6,5	2.199,9	6,8	2.370,4	8,0
	Oct	900,5	8,4	2.225,4	7,4	2.399,1	8,6
	Nov	922,4	7,5	2.249,0	7,2	2.427,3	8,4
	Dic	951,9	8,5	2.311,6	7,5	2.486,0	8,5
1989	Ene	924,6	7,7	2.295,2	7,2	2.479,3	8,4
	Feb	913,4	7,7	2.288,9	7,4	2.483,9	8,7
	Mar	916,5	8,3	2.288,0	7,8	2.490,3	9,3
	Abr	925,1	7,6	2.311,1	7,6	2.520,1	9,0
	May	929,3	6,6	2.317,1	7,2	2.531,8	8,7
	Jun	954,3	6,7	2.342,7	7,3	2.558,9	9,1
	Jul	968,0	7,0	2.369,1	7,4	2.590,9	9,3
	Ago	947,0	7,0	2.363,6	7,2	2.591,2	9,1
	Sep	955,3	7,9	2.368,7	7,7	2.593,5	9,4
	Oct	962,7	6,9	2.381,0	7,0	2.611,0	8,8
	Nov	988,0	7,1	2.407,0	7,0	2.643,4	8,9
	Dic	1.044,0	9,7	2.499,4	8,1	2.736,0	10,1
1990	Ene	1.001,6	8,3	2.470,5	7,6	2.725,0	9,9
	Feb	985,4	7,9	2.460,1	7,5	2.726,6	9,8
	Mar	979,9	6,9	2.443,3	6,8	2.718,7	9,2
	Abr	994,3	7,5	2.465,2	6,7	2.745,6	9,0
	May	995,7	7,1	2.463,4	6,3	2.750,1	8,6
	Jun	1.023,3	7,2	2.488,7	6,2	2.778,8	8,6
	Jul	1.029,0	6,3	2.500,3	5,5	2.797,5	8,0
	Ago	1.004,2	6,0	2.494,2	5,5	2.797,6	8,0
	Sep	1.031,5	8,0	2.520,2	6,4	2.820,8	8,8
	Oct	1.022,4	6,2	2.521,9	5,9	2.831,6	8,5
	Nov	1.040,2	5,3	2.541,1	5,6	2.858,9	8,2
	Dic	1.114,0	6,7	2.644,4	5,8	2.961,1	8,2
1991	Ene	1.049,9	4,8	2.599,0	5,2	2.932,2	7,6
	Feb	1.041,6	5,7	2.597,5	5,6	2.943,2	7,9
	Mar	1.043,1	6,5	2.593,2	6,1	2.948,5	8,5
	Abr	1.050,5	5,6	2.610,8	5,9	2.967,7	8,1
	May	1.046,6	5,1	2.611,2	6,0	2.971,1	8,0
	Jun	1.085,0	6,0	2.646,9	6,4	3.008,4	8,3
	Jul	1.074,5	4,4	2.644,6	5,8	3.020,1	8,0
	Ago	1.053,0	4,9	2.644,8	6,0	3.031,0	8,3
	Sep	1.067,8	3,5	2.651,9	5,2	3.035,8	7,6
	Oct	1.056,0	3,3	2.656,0	5,3	3.049,5	7,7
	Nov	1.085,8	4,4	2.691,7	5,9	3.090,4	8,1
	Dic	1.155,1	3,7	2.795,9	5,7	3.187,1	7,6

Tabla 4**Agregados monetarios ¹⁾***(mm de euros (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar) y tasas interanuales de variación ²⁾)*

		M1		M2		M3	
		Total	Tasas interanuales de variación ²⁾	Total	Tasas interanuales de variación ²⁾	Total	Tasas interanuales de variación ²⁾
1992	Ene	1.079,9	2,9	2.736,9	5,3	3.147,1	7,3
	Feb	1.066,7	2,4	2.730,6	5,1	3.153,9	7,2
	Mar	1.081,9	3,7	2.737,1	5,5	3.167,5	7,4
	Abr	1.090,2	3,8	2.762,6	5,8	3.207,6	8,1
	May	1.101,2	5,2	2.774,9	6,3	3.233,5	8,8
	Jun	1.118,0	3,0	2.786,0	5,3	3.248,8	8,0
	Jul	1.102,1	2,6	2.783,5	5,3	3.263,5	8,1
	Ago	1.092,2	3,7	2.787,8	5,4	3.272,5	8,0
	Sep	1.111,4	4,1	2.809,5	5,9	3.295,1	8,5
	Oct	1.107,7	4,9	2.813,0	5,9	3.303,4	8,3
	Nov	1.147,7	5,7	2.849,6	5,9	3.344,9	8,2
	Dic	1.200,7	3,9	2.926,2	4,7	3.413,7	7,1
1993	Ene	1.137,0	5,3	2.881,9	5,3	3.391,7	7,8
	Feb	1.121,7	5,1	2.877,9	5,4	3.398,8	7,8
	Mar	1.133,1	4,7	2.894,8	5,8	3.433,2	8,4
	Abr	1.132,8	3,9	2.911,5	5,4	3.447,7	7,5
	May	1.146,5	4,1	2.930,1	5,6	3.467,9	7,3
	Jun	1.173,6	5,0	2.948,3	5,8	3.474,5	7,0
	Jul	1.161,4	5,4	2.951,2	6,0	3.477,3	6,6
	Ago	1.150,4	5,3	2.955,0	6,0	3.484,1	6,5
	Sep	1.166,7	5,0	2.958,4	5,3	3.474,0	5,4
	Oct	1.177,1	6,3	2.984,3	6,1	3.504,3	6,1
	Nov	1.214,0	5,8	3.020,4	6,0	3.540,0	5,8
	Dic	1.272,6	6,0	3.132,6	7,1	3.628,5	6,3
1994	Ene	1.228,3	8,0	3.100,9	7,6	3.606,4	6,3
	Feb	1.219,0	8,7	3.097,3	7,6	3.603,1	6,0
	Mar	1.235,3	9,0	3.114,6	7,6	3.613,9	5,3
	Abr	1.236,4	9,2	3.127,8	7,4	3.631,2	5,3
	May	1.236,1	7,8	3.122,4	6,6	3.626,3	4,6
	Jun	1.268,9	8,1	3.143,9	6,6	3.638,8	4,7
	Jul	1.257,3	8,3	3.144,8	6,6	3.646,9	4,9
	Ago	1.239,0	7,7	3.132,5	6,0	3.635,4	4,3
	Sep	1.248,9	7,0	3.126,2	5,7	3.609,1	3,9
	Oct	1.255,5	6,7	3.136,3	5,1	3.628,5	3,6
	Nov	1.273,1	4,9	3.147,6	4,2	3.652,8	3,2
	Dic	1.328,8	4,4	3.226,3	3,0	3.712,6	2,3
1995	Ene	1.270,3	3,4	3.178,3	2,5	3.692,4	2,4
	Feb	1.262,3	3,6	3.174,8	2,5	3.704,3	2,8
	Mar	1.262,0	2,2	3.171,4	1,8	3.695,1	2,3
	Abr	1.272,2	2,9	3.188,8	2,0	3.720,9	2,5
	May	1.276,0	3,2	3.193,0	2,3	3.733,8	3,0
	Jun	1.300,2	2,5	3.212,9	2,2	3.751,5	3,1
	Jul	1.295,3	3,0	3.213,3	2,2	3.752,7	2,9
	Ago	1.274,9	2,9	3.216,2	2,7	3.769,9	3,7
	Sep	1.298,4	4,0	3.229,6	3,3	3.766,8	4,4
	Oct	1.292,4	2,9	3.239,5	3,3	3.781,9	4,2
	Nov	1.322,8	3,9	3.269,0	3,9	3.823,3	4,7
	Dic	1.413,4	6,4	3.386,7	5,0	3.924,6	5,7
1996	Ene	1.339,2	5,4	3.341,2	5,1	3.909,6	5,9
	Feb	1.327,0	5,1	3.335,9	5,1	3.920,2	5,8
	Mar	1.344,2	6,5	3.340,6	5,3	3.929,8	6,4
	Abr	1.354,8	6,5	3.362,4	5,4	3.948,0	6,1
	May	1.354,4	6,1	3.365,7	5,4	3.952,2	5,9
	Jun	1.395,8	7,4	3.394,5	5,7	3.964,7	5,7
	Jul	1.377,1	6,3	3.384,1	5,3	3.954,7	5,4
	Ago	1.366,1	7,2	3.391,8	5,5	3.971,7	5,4
	Sep	1.396,1	7,5	3.400,8	5,3	3.965,4	5,3
	Oct	1.392,8	7,8	3.402,8	5,0	3.967,6	4,9
	Nov	1.435,4	8,5	3.441,1	5,3	3.998,7	4,6
	Dic	1.519,2	7,5	3.553,8	4,9	4.079,8	4,0

Tabla 4**Agregados monetarios ¹⁾***(mm de euros (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar) y tasas interanuales de variación ²⁾)*

		M1		M2		M3	
		Total	Tasas interanuales de variación ²⁾	Total	Tasas interanuales de variación ²⁾	Total	Tasas interanuales de variación ²⁾
1997	Ene	1.445,7	8,0	3.505,1	4,9	4.058,0	3,8
	Feb	1.440,2	8,5	3.498,9	4,9	4.067,1	3,8
	Mar	1.459,9	8,6	3.498,7	4,7	4.072,1	3,6
	Abr	1.454,7	7,4	3.504,4	4,2	4.087,7	3,5
	May	1.475,3	8,9	3.520,0	4,6	4.119,0	4,2
	Jun	1.525,3	9,3	3.546,8	4,5	4.139,2	4,4
	Jul	1.513,4	9,9	3.545,2	4,8	4.140,4	4,7
	Ago	1.498,2	9,7	3.543,5	4,5	4.136,3	4,1
	Sep	1.517,7	8,7	3.536,2	4,0	4.123,0	4,0
	Oct	1.520,5	9,2	3.548,8	4,3	4.133,6	4,2
	Nov	1.555,3	8,4	3.581,0	4,1	4.171,9	4,3
	Dic	1.618,6	6,5	3.672,3	3,3	4.246,4	4,1
1998	Ene	1.561,5	8,0	3.644,7	4,0	4.238,0	4,4
	Feb	1.562,4	8,5	3.646,3	4,2	4.245,5	4,4
	Mar	1.592,0	9,0	3.651,3	4,4	4.255,3	4,5
	Abr	1.607,0	10,5	3.682,0	5,1	4.290,4	5,0
	May	1.626,4	10,2	3.701,9	5,2	4.313,3	4,7
	Jun	1.673,7	9,7	3.731,0	5,2	4.334,1	4,8
	Jul	1.638,4	8,3	3.698,0	4,3	4.326,9	4,5
	Ago	1.623,9	8,4	3.692,8	4,2	4.312,0	4,3
	Sep	1.641,3	8,1	3.697,6	4,6	4.307,1	4,5
	Oct	1.646,7	8,3	3.709,0	4,5	4.339,2	5,0
	Nov	1.689,9	8,7	3.758,6	5,0	4.368,4	4,7
	Dic ^(p)	1.767,2	9,2	3.875,6	5,5	4.436,1	4,5

1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (entidades postales, Tesoros) frente a los residentes en el área del euro que no son IFM, excluyendo a la Administración Central.

2) Calculadas sobre los saldos de las series.



Estadísticas del área del 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 IFM del área del euro (excluyendo el Eurosistema)	10*
2.3	Balance consolidado de las IFM 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.1

Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de EUR)

1. Activo

		Oro y derechos en oro	Activos en moneda extranjera frente a no residentes en el área del euro	Activos en moneda extranjera frente a residentes en el área del euro	Activos en euros frente a no residentes en el área del euro	Préstamos en euros a entidades financieras de contrapartida del área del euro	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales de ajuste
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999 Ene	1	99.598	230.342	6.704	8.939	185.120	144.924	24.698	6.680
	8	99.598	234.128	5.255	8.786	174.769	145.067	22.230	49
	15	99.589	235.398	6.541	8.110	173.146	122.898	44.998	0
	22	99.589	235.387	7.277	7.238	155.287	106.918	44.998	0
	29	99.589	233.019	7.385	9.094	182.912	127.967	44.998	0

2. Pasivo

		Billetes en circulación	Depósitos en euros de entidades financieras de contrapartida del área del euro	Cuentas corrientes (incluidos los depósitos vinculados al sistema de reservas mínimas)	Facilidad de depósito	Depósitos a plazo	Operaciones temporales de ajuste	Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Certificados de deuda emitidos
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999 Ene	1	341.708	87.308	84.437	973	1.886	0	12	13.835
	8	336.551	106.002	102.518	3.475	0	0	9	11.651
	15	330.796	109.936	107.824	2.110	0	0	2	11.651
	22	326.555	87.970	87.733	234	0	0	3	11.651
	29	326.534	85.353	84.632	709	0	0	12	11.650

Fuente: BCE.

							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	6.372	26	2.420	21.650	60.125	84.683	697.160	1999	1 Ene
0	5.434	24	1.966	20.914	60.125	81.554	685.128		8
0	2.655	58	2.537	21.335	60.130	82.743	686.992		15
0	2.111	80	1.180	21.794	60.183	80.867	667.622		22
0	8.700	127	1.120	22.096	60.185	80.358	694.638		29

							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		
61.477	9.969	595	3.314	5.765	112.498	60.690	697.160	1999	1 Ene
32.203	11.538	1.051	3.929	5.765	112.488	63.950	685.128		8
33.020	10.899	1.529	4.068	5.767	110.878	68.448	686.992		15
43.442	9.148	1.297	4.344	5.767	110.956	66.492	667.622		22
56.652	14.049	1.618	4.325	5.767	110.937	77.753	694.638		29

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	-
	4 ¹⁾	2,75	0,75	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	4,50	1,25

Fuente: BCE.

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

Cuadro 1.3**Operaciones de política monetaria del Eurosistema realizadas mediante subastas***(importes en millones de EUR; tipos de interés en porcentajes anuales)*

Operaciones principales de financiación						
Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés		Vencimiento a [...] días
				fijo	variable	
1	2	3	4	5	6	7
1999	Ene 7	481.625	75.000	3,00		13
	13	563.409	48.000	3,00		14
	20	593.418	59.000	3,00		14
	27	689.467	69.000	3,00		14
	Feb 3	757.724	62.000	3,00		14

Operaciones de financiación a más largo plazo						
Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés		Vencimiento a [...] días
				fijo	variable	
1	2	3	4	5	6	7
1999	Ene 14	79.846	15.000		3,13	42
	14	39.343	15.000		3,10	70
	14	46.152	15.000		3,08	105

Otras operaciones por subastas						
Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés		Vencimiento a [...] días
				fijo	variable	
1	2	3	4	5	6	7
1999						

Fuente: BCE.

Cuadro I.4**Estadísticas de reservas mínimas****1. Pasivos de las entidades 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 entidades de crédito sujetas a reservas mínimas, al BCE y a los bancos centrales nacionales participantes se excluyen de la base de pasivos computables. Si una entidad no puede presentar evidencia del montante de sus emisiones de valores a menos de 2 años y de sus emisiones de instrumentos del mercado monetario que están en las carteras de las entidades mencionadas arriba, esa entidad puede deducir de la base computable el 10% de dichos pasivos.
- 2) 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 en porcentajes anuales)*

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias ²⁾	Reservas reales mantenidas ³⁾	Exceso de reservas ⁴⁾	Incumplimientos ⁵⁾	Tipos 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 entidad de crédito se calcula individualmente, aplicando a cada una de las categorías de pasivos computables el coeficiente de reservas que le corresponde, utilizando los datos de balance a fin de mes; a continuación, cada entidad deduce, del total así obtenido, una franquicia de 100.000 euros. Posteriormente, las reservas obligatorias resultantes para cada entidad de crédito se agregan para determinar el total correspondiente al área del euro.
- 3) Suma de las tenencias medias diarias de las entidades 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 entidades que han cumplido las reservas mínimas.
- 5) Reservas medias efectivamente mantenidas por debajo del nivel obligatorio, calculadas para las entidades que no han cumplido las reservas mínimas.
- 6) Este tipo es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado por el correspondiente número de días 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 Eurosistema ^{1) 2)}

(mm 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				Acciones y participaciones emitidas por residentes en el área del euro			Resto del mundo	Activos fijos	Otros activos	Total activo
	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	0,8	113,7	1,3	2,8	0,5	2,3	278,8	7,1	44,9	694,5
Oct	250,7	228,3	21,8	0,6	114,0	0,7	112,0	1,3	2,8	0,5	2,3	278,2	7,2	43,2	696,1
Nov	242,1	219,7	21,8	0,6	113,9	0,7	111,7	1,5	2,8	0,5	2,3	280,3	7,2	54,0	700,3
Dic	254,3	232,5	21,1	0,6	114,3	0,7	112,1	1,5	2,9	0,5	2,4	288,8	7,0	52,3	719,6
1998 Ene	238,1	216,5	21,2	0,4	111,9	1,0	109,5	1,5	2,9	0,5	2,5	290,9	7,2	41,2	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	291,2	7,3	42,5	713,3
Mar	246,7	225,3	21,2	0,2	106,7	2,3	103,1	1,3	3,0	0,6	2,5	290,0	7,5	39,6	693,4
Abr	241,0	219,4	21,2	0,4	102,5	2,5	99,2	0,9	3,0	0,6	2,5	294,6	7,6	43,9	692,7
May	243,0	221,6	21,2	0,3	101,9	2,8	98,2	0,9	3,1	0,6	2,5	297,9	7,7	47,0	700,6
Jun	325,4	304,1	21,1	0,2	105,4	6,6	98,0	0,8	3,3	0,8	2,5	288,0	7,8	48,0	777,9
Jul	338,5	317,2	21,1	0,2	87,8	3,2	83,8	0,8	4,7	2,1	2,6	292,2	8,0	50,1	781,4
Ago	339,9	318,5	21,1	0,2	88,1	2,8	84,5	0,9	4,7	2,0	2,7	290,4	8,0	55,1	786,1
Sep	326,7	305,4	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,7	2,0	2,7	288,1	8,0	50,3	760,5
Oct	326,9	305,6	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7	4,7	2,0	2,7	297,5	8,1	49,9	760,4
Nov	322,2	300,7	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6	4,7	2,0	2,7	305,1	8,1	51,5	769,6
Dic ^(p)	225,7	205,2	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,4	1,7	3,7	316,5	8,0	47,6	691,0

2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en el área del euro	Depósitos de residentes en el área del euro			Instrumentos del mercado monetario	Obligaciones emitidas	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Total pasivo
			IFM	Administración Central	Otras AAPP y otros residentes en el área del euro						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1997 Sep	337,2	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	101,0	15,9	72,3	700,3
Dic	352,8	147,0	91,9	52,2	2,9	13,2	15,0	105,6	16,1	69,8	719,6
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	339,3	137,9	88,4	46,8	2,7	11,3	17,2	104,8	15,3	67,5	693,4
Abr	342,6	131,3	84,8	44,3	2,2	12,0	16,9	103,7	16,4	69,6	692,7
May	344,9	141,9	90,9	47,0	4,0	13,1	15,3	103,5	15,9	66,1	700,6
Jun	344,2	208,0	149,3	54,2	4,5	13,5	14,1	111,6	20,8	65,6	777,9
Jul	349,2	199,9	132,8	64,0	3,0	13,9	14,3	110,3	24,0	69,9	781,4
Ago	343,4	208,8	135,5	69,7	3,5	12,4	13,5	110,2	21,6	76,2	786,1
Sep	340,3	195,9	124,4	67,1	4,5	11,2	12,8	106,4	23,2	70,8	760,5
Oct	341,1	198,2	129,2	64,7	4,3	11,7	11,8	106,6	22,6	68,4	760,4
Nov	342,9	210,5	147,3	56,8	6,4	12,5	11,6	103,3	20,0	68,9	769,6
Dic ^(p)	357,7	146,9	89,1	54,9	2,9	7,2	6,7	97,4	18,5	56,6	691,0

Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 2.2

Balance agregado de otras IFM del área del euro (excluyendo el Eurosistema) ¹⁾

(mm 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
		1	2	3	4	5	6	7	8		10	11	12					13	14	14	16
1997	Sep	8.139,6	2.735,2	814,4	4.590,0	1.888,4	631,1	1.068,9	188,4	104,9	307,0	90,5	216,5	1.553,3	238,4	776,1	13.007,7
	Oct	8.226,3	2.793,5	816,4	4.616,4	1.891,2	635,4	1.068,1	187,7	105,7	311,8	91,7	220,1	1.540,5	241,3	789,1	13.105,8
	Nov	8.322,1	2.846,1	834,5	4.641,5	1.903,2	639,7	1.073,4	190,1	103,7	316,6	92,5	224,1	1.597,4	243,9	822,3	13.309,2
	Dic	8.433,6	2.903,6	821,4	4.708,7	1.865,8	633,9	1.050,3	181,6	98,6	329,8	94,2	235,6	1.592,1	238,9	796,8	13.355,7
1998	Ene	8.499,5	2.973,0	806,3	4.720,1	1.909,1	647,0	1.073,8	188,4	104,1	351,1	102,2	248,9	1.595,6	236,4	827,2	13.523,0
	Feb	8.537,0	2.985,5	807,9	4.743,6	1.930,4	650,7	1.086,0	193,6	105,7	363,6	104,6	259,0	1.622,0	236,7	832,6	13.628,1
	Mar	8.560,1	2.978,7	806,0	4.775,4	1.956,2	654,2	1.103,8	198,2	104,6	384,4	108,9	275,4	1.675,8	238,0	811,1	13.730,2
	Abr	8.616,1	2.999,1	810,9	4.806,1	1.977,0	663,9	1.114,6	198,5	105,6	396,0	112,1	284,0	1.632,6	238,2	829,4	13.794,9
	May	8.617,8	2.994,1	799,7	4.824,0	1.998,6	670,6	1.126,2	201,8	106,2	403,9	114,4	289,5	1.631,1	247,0	843,7	13.848,4
	Jun	8.751,6	3.069,9	805,8	4.875,9	2.013,7	680,8	1.137,5	195,3	103,8	400,9	116,2	284,7	1.674,4	240,2	736,3	13.920,8
	Jul	8.732,2	3.008,7	801,4	4.922,1	2.032,9	694,9	1.137,1	200,9	103,9	392,2	115,4	276,8	1.633,1	235,3	780,7	13.910,4
	Ago	8.755,1	3.035,2	803,9	4.916,0	2.040,8	703,5	1.136,0	201,4	103,4	386,4	116,4	270,0	1.640,6	236,3	768,8	13.931,6
	Sep	8.819,6	3.048,5	806,9	4.964,1	2.046,7	709,0	1.135,7	201,9	101,9	379,7	107,8	271,9	1.624,5	237,0	782,1	13.991,5
	Oct	8.942,9	3.131,7	812,8	4.998,4	2.069,9	709,6	1.154,5	205,8	101,7	386,8	114,2	272,6	1.621,1	239,0	782,1	14.143,5
	Nov	9.071,2	3.208,7	819,6	5.042,9	2.071,1	719,0	1.151,7	200,3	108,5	401,2	115,2	286,1	1.665,6	241,2	795,0	14.353,8
	Dic ^(p)	9.075,1	3.155,6	820,5	5.099,0	2.034,6	729,6	1.109,6	195,4	102,4	424,1	120,3	303,8	1.611,8	243,0	810,4	14.301,3

2. Pasivo

		Efectivo en circulación	Depósitos de 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	
			1	2	3	4	5	6	7	8							9	10	11	12	13	14	15	16
1997	Sep	0,4	7.467,7	2.841,8	95,8	4.530,1	1.140,7	1.897,7	1.284,8	207,0	254,7	1.906,8	143,6	677,1	1.338,8	1.218,7	13.007,7
	Oct	0,4	7.545,8	2.904,3	99,4	4.542,0	1.141,3	1.907,5	1.286,4	206,8	249,2	1.913,2	146,6	675,5	1.343,1	1.232,0	13.105,8
	Nov	0,4	7.637,8	2.972,8	88,4	4.576,6	1.169,3	1.902,6	1.289,1	215,6	251,9	1.923,9	145,6	677,7	1.393,7	1.278,2	13.309,2
	Dic	0,4	7.764,0	2.999,8	102,1	4.662,1	1.227,7	1.902,7	1.326,4	205,4	243,4	1.925,1	138,8	687,5	1.383,0	1.213,5	13.355,7
1998	Ene	0,4	7.781,9	3.029,6	95,6	4.656,6	1.178,0	1.919,3	1.341,9	217,5	247,9	1.944,5	145,2	690,8	1.435,7	1.276,6	13.523,0
	Feb	0,4	7.830,0	3.066,3	98,4	4.665,3	1.179,8	1.924,0	1.345,2	216,3	250,3	1.967,8	147,2	696,0	1.469,4	1.267,0	13.628,1
	Mar	0,4	7.836,2	3.076,9	92,8	4.666,5	1.208,8	1.898,9	1.346,5	212,3	251,6	1.985,1	149,5	710,3	1.521,2	1.275,7	13.730,2
	Abr	0,4	7.866,8	3.079,7	97,2	4.690,0	1.223,2	1.914,1	1.346,1	206,6	254,5	1.999,4	156,3	702,6	1.492,3	1.322,4	13.794,9
	May	0,4	7.890,0	3.092,8	88,2	4.709,0	1.240,0	1.912,8	1.348,0	208,2	257,8	2.012,1	150,9	712,2	1.485,2	1.339,8	13.848,4
	Jun	0,4	7.999,1	3.174,8	94,0	4.730,3	1.287,9	1.892,3	1.346,7	203,4	257,2	2.041,2	145,9	718,7	1.496,1	1.262,1	13.920,8
	Jul	0,4	7.962,2	3.163,3	92,4	4.706,5	1.248,5	1.896,4	1.346,1	215,5	258,3	2.061,8	152,8	720,1	1.471,4	1.283,4	13.910,4
	Ago	0,4	7.981,8	3.183,7	95,4	4.702,7	1.239,7	1.907,0	1.347,8	208,2	262,4	2.072,6	152,9	720,1	1.475,8	1.265,6	13.931,6
	Sep	0,4	8.013,7	3.212,6	96,3	4.704,8	1.260,6	1.889,7	1.346,9	207,7	258,0	2.074,8	153,2	718,4	1.484,9	1.288,2	13.991,5
	Oct	0,4	8.105,1	3.285,9	97,0	4.722,2	1.265,7	1.888,1	1.350,1	218,3	256,9	2.077,7	160,2	722,5	1.532,4	1.288,2	14.143,5
	Nov	0,4	8.213,5	3.370,6	98,2	4.744,7	1.306,0	1.887,6	1.352,7	198,3	257,0	2.093,6	168,6	724,3	1.600,1	1.296,4	14.353,8
	Dic ^(p)	0,4	8.261,1	3.312,3	102,2	4.846,6	1.375,5	1.906,2	1.383,7	181,2	242,1	2.090,8	165,3	730,0	1.538,1	1.273,4	14.301,3

Fuente: BCE.

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

Cuadro 2.3

Balance consolidado de las IFM del área del euro (incluyendo el Eurosistema¹⁾ ²⁾

(mm 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			Acciones y participaciones emitidas por residentes en el área del euro	Resto del mundo	Activos fijos	Otros activos	Total activo
	1	2	3	4	5	6					
1997 Sep	5.426,8	836,2	4.590,6	1.372,3	1.182,6	189,7	218,9	1.832,1	245,5	792,8	9.888,4
Oct	5.455,3	838,2	4.617,1	1.369,0	1.180,0	189,0	222,4	1.818,7	248,4	804,4	9.918,3
Nov	5.498,5	856,4	4.642,1	1.376,7	1.185,0	191,6	226,4	1.877,6	251,1	848,1	10.078,4
Dic	5.551,8	842,5	4.709,3	1.345,5	1.162,4	183,1	238,0	1.880,9	245,9	814,3	10.076,4
1998 Ene	5.548,1	827,5	4.720,6	1.373,1	1.183,2	189,9	251,4	1.886,5	243,6	839,5	10.142,1
Feb	5.573,4	829,1	4.744,3	1.387,0	1.191,9	195,2	261,4	1.913,3	244,0	846,5	10.225,6
Mar	5.602,8	827,2	4.775,6	1.406,3	1.206,8	199,5	277,9	1.965,7	245,5	821,5	10.319,8
Abr	5.638,6	832,1	4.806,5	1.413,2	1.213,8	199,3	286,4	1.927,2	245,8	843,9	10.355,1
May	5.645,2	820,9	4.824,3	1.427,1	1.224,4	202,7	292,0	1.929,0	254,7	861,4	10.409,4
Jun	5.703,0	826,8	4.876,2	1.431,7	1.235,5	196,1	287,2	1.962,4	248,0	753,9	10.386,1
Jul	5.744,8	822,5	4.922,3	1.422,6	1.221,0	201,7	279,5	1.925,3	243,3	800,6	10.416,2
Ago	5.741,2	825,0	4.916,2	1.422,7	1.220,4	202,2	272,7	1.931,0	244,3	793,8	10.405,7
Sep	5.792,4	828,0	4.964,4	1.419,3	1.216,7	202,6	274,6	1.912,7	245,0	802,4	10.446,3
Oct	5.832,5	833,9	4.998,6	1.432,7	1.226,2	206,5	275,3	1.918,7	247,1	802,6	10.508,8
Nov	5.884,0	840,7	5.043,3	1.429,0	1.228,1	201,0	288,8	1.970,7	249,3	816,3	10.638,1
Dic ^(p)	5.940,0	840,8	5.099,1	1.391,8	1.195,9	195,9	307,5	1.928,2	250,9	822,7	10.641,0

2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en el área del euro				Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario	Obligaciones emitidas	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total pasivo	
			A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997 Sep	309,3	151,7	4.533,4	1.143,9	1.897,7	1.284,8	207,1	310,7	1.291,8	687,0	1.354,6	1.285,7	-35,6	9.888,4
Oct	309,8	151,3	4.545,6	1.144,6	1.907,6	1.286,4	206,9	307,1	1.293,7	683,3	1.358,8	1.297,7	-28,9	9.918,3
Nov	312,9	142,9	4.581,4	1.173,8	1.902,8	1.289,1	215,6	307,2	1.299,0	685,6	1.409,6	1.350,5	-10,6	10.078,4
Dic	318,4	154,3	4.665,1	1.230,6	1.902,7	1.326,4	205,4	296,8	1.305,5	698,3	1.399,1	1.283,3	-44,4	10.076,4
1998 Ene	310,2	146,3	4.658,9	1.180,2	1.919,3	1.341,9	217,5	302,8	1.312,9	695,6	1.451,8	1.340,1	-76,4	10.142,1
Feb	310,5	160,0	4.669,3	1.183,7	1.924,0	1.345,2	216,3	305,0	1.332,6	696,5	1.484,5	1.331,9	-64,8	10.225,6
Mar	310,6	139,6	4.669,2	1.211,5	1.898,9	1.346,5	212,3	307,8	1.345,8	705,6	1.536,6	1.343,3	-38,7	10.319,8
Abr	313,6	141,6	4.692,2	1.225,4	1.914,1	1.346,1	206,6	317,2	1.350,0	693,7	1.508,8	1.392,1	-54,0	10.355,1
May	315,9	135,1	4.713,0	1.244,0	1.912,8	1.348,0	208,2	315,6	1.354,0	700,7	1.501,2	1.405,8	-32,0	10.409,4
Jun	314,2	148,2	4.734,8	1.292,4	1.892,3	1.346,7	203,4	312,9	1.367,9	713,3	1.516,9	1.327,8	-49,9	10.386,1
Jul	319,4	156,4	4.709,5	1.251,5	1.896,4	1.346,1	215,5	321,1	1.377,9	713,0	1.495,4	1.353,3	-29,7	10.416,2
Ago	313,7	165,2	4.706,2	1.243,2	1.907,0	1.347,8	208,2	324,3	1.379,8	711,9	1.497,4	1.341,8	-34,5	10.405,7
Sep	310,6	163,3	4.709,3	1.265,1	1.889,7	1.346,9	207,7	320,5	1.377,5	714,9	1.508,0	1.359,0	-17,0	10.446,3
Oct	312,1	161,7	4.726,5	1.270,0	1.888,1	1.350,1	218,3	327,2	1.378,9	713,0	1.555,0	1.356,6	-22,3	10.508,8
Nov	313,0	155,0	4.751,0	1.312,2	1.887,6	1.352,7	198,4	329,5	1.385,2	710,4	1.620,1	1.365,3	8,5	10.638,1
Dic ^(p)	322,9	157,1	4.849,5	1.378,4	1.906,2	1.383,7	181,2	312,1	1.366,8	705,4	1.556,6	1.330,0	40,6	10.641,0

Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 2.4

Agregados monetarios ^{1) 2)}

(mm de EUR (saldos a fin de mes, sin desestacionalizar) y tasas interanuales de variación)

	M1						M2		Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Tasa de variación anual ³⁾	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Tasa de variación anual ³⁾			
1997 Sep	309,3	1.208,4	1.517,7	8,7	899,3	1.119,2	3.536,2	4,0	207,1	310,7	69,0
Oct	309,8	1.210,8	1.520,5	9,2	906,5	1.121,7	3.548,8	4,3	206,9	307,1	70,8
Nov	312,9	1.242,4	1.555,3	8,4	901,0	1.124,7	3.581,0	4,1	215,6	307,2	68,1
Dic	318,4	1.300,2	1.618,6	6,5	894,0	1.159,6	3.672,3	3,3	205,4	296,8	71,9
1998 Ene	310,2	1.251,3	1.561,5	8,0	905,6	1.177,6	3.644,7	4,0	217,5	302,8	73,1
Feb	310,5	1.251,8	1.562,4	8,5	902,2	1.181,7	3.646,3	4,2	216,3	305,0	77,9
Mar	310,6	1.281,4	1.592,0	9,0	875,9	1.183,5	3.651,3	4,4	212,3	307,8	83,9
Abr	313,6	1.293,4	1.607,0	10,5	889,8	1.185,3	3.682,0	5,1	206,6	317,2	84,5
May	315,9	1.310,4	1.626,4	10,2	886,2	1.189,3	3.701,9	5,2	208,2	315,6	87,6
Jun	314,2	1.359,5	1.673,7	9,7	868,2	1.189,1	3.731,0	5,2	203,4	312,9	86,8
Jul	319,4	1.319,0	1.638,4	8,3	869,9	1.189,6	3.698,0	4,3	215,5	321,1	92,3
Ago	313,7	1.310,2	1.623,9	8,4	876,2	1.192,7	3.692,8	4,2	208,2	324,3	86,8
Sep	310,6	1.330,7	1.641,3	8,1	863,9	1.192,4	3.697,6	4,6	207,7	320,5	81,3
Oct	312,1	1.334,5	1.646,7	8,3	866,4	1.195,9	3.709,0	4,5	218,3	327,2	84,7
Nov	313,0	1.376,9	1.689,9	8,7	870,2	1.198,4	3.758,6	5,0	198,4	329,5	81,9
Dic ^(p)	322,9	1.444,3	1.767,2	9,2	883,2	1.225,1	3.875,6	5,5	181,2	312,1	67,1

Fuente: BCE.

- 1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores distintos de las IFM en el área del euro, excluyendo a la Administración Central.
- 2) Los datos se han revisado al disponer de nueva información.
- 3) 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.

M3											
Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM											
Total	Tasa de variación anual ³⁾	Media móvil de 3 meses (centrada)							Total		
			Depósitos			Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas				
				A plazo superior a 2 años	Con preaviso superior a 3 meses						
12	13	14	15	16	17	18	19	20			
4.123,0	4,0	4,1	1.215,6	999,0	216,6	1.222,8	687,0	3.125,4	1997	Sep	
4.133,6	4,2	4,2	1.217,7	1.001,7	216,0	1.222,9	683,3	3.123,8		Oct	
4.171,9	4,3	4,2	1.218,6	1.002,5	216,1	1.230,9	685,6	3.135,1		Nov	
4.246,4	4,1	4,3	1.229,0	1.009,2	219,8	1.233,5	698,3	3.160,9		Dic	
4.238,0	4,4	4,3	1.232,0	1.014,3	217,7	1.239,8	695,6	3.167,5	1998	Ene	
4.245,5	4,4	4,4	1.239,9	1.022,4	217,5	1.254,8	696,5	3.191,2		Feb	
4.255,3	4,5	4,6	1.240,5	1.023,7	216,8	1.261,8	705,6	3.208,0		Mar	
4.290,4	5,0	4,7	1.239,7	1.025,0	214,7	1.265,5	693,7	3.198,9		Abr	
4.313,3	4,7	4,8	1.240,2	1.027,2	213,0	1.266,3	700,7	3.207,3		May	
4.334,1	4,8	4,7	1.236,7	1.024,7	212,0	1.281,1	713,3	3.231,1		Jun	
4.326,9	4,5	4,5	1.237,8	1.027,0	210,8	1.285,6	713,0	3.236,4		Jul	
4.312,0	4,3	4,4	1.241,1	1.031,2	209,9	1.293,0	711,9	3.246,0		Ago	
4.307,1	4,5	4,6	1.235,6	1.026,3	209,3	1.296,2	714,9	3.246,7		Sep	
4.339,2	5,0	4,7	1.231,2	1.022,1	209,1	1.294,3	713,0	3.238,5		Oct	
4.368,4	4,7	4,7	1.227,4	1.017,9	209,5	1.303,3	710,4	3.241,1		Nov	
4.436,1	4,5	.	1.237,5	1.023,4	214,1	1.299,7	705,4	3.242,6		Dic ^(p)	

Cuadro 2.5

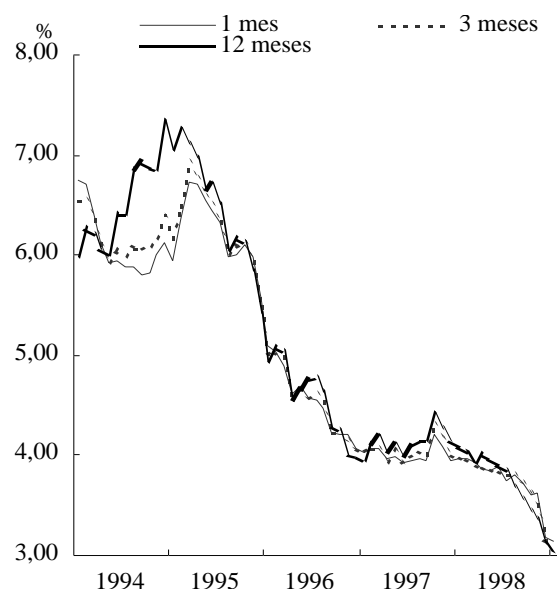
Tipos de interés del mercado monetario ¹⁾

(en porcentaje) ²⁾

	Área del euro ^{3) 4)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día 1	Depósitos a 1 mes 2	Depósitos a 3 meses 3	Depósitos a 6 meses 4	Depósitos a 12 meses 5	Depósitos a 3 meses 6	Depósitos a 3 meses 7
1994	5,24	6,12	6,38	6,83	7,34	6,37	2,34
1995	5,62	5,57	5,49	5,62	5,42	5,44	0,50
1996	4,04	4,08	4,08	4,06	3,98	5,43	0,31
1997	3,98	3,94	4,01	4,05	4,15	5,62	0,36
1998	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1998 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
1999 Ene	3,14	3,16	3,14	3,10	3,07	4,99	0,35
1999 Ene 8	3,21	3,22	3,20	3,17	3,14	4,93	0,38
15	3,10	3,16	3,13	3,09	3,04	4,96	0,28
22	3,07	3,09	3,06	3,02	2,99	4,97	0,30
29	3,16	3,12	3,07	3,01	2,98	4,96	0,40

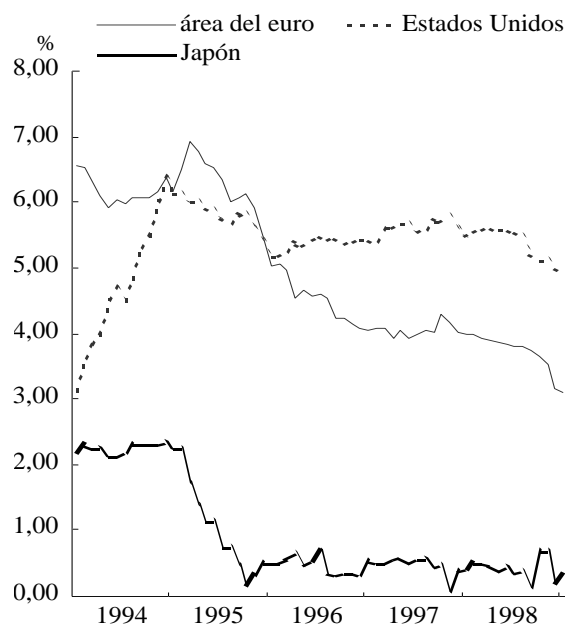
Tipos de interés del mercado monetario en el área del euro

(mensual)



Tipos a 3 meses del mercado monetario

(mensual)



Fuentes: Reuters y BCE.

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

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

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

4) A partir de enero de 1999, la columna 1 recoge el tipo de interés a un día para el área del euro (EONIA); el resto de tipos de interés del mercado monetario para el área del euro son, a partir de enero de 1999, los tipos interbancarios de oferta del área del euro (EURIBOR).

Cuadro 2.6

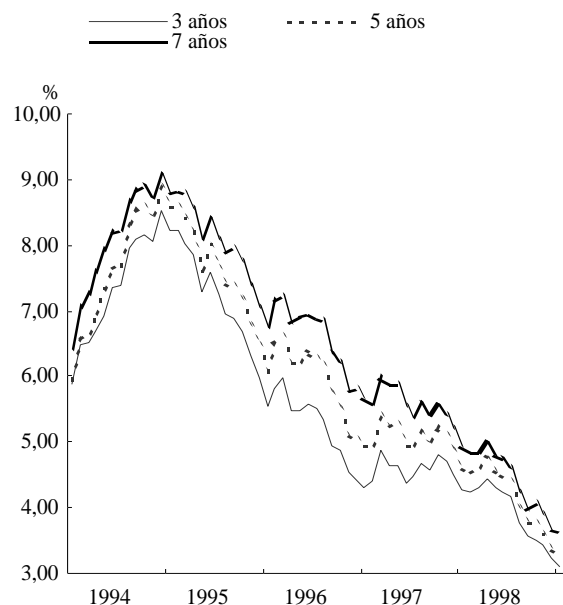
Rendimientos de la Deuda Pública ¹⁾

(en porcentaje)

	Área del euro ²⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
1994	8,08	8,52	8,91	9,08	8,18	7,21	4,24
1995	5,69	5,97	6,48	7,06	8,73	6,69	3,32
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	7,23	6,54	3,03
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,99	6,45	2,15
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1998 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
1999 Ene	2,98	3,11	3,30	3,64	3,82	4,78	2,07
1999 Ene 8	3,06	3,12	3,33	3,67	3,85	4,91	2,08
15	2,96	3,06	3,28	3,61	3,80	4,72	1,91
22	2,92	3,02	3,26	3,58	3,76	4,71	1,99
29	2,94	3,02	3,26	3,59	3,77	4,75	2,25

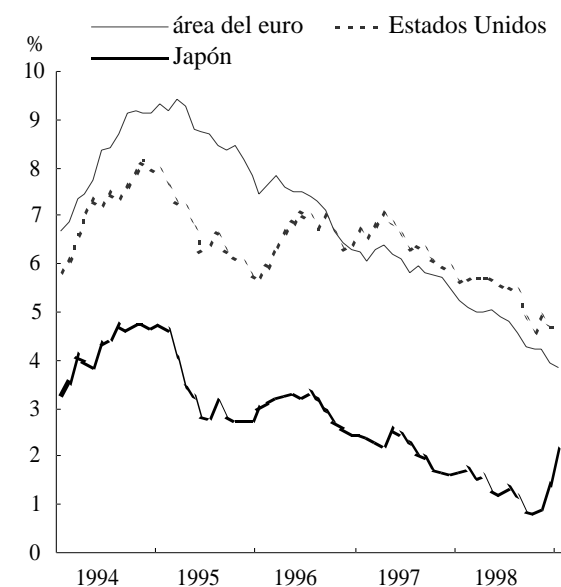
Rendimientos de la Deuda Pública en el área del euro

(mensual)



Rendimientos de la Deuda Pública a 10 años

(mensual)



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

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

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

Cuadro 2.7

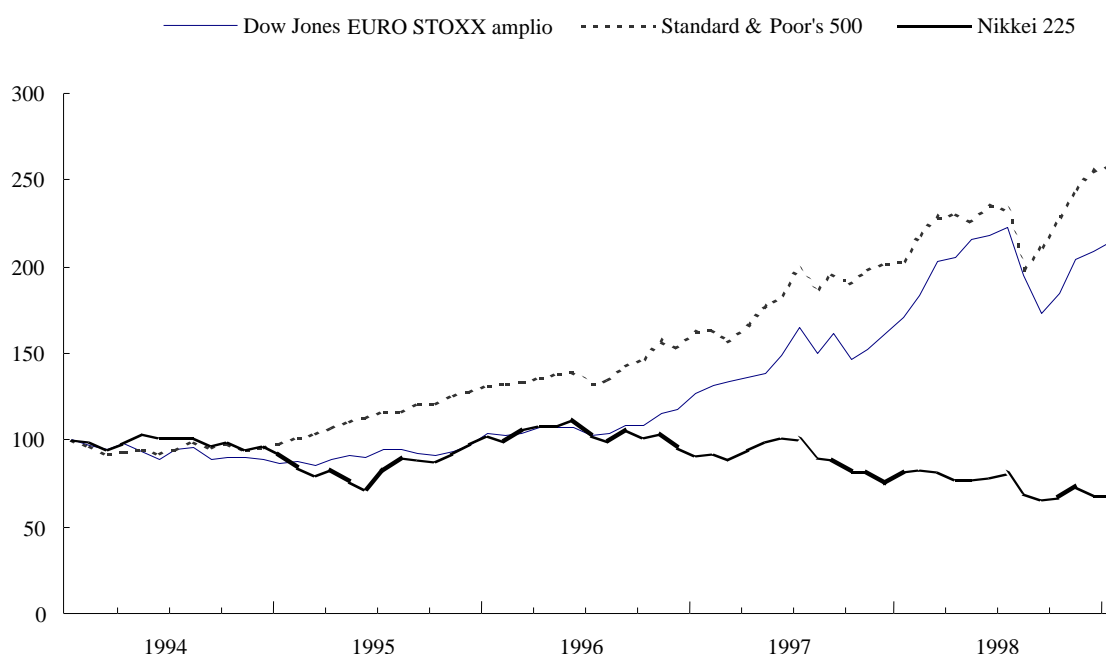
Índices de los mercados bursátiles

(niveles del índice en puntos)¹⁾

	Índices Dow Jones EURO STOXX											Estados Unidos	Japón		
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos											Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Extracción y metales	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Grupos	Industrial	Tecnología	Gas, agua, electricidad				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
1994	127,33	1.320,59	145,88	107,82	143,90	125,92	109,29	125,91	132,31	128,66	122,60	455,19	19.299,47		
1995	138,37	1.506,82	137,78	111,06	181,13	145,46	117,66	133,05	136,18	145,57	152,09	614,57	19.417,95		
1996	167,75	1.850,32	145,11	120,25	274,94	180,64	137,84	156,11	171,05	153,17	192,40	743,25	20.147,27		
1997	229,86	2.531,99	166,33	159,82	324,06	249,22	188,87	210,33	204,75	248,37	225,11	962,37	15.917,07		
1998	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17		
1998 Ene	243,93	2.676,03	173,71	167,26	338,43	247,28	203,90	220,86	218,99	275,99	242,74	963,36	15.929,69		
1998 Feb	262,29	2.878,04	185,29	179,88	367,60	252,05	225,29	222,68	234,57	303,85	247,81	1.023,74	16.797,69		
1998 Mar	289,46	3.153,32	196,69	197,27	390,26	278,01	249,55	239,23	270,77	335,91	268,38	1.076,83	16.840,31		
1998 Abr	293,96	3.195,43	204,90	202,37	386,70	270,47	266,59	238,17	276,74	354,64	275,98	1.112,20	15.941,29		
1998 May	307,44	3.357,77	211,08	207,22	401,14	280,40	276,07	248,87	302,71	378,82	285,79	1.108,42	15.514,28		
1998 Jun	311,58	3.406,82	198,55	204,62	430,65	275,47	270,69	244,59	299,67	387,80	294,99	1.108,39	15.231,29		
1998 Jul	318,06	3.480,63	182,52	195,81	436,13	255,90	291,41	226,39	301,26	417,31	305,08	1.156,58	16.370,17		
1998 Ago	277,73	3.050,59	151,13	167,11	413,58	217,55	240,10	194,28	262,30	360,33	279,30	1.074,62	15.243,98		
1998 Sep	246,31	2.670,97	131,62	137,37	379,55	230,22	187,86	182,29	240,51	279,90	277,86	1.020,64	14.140,69		
1998 Oct	263,49	2.887,11	138,21	147,48	419,19	223,71	206,17	197,45	250,98	300,39	295,80	1.098,67	13.564,51		
1998 Nov	291,73	3.232,44	147,95	153,01	442,91	237,51	236,66	208,39	270,40	339,22	306,30	1.176,46	14.883,70		
1998 Dic	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17		
1999 Ene	306,01	3.486,40	146,59	152,92	498,08	226,40	254,13	229,20	301,23	367,41	339,23	1.246,89	13.859,26		
1999 Ene 8	318,46	3.627,62	152,73	161,74	508,39	236,35	268,78	241,32	307,40	381,20	348,66	1.269,73	13.391,81		
1999 Ene 15	292,89	3.328,38	143,53	147,85	486,14	221,62	241,76	220,24	290,95	349,77	328,87	1.212,19	13.738,86		
1999 Ene 22	299,42	3.436,85	141,48	147,73	490,01	219,17	247,81	225,07	301,86	361,09	332,80	1.235,16	14.154,40		
1999 Ene 29	309,01	3.545,89	143,79	146,41	506,00	215,06	253,02	239,68	311,95	380,47	342,52	1.265,37	14.499,25		

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

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



Fuente: Reuters.

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

Cuadro 2.8

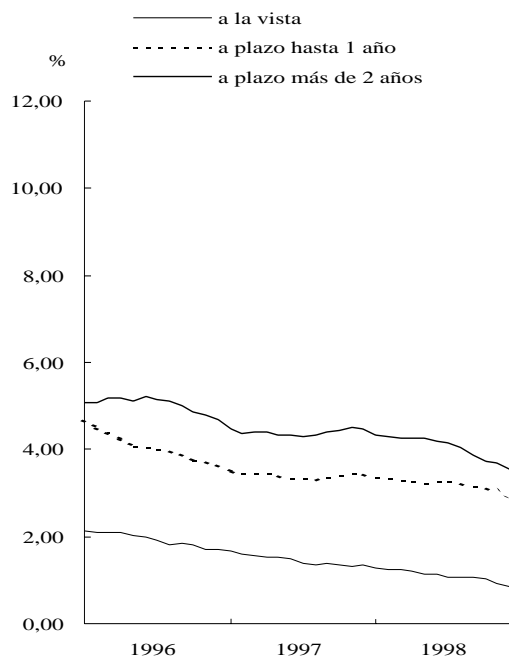
Tipos de interés de operaciones bancarias

(en porcentaje; 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	
		1	Hasta 1 año 2	Hasta 2 años 3	Más de 2 años 4	Hasta 3 meses 5	Más de 3 meses 6	Hasta 1 año 7	Más de 1 año 8	Crédito al consumo 9	Para compra de vivienda 10
1996	1,94	4,09	4,69	5,04	3,02	3,16	8,90	.	11,03	7,76
1997	1,47	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,54	6,69	9,97	6,81
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,63	3,25	6,69	5,94	9,39	5,98
1997 Dic	1,36	3,44	3,53	4,49	2,79	3,39	7,12	6,42	9,77	6,64
1998 Ene	1,29	3,36	3,41	4,34	2,77	3,35	7,07	6,36	9,70	6,53
Feb	1,25	3,32	3,36	4,31	2,78	3,30	7,03	6,30	9,69	6,41
Mar	1,25	3,30	3,33	4,26	2,75	3,32	6,99	6,19	9,63	6,31
Abr	1,20	3,27	3,30	4,26	2,74	3,30	6,89	6,12	9,49	6,17
May	1,12	3,24	3,26	4,27	2,73	3,33	6,81	6,09	9,46	6,15
Jun	1,12	3,27	3,28	4,19	2,61	3,34	6,74	6,04	9,46	6,08
Jul	1,08	3,25	3,26	4,15	2,58	3,29	6,61	6,00	9,39	5,94
Ago	1,06	3,23	3,23	4,05	2,56	3,30	6,58	5,91	9,39	5,88
Sep	1,05	3,17	3,18	3,88	2,54	3,21	6,56	5,78	9,37	5,75
Oct	1,04	3,12	3,12	3,74	2,52	3,14	6,45	5,65	9,15	5,58
Nov	0,94	3,06	3,05	3,70	2,51	3,12	6,34	5,57	9,03	5,52
Dic	0,87	2,82	2,82	3,57	2,45	3,03	6,17	5,26	8,92	5,38

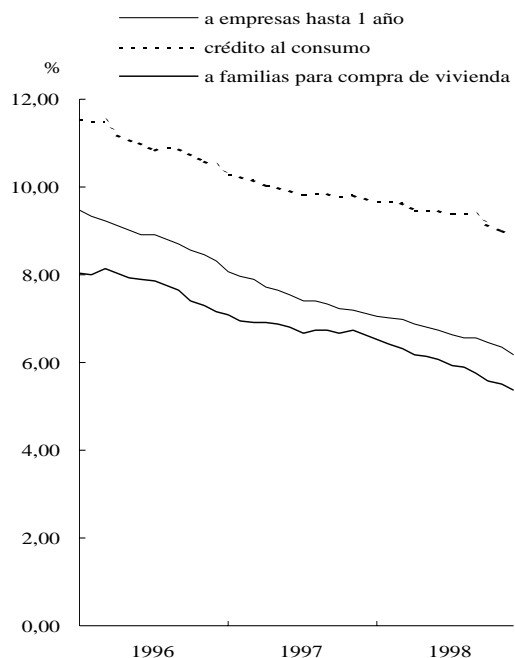
Tipos de interés de operaciones pasivas

(mensual)



Tipos de interés de operaciones activas

(mensual)



Fuente: BCE.

Estos tipos de interés del área del euro deben utilizarse con cautela y solo con fines estadísticos, preferiblemente para analizar su evolución temporal más que su nivel. Se calculan como media ponderada de los tipos de interés facilitados por los bancos centrales nacionales. Los tipos nacionales son aquellos que, de entre los disponibles en las fuentes nacionales, se considera que pertenecen a alguna de las categorías establecidas. Debido a la heterogeneidad observada entre los instrumentos financieros nacionales en las 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 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 IFM 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.

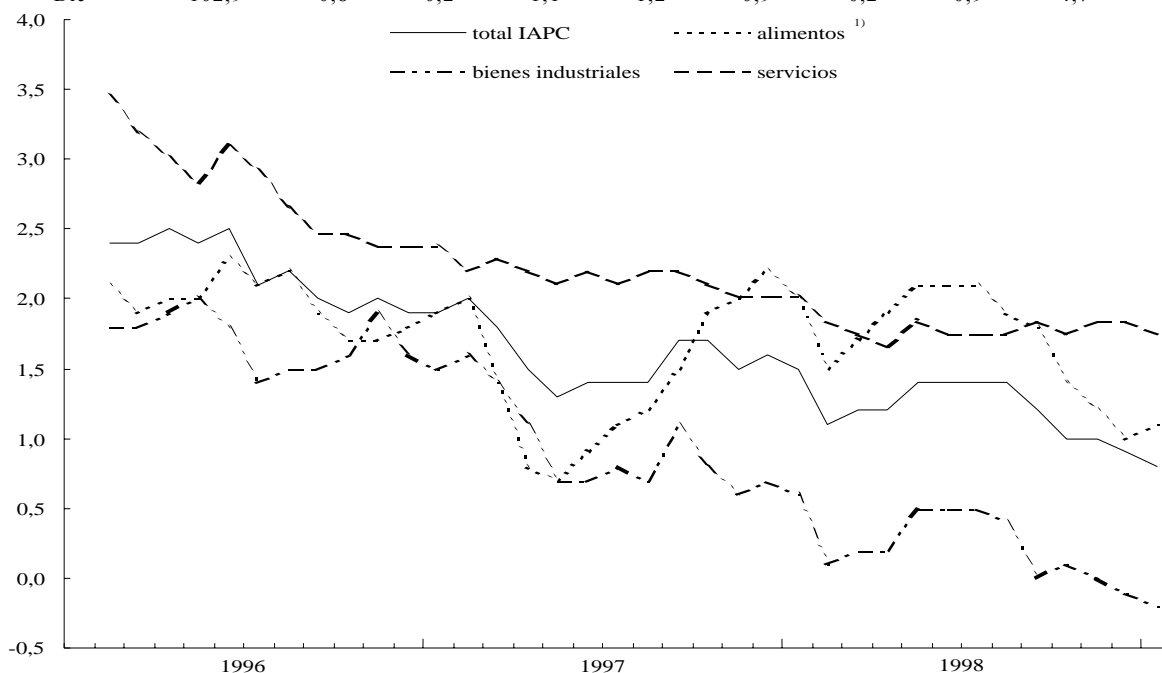
4 IAPC y otros precios en el área del euro

Cuadro 4.1

Índice Armonizado de Precios de Consumo

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

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



Fuente: Eurostat.

1) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

2) Referido al índice del período 1998.

3) La tasa interanual de variación 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 interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

1. Precios industriales y de mercancías

	Precios de producción industrial									Precios en el mercado mundial de materias primas ¹⁾	
	Total excluida construcción (índice, 1995 = 100)	Total excluida construcción	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Bienes de consumo		Construcción ²⁾	Total	Total excluida energía
							Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,7	2,1	1,4	2,4	.	0,2	2,1
1996	100,6	0,6	1,0	-0,6	1,3	1,6	1,3	1,8	1,2	6,5	-6,9
1997	101,7	1,0	0,6	1,0	0,2	1,0	0,2	1,4	1,4	10,0	13,0
1998	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-21,2	-12,5
1997 IV	102,1	1,1	1,0	1,0	0,3	1,2	0,1	1,8	1,4	1,8	14,1
1998 I	101,7	0,4	0,6	-0,1	0,2	0,9	-0,2	1,6	0,4	-14,1	-0,1
II	101,3	-0,2	0,0	-0,8	0,3	.	.	0,9	0,2	-16,6	-10,7
III	100,6	-1,3	-1,1	-2,6	0,4	.	.	0,2	-0,2	-24,3	-18,1
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-30,0	-20,5
1998 Ene	101,8	0,6	0,8	0,1	0,3	1,1	-0,2	1,7	-	-12,7	5,4
Feb	101,7	0,5	0,6	-0,1	0,2	0,9	-0,3	1,6	-	-13,8	-0,5
Mar	101,5	0,3	0,5	-0,3	0,3	0,8	-0,2	1,4	-	-15,9	-4,8
Abr	101,4	0,1	0,4	-0,4	0,2	0,7	-0,2	1,2	-	-12,2	-6,0
May	101,3	-0,2	-0,1	-0,9	0,3	0,5	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	0,4	.	.	0,6	-	-21,1	-14,4
Ago	100,6	-1,4	-1,2	-2,8	0,4	.	.	0,3	-	-26,3	-19,0
Sep	100,4	-1,6	-1,5	-3,0	0,3	.	.	-0,2	-	-25,4	-20,9
Oct	100,1	-2,0	-1,8	-3,6	0,3	.	.	-0,3	-	-30,6	-23,6
Nov	99,8	-2,3	-2,0	-4,1	0,2	.	.	-0,6	-	-28,6	-18,4
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-30,8	-19,5
1999 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-23,3	-17,2

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

	Deflatores del producto interior bruto (d)					Costes laborales unitarios Total economía	Remuneración por asalariado Total economía	Ganancias por trabajador en manufacturas
	PIB (índice, 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	2,6	2,5	3,3	1,2	2,6	3,6	4,1
II	101,8	2,1	2,6	2,2	0,7	2,0	3,3	3,2
III	102,2	1,7	2,3	2,1	0,5	1,7	3,5	3,6
IV	102,6	1,5	2,1	2,2	0,4	1,5	3,3	2,8
1997 I	102,8	1,4	2,0	2,1	0,6	1,8	2,9	3,1
II	103,2	1,3	1,6	2,3	0,7	0,3	2,9	3,4
III	103,6	1,4	1,9	1,9	1,1	-0,1	2,3	2,7
IV	104,0	1,4	1,7	1,9	1,0	-0,3	2,2	2,8
1998 I	104,3	1,4	1,4	1,4	0,6	-2,3	1,0	2,2
II	104,8	1,5	1,5	1,5	0,2	-0,7	1,1	2,8
III	105,2	1,5	1,1	1,8	-0,3	-0,7	1,1	2,6

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

1) Hasta diciembre de 1998, en ECU; a partir de entonces en euros.

2) 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	4.495,9	4.401,3	2.761,3	708,2	908,0	1.443,5	1.348,9
1996	4.567,8	4.450,1	2.812,7	720,1	912,1	1.509,8	1.392,1
1997	4.683,9	4.538,5	2.854,1	721,8	929,8	1.663,3	1.517,9
1997 III	1.177,8	1.136,6	713,9	181,2	233,6	429,6	388,4
IV	1.184,9	1.147,7	720,1	178,7	235,9	431,8	394,6
1998 I	1.195,2	1.164,6	726,6	181,4	239,9	431,9	401,4
II	1.201,5	1.167,2	730,3	181,8	237,1	440,8	406,5
III	1.209,7	1.172,4	736,8	181,4	241,0	445,4	408,1

(Tasas interanuales de variación) ¹⁾

	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	2,0	1,2	0,3	1,8	13,1	11,6
IV	3,1	2,6	2,1	-0,8	2,4	11,2	10,3
1998 I	3,7	3,9	2,7	0,3	5,1	10,2	11,5
II	2,9	3,0	2,5	0,5	2,2	7,5	8,4
III	2,7	3,2	3,2	0,1	3,2	3,7	5,1

2. Otros indicadores de la economía real

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Producción industrial ³⁾								Comercio al por menor precios constantes	Matriculaciones de turismos nuevos
	Total excluido construcción (índice (d) 1995 = 100)	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	-0,7	1,7	0,0	-0,8	-2,5	1,1	6,6
1997	104,2	4,1	4,7	5,4	4,2	1,0	2,2	-1,2	0,8	3,9
1998	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,7
1997 IV	106,5	5,7	6,4	7,2	6,1	3,5	2,9	-0,2	2,1	11,3
1998 I	107,6	6,3	7,3	7,3	9,2	8,6	1,3	2,9	2,8	12,6
II	108,5	4,4	5,0	4,2	6,6	7,9	2,1	0,4	1,8	3,3
III	109,4	4,0	4,4	3,3	7,1	7,9	2,0	-1,7	3,0	7,5
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,7
1997 Dic	106,9	6,5	7,8	8,4	6,4	4,6	4,5	-1,7	3,6	13,9
1998 Ene	107,0	5,8	7,7	7,6	8,1	5,8	2,2	11,6	3,0	10,7
Feb	107,8	6,0	6,9	7,1	8,0	8,6	1,1	0,1	2,2	9,8
Mar	108,1	6,9	7,3	7,1	11,2	11,1	0,8	-1,5	3,1	16,5
Abr	108,2	3,2	3,8	3,4	5,0	5,5	0,8	-2,4	0,8	-1,8
May	109,0	6,8	7,7	6,1	10,4	12,4	4,3	3,6	1,9	6,9
Jun	108,2	3,2	3,7	3,2	4,7	6,4	1,4	0,0	2,7	5,3
Jul	109,7	4,2	4,6	3,5	7,8	8,1	2,4	-0,4	3,6	7,3
Ago	109,7	4,8	5,2	4,0	8,0	8,9	2,4	-0,8	2,5	7,3
Sep	108,8	3,3	3,5	2,6	5,8	7,1	1,1	-3,6	2,8	7,9
Oct	109,6	3,2	3,6	1,8	7,7	10,4	0,8	.	1,9	1,3
Nov	109,4	2,8	2,7	2,4	5,2	6,4	0,7	.	4,0	15,5
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,7

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)

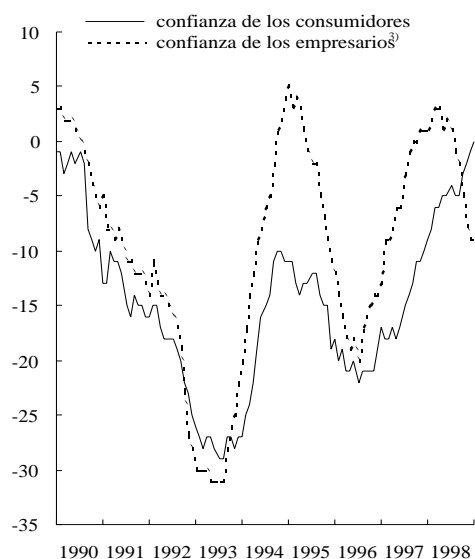
	Ocupados ¹⁾				Parados ²⁾		Productividad laboral ¹⁾	
	Total economía		Manufacturas		Millones	% de la población activa	Total economía (Tasa interanual de variación)	Manufacturas (Tasa interanual de variación)
	Índice 1995 = 100	Tasa interanual de variación	Índice 1995 = 100	Tasa interanual de variación				
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	100,0	0,4	100,0	-0,8	14,401	11,4	1,8	4,4
1996	100,2	0,2	98,6	-1,4	14,821	11,6	1,6	1,2
1997	100,5	0,3	97,9	-0,8	14,925	11,7	2,1	5,6
1998	.	.	.	.	14,168	11,1	.	.
1997 IV	100,7	0,5	98,5	0,5	14,828	11,6	2,6	6,0
1998 I	101,1	1,0	99,6	2,2	14,515	11,3	3,3	5,0
II	101,5	1,1	100,4	2,9	14,258	11,1	1,7	2,1
III	101,9	1,3	100,8	2,8	14,053	11,0	1,8	1,5
IV	.	.	.	.	13,846	10,8	.	.
1997 Dic	-	-	-	-	14,739	11,5	-	-
1998 Ene	-	-	-	-	14,555	11,3	-	-
Feb	-	-	-	-	14,534	11,3	-	-
Mar	-	-	-	-	14,455	11,3	-	-
Abr	-	-	-	-	14,330	11,2	-	-
May	-	-	-	-	14,275	11,1	-	-
Jun	-	-	-	-	14,169	11,1	-	-
Jul	-	-	-	-	14,103	11,0	-	-
Ago	-	-	-	-	14,073	11,0	-	-
Sep	-	-	-	-	13,982	10,9	-	-
Oct	-	-	-	-	13,885	10,8	-	-
Nov	-	-	-	-	13,828	10,8	-	-
Dic	-	-	-	-	13,825	10,8	-	-

Cuadro 5.3

Encuestas de opinión

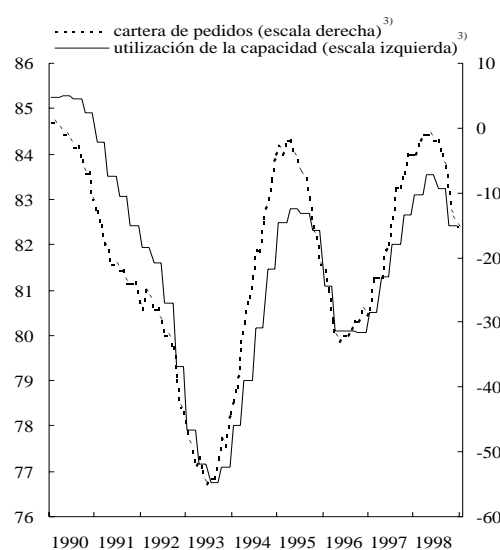
Indicadores de confianza de consumidores y empresarios

(porcentajes netos, mensual; desestacionalizados)



Utilización de la capacidad productiva y cartera de pedidos

(capacidad utilizada, porcentajes, trimestral; cartera de pedidos, porcentajes netos, mensual; 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 Encuestas Empresariales y del Consumidor de la Comisión Europea (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 con 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 área 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	Adquisición neta de activos financieros			Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones	Valores a largo plazo	Acciones	Reservas técnicas de seguro
					Sociedades no financieras							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1990	23,5	22,8	0,1	19,1	13,7	18,7	5,6	4,4	3,2	2,0	2,5	
1991	21,9	22,9	-1,2	19,1	14,2	16,8	4,0	3,0	2,6	1,6	2,5	
1992	20,9	22,2	-1,0	18,4	13,6	14,3	4,5	1,7	0,5	1,4	2,6	
1993	20,0	20,2	0,5	16,6	12,2	13,0	5,4	0,6	1,1	0,9	2,9	
1994	20,4	19,8	0,3	16,5	12,2	14,1	3,3	2,3	2,5	1,5	3,0	
1995	21,3	20,0	1,0	16,8	12,6	13,2	4,8	1,9	1,7	1,3	3,3	
1996	20,8	19,6	1,4	16,7	12,4	13,2	4,1	0,3	1,2	1,1	3,6	
1997	21,4	19,0	2,1	16,2	11,9	12,0	2,1	-0,3	0,2	1,3	3,6	

	Financiación de los sectores privados no financieros ¹⁾²⁾								Transacciones financieras netas (col. 6 - 14)	Inversión financiera en % sobre el total de inversión bruta (col. 6 / (4+6))	Contracción neta de pasivos en % sobre el total de financiación (col. 14 / (12+14))
	Ahorro bruto	Hogares	Contracción neta de pasivos	Valores distintos de acciones		Acciones	Préstamos	Préstamos a largo plazo			
				Valores a largo plazo							
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1990	22,0	12,0	14,2	0,6	0,3	2,1	9,6	4,5	4,4	49,5	39,3
1991	21,0	12,2	13,2	0,4	0,3	1,7	8,9	4,8	3,6	46,8	38,5
1992	20,7	12,1	10,7	0,7	0,6	1,6	6,9	4,7	3,6	43,7	34,0
1993	20,4	11,5	7,4	1,3	1,4	1,7	3,6	4,3	5,6	43,8	26,6
1994	20,3	10,6	9,9	1,1	1,2	1,9	3,9	3,7	4,1	46,0	32,9
1995	21,3	10,7	5,7	-1,7	-1,8	1,7	4,9	3,0	7,5	44,0	21,1
1996	20,7	10,6	8,7	0,2	0,1	1,9	4,8	3,6	4,5	44,2	29,6
1997	20,1	10,0	7,9	0,0	0,0	1,5	4,9	3,2	4,1	42,6	28,2

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

(en porcentaje sobre el PIB)

Inversión

— formación bruta de capital fijo
- - - adquisición neta de activos financieros

▨ efectivo y depósitos

▩ acciones

▧ reservas técnicas de seguro

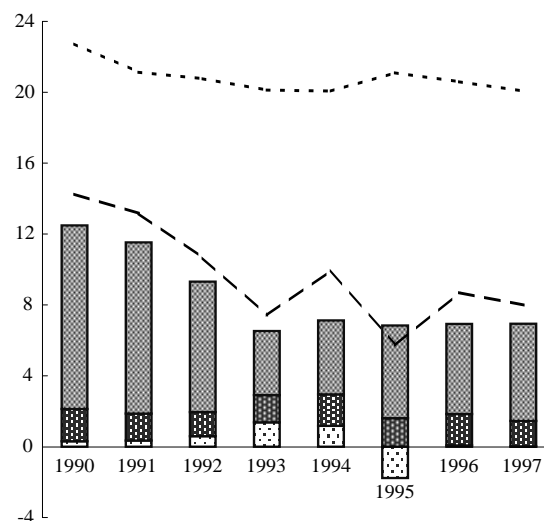
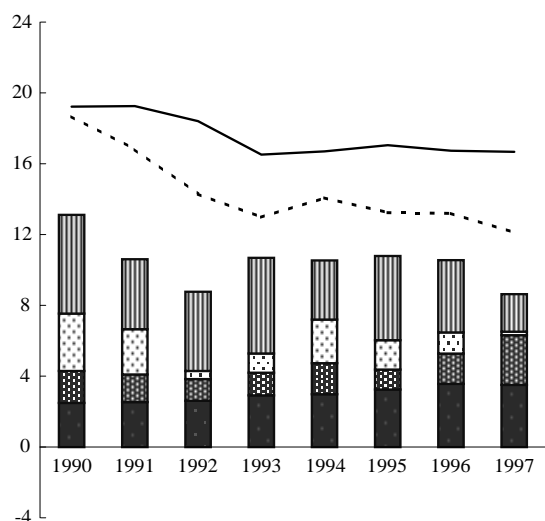
Financiación

▣ préstamos

▤ valores a largo plazo

..... ahorro bruto

- - - - - contracción neta de pasivos



Fuente: BCE.

1) Principales categorías de financiación e inversión.

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

7 Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en 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				Empleos				Empleos		Déficit (-) / superávit (+)
	corrientes ²⁾	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	corrientes ²⁾	Consumo público	Intereses	Transf. a familias	de capital netos ²⁾	Inversión	
	1	2	3	4	5	6	7	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	Déficit (-) / superávit (+) ajustado cíclicamente ²⁾	Ajuste entre déficit y deuda ³⁾	Variación de la deuda ⁴⁾				Deuda bruta nominal consolidada			
				Total	Efectivo, depósitos y créditos	Valores a corto plazo	Valores a medio y largo plazo	Total	Efectivo, depósitos y créditos	Valores a corto plazo	Valores a medio y largo plazo
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	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	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	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	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	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.

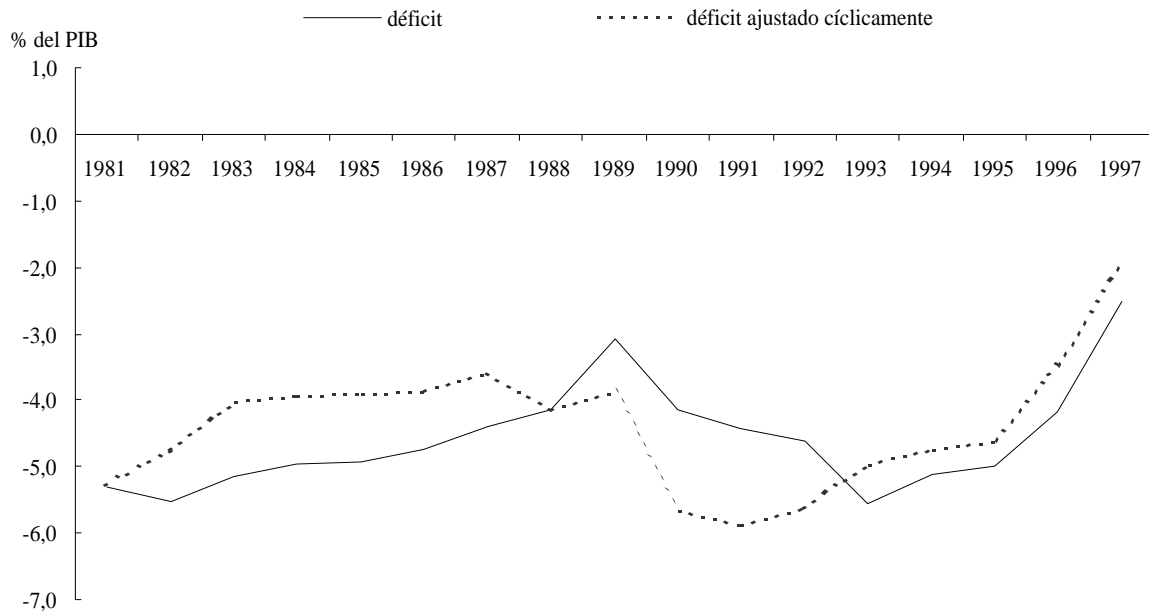
2) Área del euro, excluyendo Luxemburgo para los años 1990-95.

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

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

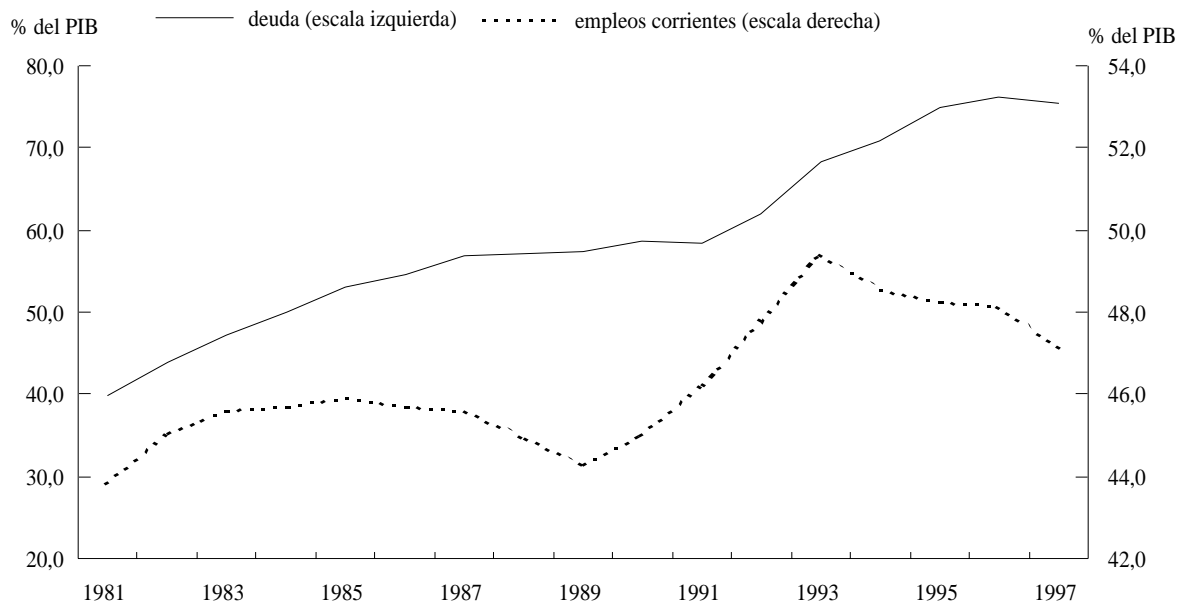
Cuadro 7.2

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 9.1

Exportaciones

(mm 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	622,46	46,78	14,53	11,14	79,51	182,75	271,32	16,45
1996	667,81	48,66	13,71	12,97	85,09	194,26	293,45	19,68
1997	761,86	52,57	16,23	14,37	98,75	215,78	341,59	22,60
1996 I	157,92	11,48	3,44	3,07	20,47	46,11	68,70	4,64
II	165,67	11,94	3,43	3,25	21,26	47,72	73,38	4,69
III	162,41	11,93	3,25	3,15	21,68	48,39	69,35	4,68
IV	181,81	13,31	3,59	3,50	21,68	52,04	82,02	5,67
1997 I	170,21	11,93	3,80	3,63	22,52	48,56	74,37	5,39
II	191,60	13,28	4,07	3,61	25,09	53,73	86,06	5,78
III	193,51	12,98	4,15	3,43	25,60	55,54	86,29	5,53
IV	206,54	14,38	4,21	3,70	25,54	57,95	94,87	5,90
1998 I	193,83	13,13	4,12	3,39	26,52	54,30	87,37	5,00
II	203,68	13,93	3,89	3,29	26,93	55,96	94,64	5,03
III	194,11	12,48	3,84	2,89	25,56	54,18	89,45	5,71
1997 Sep	68,39	4,71	1,49	1,15	8,78	19,54	30,81	1,92
Oct	73,20	5,24	1,54	1,27	9,27	21,22	32,65	2,02
Nov	66,31	4,63	1,34	1,18	8,20	18,71	30,33	1,92
Dic	67,03	4,51	1,33	1,25	8,07	18,02	31,89	1,96
1998 Ene	58,36	4,04	1,25	1,17	8,36	16,16	25,77	1,60
Feb	63,63	4,30	1,36	1,01	8,59	17,99	28,76	1,62
Mar	71,84	4,79	1,51	1,21	9,57	20,15	32,84	1,78
Abr	67,88	4,68	1,31	1,11	9,16	18,82	30,97	1,83
May	65,80	4,55	1,26	1,06	8,69	18,06	30,53	1,64
Jun	70,00	4,70	1,32	1,12	9,08	19,08	33,14	1,56
Jul	72,41	4,49	1,33	1,06	9,26	20,87	33,83	1,57
Ago	56,13	3,95	1,23	0,91	7,74	15,43	25,47	1,39
Sep	65,57	4,04	1,28	0,92	8,56	17,88	30,15	2,75
Oct	68,69							
Variación porcentual respecto al mismo período del año anterior								
	-4,1	-14,2	-14,1	-20,0	-2,5	-8,5	-2,1	43,2
Sep 1998								
Acumulado Ene-Sep 1998	6,5	3,5	-1,4	-10,3	7,9	4,2	10,0	-5,7

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

Cuadro 9.2**Importaciones***(mm 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	562,76	46,02	39,81	62,11	52,14	163,71	177,37	21,59
1996	594,36	46,69	36,45	73,85	53,75	166,13	191,36	26,17
1997	672,45	49,44	41,19	80,91	61,61	187,02	226,91	25,41
1996 I	148,10	11,73	9,70	16,35	13,61	42,71	47,82	6,22
II	147,42	11,64	9,42	17,53	13,74	40,22	48,69	6,17
III	141,24	11,18	8,29	17,81	12,69	41,76	43,52	5,99
IV	157,60	12,14	9,04	22,16	13,71	41,44	51,33	7,79
1997 I	158,05	11,29	9,59	20,88	14,51	44,31	51,23	6,23
II	167,59	12,58	11,01	18,62	15,93	46,28	56,99	6,22
III	166,58	12,14	10,01	19,98	15,13	48,62	55,27	5,43
IV	180,23	13,43	10,58	21,43	16,04	47,81	63,42	7,53
1998 I	180,37	12,64	10,84	17,50	17,58	51,18	64,48	6,18
II	178,62	12,55	11,12	15,87	17,21	50,03	65,76	6,10
III	168,80	11,99	9,60	14,55	16,05	49,49	60,70	6,43
1997 Sep	60,95	4,26	3,70	6,63	5,57	17,93	21,21	1,65
Oct	63,50	4,81	3,68	7,53	5,79	17,33	21,91	2,46
Nov	57,99	4,21	3,47	6,84	5,19	15,30	20,65	2,33
Dic	58,74	4,41	3,43	7,06	5,06	15,18	20,86	2,74
1998 Ene	57,86	4,12	3,51	6,16	5,59	16,39	20,10	2,00
Feb	58,21	3,95	3,53	5,74	5,53	16,58	20,69	2,20
Mar	64,30	4,57	3,80	5,60	6,46	18,21	23,69	1,98
Abr	59,95	4,33	3,66	5,42	5,74	16,62	22,24	1,96
May	57,07	4,03	3,55	5,52	5,56	15,74	20,88	1,79
Jun	61,60	4,19	3,91	4,93	5,91	17,67	22,64	2,35
Jul	58,88	4,29	3,56	4,91	5,86	17,65	20,75	1,85
Ago	49,58	3,68	2,78	4,69	4,66	14,72	17,54	1,52
Sep	60,34	4,02	3,26	4,95	5,53	17,12	22,41	3,06
Oct	61,15	.	.	.	.	.	.	.
Variación porcentual respecto al mismo período del año anterior								
Sep 1998	-1,0	-5,6	-11,9	-25,3	-0,7	-4,5	5,7	85,5
Acumulado Ene-Sep 1998	7,2	3,2	3,1	-19,4	11,6	8,3	16,8	4,6

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

Cuadro 9.3**Balanza de mercancías***(mm 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	59,75	0,76	-25,29	-50,95	27,38	19,07	93,95	-5,15
1996	73,45	1,96	-22,75	-60,90	31,33	28,13	102,13	-6,46
1997	89,44	3,15	-24,98	-66,54	37,17	28,75	114,70	-2,80
1996 I	9,81	-0,25	-6,27	-13,28	6,86	3,40	20,90	-1,56
II	18,25	0,30	-5,98	-14,29	7,52	7,51	24,70	-1,48
III	21,19	0,74	-5,05	-14,66	8,99	6,63	25,83	-1,30
IV	24,20	1,17	-5,45	-18,67	7,96	10,59	30,70	-2,12
1997 I	12,17	0,63	-5,79	-17,25	8,03	4,25	23,14	-0,83
II	24,01	0,72	-6,94	-15,01	9,16	7,44	29,08	-0,43
III	26,94	0,85	-5,87	-16,56	10,47	6,93	31,03	0,09
IV	26,32	0,95	-6,38	-17,72	9,51	10,13	31,45	-1,63
1998 I	13,46	0,49	-6,71	-14,09	8,94	3,11	22,89	-1,17
II	25,06	1,38	-7,22	-12,58	9,72	5,93	28,88	-1,06
III	25,30	0,50	-5,76	-11,66	9,50	4,70	28,75	-0,72
1997 Sep	7,45	0,45	-2,21	-5,48	3,21	1,62	9,60	0,27
Oct	9,70	0,43	-2,14	-6,26	3,48	3,89	10,74	-0,44
Nov	8,33	0,42	-2,13	-5,65	3,01	3,41	9,68	-0,41
Dic	8,29	0,10	-2,11	-5,81	3,02	2,83	11,03	-0,78
1998 Ene	0,50	-0,08	-2,25	-4,98	2,77	-0,24	5,67	-0,39
Feb	5,42	0,35	-2,17	-4,73	3,07	1,41	8,07	-0,58
Mar	7,54	0,22	-2,29	-4,38	3,10	1,94	9,15	-0,20
Abr	7,93	0,35	-2,35	-4,31	3,42	2,20	8,73	-0,13
May	8,73	0,52	-2,28	-4,46	3,13	2,32	9,65	-0,14
Jun	8,40	0,51	-2,59	-3,81	3,17	1,41	10,50	-0,79
Jul	13,53	0,20	-2,23	-3,85	3,39	3,23	13,08	-0,28
Ago	6,54	0,28	-1,55	-3,78	3,08	0,71	7,93	-0,13
Sep	5,23	0,02	-1,98	-4,03	3,03	0,76	7,74	-0,31
Oct	7,54	.	.	.	.	.	.	.
Variación absoluta respecto al mismo período del año anterior								
Sep 1998	-2,2	-0,4	0,2	1,5	-0,2	-0,9	-1,9	-0,6
Acumulado								
Ene-Sep 1998	0,7	0,2	-1,1	10,5	0,5	-4,9	-2,7	-1,8

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

10 Tipos de cambio

Cuadro 10

Tipos de cambio ¹⁾

(medias del período; unidades de moneda nacional por ECU o euro (bilateral) ; índice 1990 = 100 (efectivo))

	Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro								
	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
1998	1,121	146,4	1,622	0,676	8,92	7,50	330,7	8,47	1,665
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
1998 II	1,100	149,5	1,643	0,665	8,60	7,52	339,9	8,28	1,592
1998 III	1,118	156,3	1,642	0,676	8,95	7,50	332,7	8,54	1,690
1998 IV	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44	331,5	8,82	1,814
1998 Ene	1,088	140,8	1,604	0,665	8,72	7,53	312,3	8,16	1,566
1998 Feb	1,088	136,8	1,593	0,664	8,80	7,53	312,4	8,23	1,561
1998 Mar	1,084	139,9	1,614	0,653	8,64	7,55	331,6	8,22	1,536
1998 Abr	1,091	144,1	1,643	0,653	8,53	7,55	345,0	8,22	1,560
1998 May	1,109	149,7	1,639	0,677	8,54	7,50	340,3	8,26	1,603
1998 Jun	1,101	154,4	1,645	0,667	8,71	7,52	334,8	8,34	1,613
1998 Jul	1,098	154,3	1,661	0,668	8,77	7,52	328,7	8,37	1,630
1998 Ago	1,102	159,4	1,646	0,675	8,96	7,50	331,6	8,51	1,688
1998 Sep	1,154	155,3	1,617	0,687	9,12	7,48	337,9	8,74	1,756
1998 Oct	1,194	144,2	1,596	0,705	9,37	7,44	336,5	8,88	1,842
1998 Nov	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44	329,1	8,68	1,793
1998 Dic	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45	328,8	8,91	1,807
1999 Ene	1,161	131,3	1,605	0,703	9,08	7,44	323,6	8,65	1,765

	Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro							Tipo de cambio efectivo (TCE) del área del euro ²⁾	
	Dólar australiano 10	Dólar neozelandés 11	Dólar de Hong Kong 12	Won coreano 13	Dólar de Singapur 14	Dólar de Taiwan 15	Nuevo peso mejicano 16	Nominal 17	Real 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	98,3	99,3
1997	1,528	1,715	8,75	1073,2	1,678	32,50	8,95	90,4	90,8
1998	1,787	2,097	8,69	1568,9	1,876	37,64	10,30	92,3	92,2
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
1998 II	1,754	2,063	8,53	1537,0	1,810	37,09	9,55	91,3	91,3
1998 III	1,867	2,199	8,67	1486,8	1,935	38,71	10,62	93,5	93,6
1998 IV	1,887	2,236	9,16	1516,6	1,942	38,64	11,84	94,6	94,3
1998 Ene	1,656	1,876	8,42	1855,8	1,900	37,08	8,94	90,3	90,5
1998 Feb	1,615	1,867	8,43	1773,8	1,798	35,89	9,26	89,5	89,7
1998 Mar	1,619	1,892	8,41	1615,8	1,757	35,30	9,30	88,9	89,0
1998 Abr	1,673	1,971	8,47	1520,2	1,749	36,07	9,29	89,6	89,5
1998 May	1,762	2,062	8,60	1552,4	1,817	37,13	9,53	92,2	92,1
1998 Jun	1,824	2,151	8,53	1539,8	1,866	38,06	9,83	92,2	92,2
1998 Jul	1,776	2,116	8,51	1423,6	1,878	37,79	9,78	92,0	92,2
1998 Ago	1,868	2,196	8,55	1450,4	1,939	38,33	10,34	93,3	93,5
1998 Sep	1,962	2,289	8,97	1592,4	1,994	40,10	11,83	95,2	95,1
1998 Oct	1,932	2,284	9,31	1615,7	1,969	39,81	12,21	95,8	95,5
1998 Nov	1,834	2,180	9,05	1511,9	1,913	38,08	11,64	94,1	93,8
1998 Dic	1,893	2,241	9,11	1426,3	1,941	38,02	11,65	94,0	93,6
1999 Ene	1,839	2,159	8,99	1362,5	1,950	37,43	11,83	92,7	92,1

Fuente: BCE

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

2) Cálculos del BPI; hasta diciembre de 1998, basados en medias ponderadas de los TCE de los países del área del euro; a partir de enero de 1999, cálculos basados en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro (los datos originales del BPI se han convertido a base 1990 = 100). Las ponderaciones se obtienen a partir de los datos del comercio exterior de bienes manufacturados en 1990, con los socios comerciales cuyas monedas aparecen reflejadas en el cuadro, 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

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	IAPC	Déficit (-) / superávit (+) de AAPP en % del PIB	Deuda bruta de AAPP en % del PIB	Rdto. ¹⁾ de la Deuda Pública a largo plazo en %	Tipo de cambio ²⁾ en moneda nacional por ECU o euro	Cuentas corriente y de capital (nueva) ³⁾ , % del PIB	Costes laborales unitarios ⁴⁾	PIB a precios constantés	Índice de producción industrial ⁵⁾	Tasa de desempleo normaliza- da en % sobre la población activa (d)	Agregado monetario amplio ⁶⁾	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	-2,0	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	5,6	4,7	3,83
1998	1,3	-	-	4,94	7,50	-	-	-	-	5,1	4,6	4,00
1997	IV	1,6	-	5,96	7,51	-1,3	3,1	3,3	6,8	5,4	3,9	3,83
1998	I	1,6	-	5,30	7,53	-0,7	2,2	4,0	5,6	5,5	3,0	3,75
	II	1,4	-	5,12	7,52	-	2,0	1,1	-0,8	5,2	5,1	4,00
	III	1,2	-	4,82	7,50	-	3,5	3,4	2,4	5,1	6,6	4,62
	IV	1,1	-	4,51	7,44	-	-	-	-	4,7	3,8	4,00
1998	Jul	1,4	-	4,91	7,52	-	-	-	3,1	5,2	5,3	4,06
	Ago	1,1	-	4,81	7,50	-	-	-	4,9	5,1	6,2	4,25
	Sep	1,1	-	4,74	7,48	-	-	-	-0,8	4,9	8,4	4,62
	Oct	1,1	-	4,67	7,44	-	-	-	1,6	4,8	4,0	4,43
	Nov	1,1	-	4,59	7,44	-	-	-	0,0	4,6	4,1	4,12
	Dic	1,1	-	4,27	7,45	-	-	-	-	4,6	3,3	4,00
1999	Ene	-	-	4,03	7,44	-	-	-	-	-	-	3,78
Grecia												
1995	-	-10,6	110,1	-	303,0	-2,5	11,6	2,1	2,1	7,1	6,4	14,70
1996	7,9	-7,5	112,2	-	305,5	-3,7	10,6	2,7	0,6	7,5	9,8	12,20
1997	5,4	-4,0	109,5	9,92	309,3	-	7,1	3,5	1,0	7,9	14,5	12,50
1998	4,5	-	-	8,48	330,7	-	-	-	-	-	3,7	11,40
1997	IV	4,7	-	10,18	310,2	-	-	-	2,8	7,9	13,6	12,50
1998	I	4,2	-	10,45	319,1	-	-	-	2,9	8,1	4,6	10,85
	II	5,0	-	7,90	339,9	-	-	-	6,0	10,3	3,0	12,20
	III	4,8	-	7,83	332,7	-	-	-	3,1	11,7	1,8	12,25
	IV	4,0	-	7,76	331,5	-	-	-	-	-	5,5	11,40
1998	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	-	-	-	0,4	10,4	2,4	11,70
	Nov	3,9	-	7,65	329,1	-	-	-	3,5	-	5,4	11,45
	Dic	3,7	-	7,17	328,8	-	-	-	-	-	8,7	11,40
1999	Ene	-	-	6,32	323,6	-	-	-	-	-	-	11,40
Suecia												
1995	-	-7,0	78,0	10,24	9,33	-	-	3,9	12,6	8,8	-1,3	8,37
1996	0,8	-3,5	77,2	8,02	8,51	-	-	1,3	3,1	9,6	10,0	3,93
1997	1,8	-0,8	76,9	6,62	8,65	2,7	-	1,8	8,1	9,9	4,2	4,68
1998	1,0	-	-	4,99	8,92	-	-	-	-	8,2	3,5	3,42
1997	IV	2,7	-	6,18	8,58	2,1	-	3,3	9,1	9,1	2,0	4,68
1998	I	1,9	-	5,51	8,71	3,1	-	2,9	4,2	8,7	2,0	4,50
	II	1,4	-	5,13	8,60	1,2	-	2,3	6,6	8,6	2,6	4,12
	III	0,6	-	4,82	8,95	2,4	-	3,5	4,3	8,1	4,7	4,12
	IV	0,1	-	4,50	9,38	-	-	-	-	7,5	4,5	3,42
1998	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	-	-	-	0,8	7,6	4,8	4,12
	Oct	0,1	-	4,72	9,37	-	-	-	4,4	7,5	5,9	3,93
	Nov	0,1	-	4,55	9,31	-	-	-	1,8	7,6	5,6	3,50
	Dic	0,0	-	4,22	9,45	-	-	-	-	7,4	2,1	3,42
1999	Ene	-	-	4,02	9,08	-	-	-	-	-	-	3,36
Reino Unido												
1995	-	-5,5	53,9	8,32	0,829	-0,5	1,7	2,8	1,5	8,7	7,2	6,56
1996	2,5	-4,7	54,7	7,94	0,814	-0,2	2,0	2,6	0,4	8,2	9,9	6,56
1997	1,8	-2,1	53,5	7,13	0,692	0,6	3,3	3,5	1,0	7,0	11,2	7,48
1998	1,5	-	-	5,58	0,676	-	-	-	-	6,3	-	6,12
1997	IV	1,9	-	6,57	0,677	0,0	3,5	4,0	0,5	6,6	11,2	7,48
1998	I	1,5	-	6,10	0,660	-1,6	3,1	3,4	0,1	6,4	10,5	7,47
	II	1,8	-	5,89	0,665	-	-	2,8	0,9	6,3	9,9	7,59
	III	1,4	-	5,57	0,676	-	-	2,3	0,4	6,2	9,6	7,27
	IV	1,4	-	4,75	0,702	-	-	-	-	6,2	-	6,12
1998	Jul	1,5	-	5,92	0,668	-	-	-	0,2	6,3	10,4	7,65
	Ago	1,3	-	5,63	0,675	-	-	-	0,5	6,2	9,0	7,50
	Sep	1,5	-	5,16	0,687	-	-	-	0,4	6,2	9,3	7,27
	Oct	1,3	-	4,99	0,705	-	-	-	-0,5	6,2	9,3	7,12
	Nov	1,4	-	4,93	0,701	-	-	-	-0,2	-	8,4	6,62
	Dic	1,5	-	4,33	0,702	-	-	-	-	-	-	6,12
1999	Ene	-	-	4,20	0,703	-	-	-	-	-	-	5,82

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

7) Hasta diciembre de 1998, datos a fin de período; a partir de entonces medias del período.

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

Cuadro 12.1

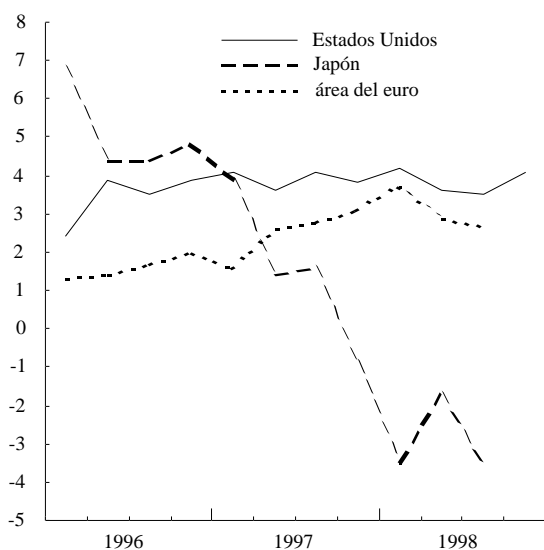
Evolución económica y financiera

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial ¹⁾	Tasa de desempleo normalizada en % sobre la población activa (d)	M2 ²⁾	Tipos ³⁾ de depósitos interbancarios a 3 meses en %	Rendimiento ³⁾ de la Deuda Pública a 10 años en %	Tipo de cambio ⁴⁾ en moneda nacional por ECU o euro	Déficit (-) / superávit (+) fiscal en % del PIB	Deuda Pública bruta ⁵⁾ en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
1995	2,8	-1,6	2,3	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	5,0	5,0	5,62	6,45	1,134	0,1	57,8
1998	1,6	.	3,9	4,2	4,5	7,5	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 I	1,5	1,1	4,2	6,0	4,7	6,5	5,59	5,67	1,087	.	57,7
1998 II	1,6	1,0	3,6	5,0	4,4	7,2	5,59	5,67	1,100	.	56,1
1998 III	1,6	1,4	3,5	3,2	4,5	7,4	5,20	5,27	1,118	.	55,2
1998 IV	1,5	.	4,1	2,6	4,4	8,7	5,00	4,72	1,177	.	.
1998 Jul	1,7	.	.	2,9	4,5	7,2	5,56	5,53	1,098	.	.
1998 Ago	1,6	.	.	3,7	4,5	7,1	5,50	5,41	1,102	.	.
1998 Sep	1,5	.	.	2,9	4,5	7,8	5,20	4,87	1,154	.	.
1998 Oct	1,5	.	.	3,1	4,5	8,4	5,12	4,58	1,194	.	.
1998 Nov	1,5	.	.	2,4	4,4	8,7	5,12	4,89	1,164	.	.
1998 Dic	1,6	.	.	2,2	4,3	9,0	5,00	4,69	1,172	.	.
1999 Ene	.	.	.	.	.	.	4,99	4,78	1,161	.	.
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	0,6	.	.	-6,9	4,1	4,0	0,18	1,30	146,4	.	.
1997 IV	2,1	1,8	-0,9	-0,7	3,5	3,3	0,36	1,68	140,5	.	.
1998 I	2,0	3,7	-3,5	-4,0	3,6	4,7	0,50	1,65	139,2	.	.
1998 II	0,3	7,1	-1,7	-8,5	4,2	3,7	0,43	1,36	149,5	.	.
1998 III	-0,2	.	-3,6	-8,6	4,3	3,7	0,12	1,14	156,3	.	.
1998 IV	0,5	.	.	-6,7	4,3	4,0	0,18	1,04	140,6	.	.
1998 Jul	-0,1	8,5	.	-9,2	4,1	3,5	0,34	1,36	154,3	.	.
1998 Ago	-0,3	8,3	.	-9,1	4,3	3,8	0,37	1,17	159,4	.	.
1998 Sep	-0,2	.	.	-7,6	4,3	3,8	0,12	0,88	155,3	.	.
1998 Oct	0,2	.	.	-7,9	4,3	3,9	0,68	0,82	144,2	.	.
1998 Nov	0,8	.	.	-5,6	4,4	4,3	0,68	0,89	140,1	.	.
1998 Dic	0,6	.	.	-6,4	4,3	3,9	0,18	1,39	137,4	.	.
1999 Ene	.	.	.	.	.	.	0,35	2,07	131,3	.	.

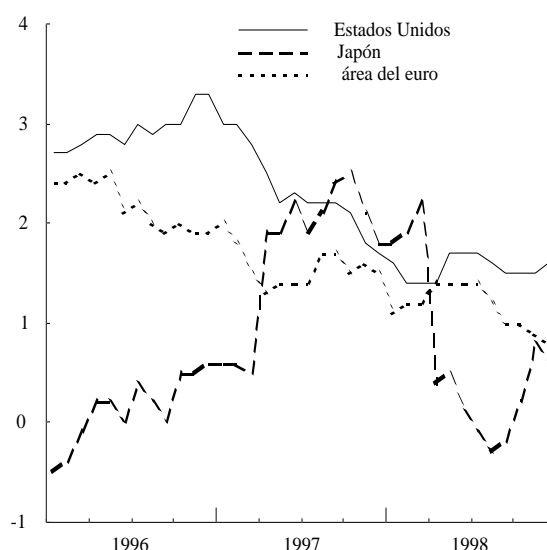
Producto interior bruto a precios constantes

(tasa interanual de variación; trimestral)



Índices de precios de consumo

(tasa interanual de variación; mensual)



Fuentes: Datos nacionales (columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5, 6, 8 (hasta diciembre de 1998), 9 y 11); OCDE (columna 2 para Japón); Eurostat (datos de área del euro en el gráfico); Reuters (columna 7 y 8 (desde enero de 1999)); Comisión Europea (DG II) (columna 10).

1) Manufacturas.

4) Para más información, véase cuadro 10.

2) Media de los valores del período; M2 + CDs para Japón.

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

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

Cuadro 12.2

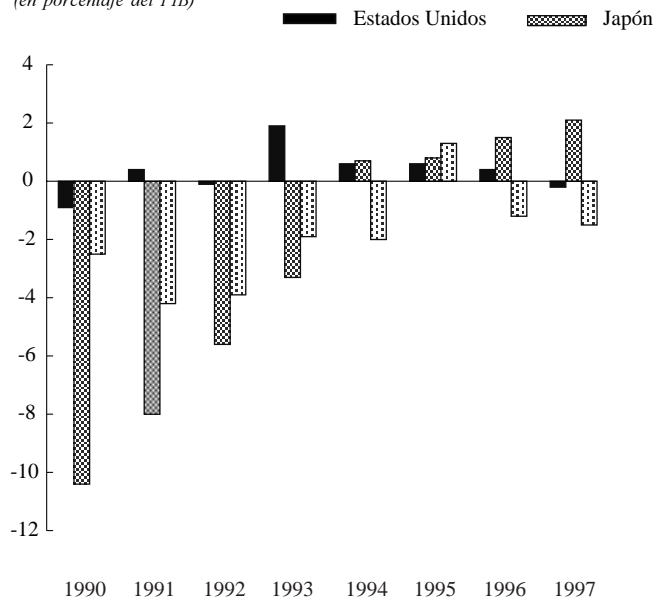
Ahorro, inversión y financiación

(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	Formación bruta de capital fijo	Adquisición neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contracción neta de pasivos	Valores incluidos acciones	Gasto de capital	Adquisición neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contracción neta de pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
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

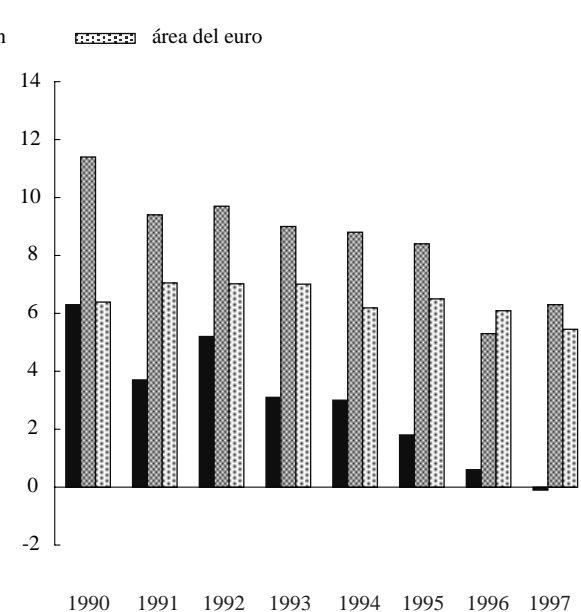
Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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



Notas 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 (BCN) 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>) están disponibles series de datos más largas y detalladas, incluyendo más notas explicativas y, cuando vayan estando disponibles, aparecerán en el Boletín mensual del BCE datos nuevos o más detallados.

Dado que la composición del ecu no coincide con las monedas de los Estados miembros que han adoptado la moneda única, los importes expresados en ecu 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 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 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 4 de febrero de 1999. Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden revisarse.

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).

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 edición). En los cuadros 2.1 a 2.3 se presentan los datos monetarios relativos a las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), incluido el Eurosistema. En el cuadro 2.4 figuran los agregados monetarios obtenidos de los balances consolidados de las IFM. En la edición de marzo está previsto publicar datos trimestrales más completos relativos a los balances de las IFM 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 BCN. 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 que puedan estar disponibles en la primavera de 1999.

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 es, como regla general, 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 IAPC 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 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 adecúan 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 omnicomprendivas, 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 constitutivo de 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 compilan 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 y 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) son, desde enero de 1999 en adelante, 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 contenidos en los cuadros y gráficos 12.1 y 12.2 se obtienen de fuentes nacionales. Los datos referidos al ahorro, inversión y financiación correspondientes a Estados Unidos y Japón (cuadro y gráfico 12.2) tienen la misma estructura que los relativos a flujos financieros y de capital en el área del euro que se recogen en el cuadro y gráfico 6.

Signos utilizados en los cuadros

- “_” no aplicable
- “.” no disponible
- “...” cero o no significativo
- “*mm*” 10⁹
- (p) provisional
- (d) desestacionalizado



Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema

22 de diciembre de 1998

El Consejo de Gobierno del BCE decide que la primera operación principal de financiación del Eurosistema se llevará a cabo mediante una subasta a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Esta operación se iniciará el 4 de enero de 1999, mientras que las decisiones de adjudicación se tomarán el 5 de enero de 1999, y su liquidación tendrá lugar el 7 de enero de 1999. Además, la primera operación de financiación a largo plazo se anunciará el 12 de enero de 1999 (con fecha de liquidación del 14 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 apartado 4 del artículo 109 L del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Consejo de la UE, actuando por unanimidad de los Estados miembros de la Comunidad Europea no acogidos a excepción, a propuesta de la Comisión Europea y previa consulta al BCE, adopta los tipos de conversión irrevocables del euro, con efectos a partir del 1 de enero de 1999, a las 0,00 horas (hora local).

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

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

7 de enero de 1999

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

21 de enero de 1999

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

4 de febrero de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que a las operaciones principales de financiación que se liquidarán el 10 y el 17 de febrero de 1999 se les aplique las mismas condiciones que a las ope-

raciones similares realizadas anteriormente, es decir, se adjudicarán mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Además, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito sigue siendo el 4,5% y el de la facilidad de depósito el 2%.

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.

«Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia monetaria del Eurosistema», febrero 1999.

Otras Publicaciones

Folleto sobre TARGET, julio 1998.

«The TARGET service level», julio 1998.

«Report on electronic money», agosto 1998.

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

«Money and banking statistics compilation guide», septiembre 1998.

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

«Correspondent central banking model (CCBM)», diciembre 1998.

«Possible effects of EMU in the EU banking systems in the medium to long term», febrero 1999.

