



BANCO CENTRAL EUROPEO

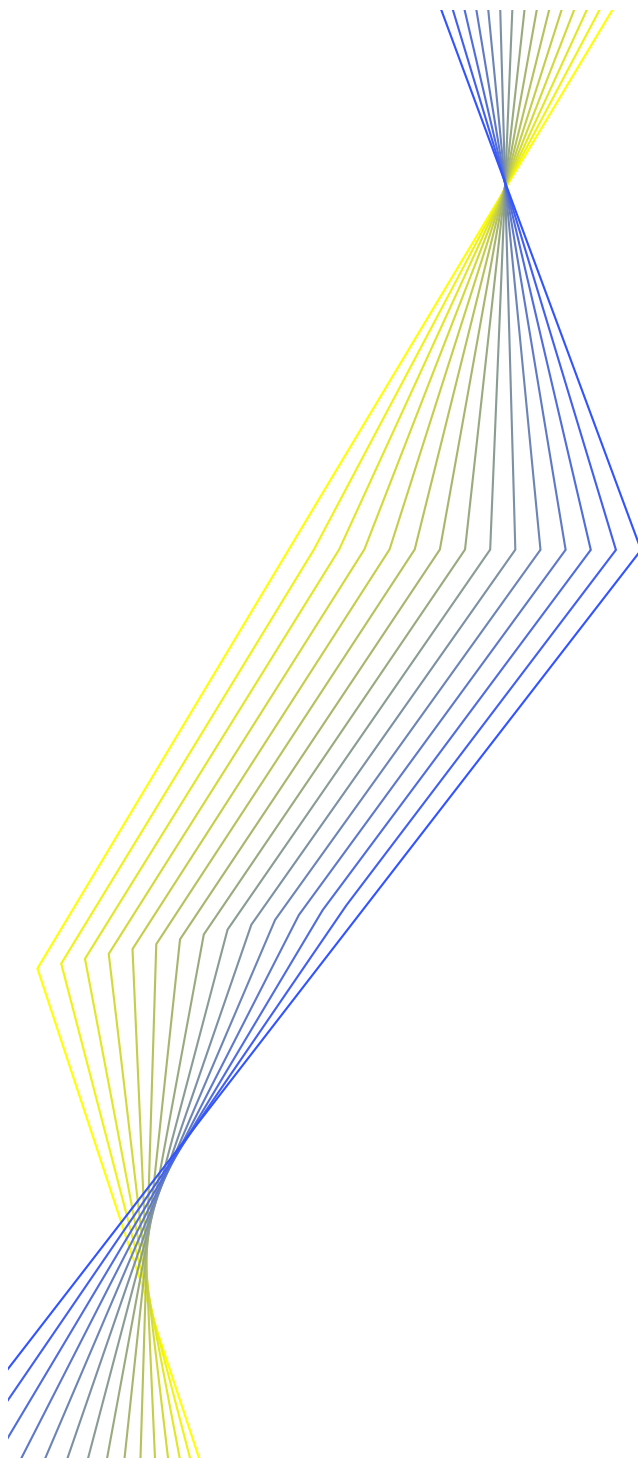
ECB EZB EKT BCE EKP

**B O L E T Í N
M E N S U A L**

Mayo 1999



BANCO CENTRAL EUROPEO



**B O L E T Í N
M E N S U A L**

Mayo 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.

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 6 de mayo de 1999.

ISSN 1561-0268

Índice

Editorial	5
Evolución económica en la zona del euro	9
El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación	33
La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	51
Estadísticas de la zona del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	43*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	45*

Abreviaturas

Países

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

Otras

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

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

Editorial

En sus reuniones de 22 de abril y 6 de mayo de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación los tipos de interés del BCE. El tipo aplicable a las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 2,5%, mientras que los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron fijados en el 3,5% y el 1,5%, respectivamente. Aunque continúa en la actualidad la atonía de la demanda agregada y de la actividad económica en la zona del euro, la evolución de la inflación y las tendencias monetarias siguen siendo, en conjunto, compatibles con la estabilidad de precios a medio plazo. La valoración más reciente de los últimos acontecimientos monetarios, financieros y otros de carácter económico, a los que se pasa revista a continuación con más detalle y se analizan en las secciones siguientes del presente Boletín mensual del BCE, sugiere claramente que la confianza de los mercados en las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo se ha mantenido firme desde que se adoptó la decisión de reducir los tipos de interés el 8 de abril de 1999.

Por lo que se refiere al primer pilar de la estrategia de política monetaria del Eurosistema, la media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 durante el período comprendido entre enero y marzo de 1999 se situó en el 5,2%, nivel ligeramente superior al valor (revisado) del 5,0% correspondiente al período de tres meses que finalizó en febrero de 1999. Las tasas de crecimiento interanual de M3 en enero y febrero de 1999 se revisaron recientemente a la baja hasta situarse en el 5,4% y el 5,1%, respectivamente. En marzo de 1999 la tasa de crecimiento interanual de M3 permaneció en el 5,1%. Aunque el crecimiento de los depósitos a la vista siguió su ritmo descendente, como reflejo de la desaparición progresiva de la incertidumbre que acompañó el lanzamiento del euro, los depósitos con un vencimiento igual o inferior a dos años crecieron en marzo de 1999 a un ritmo más sostenido que en el mes anterior. La tasa interanual de crecimiento del crédito se mantuvo, por lo general, estable en el 7,5% en marzo de 1999. Teniendo en cuenta las circunstancias especiales que rodearon el paso a la tercera fase de la UEM y el hecho de que la media móvil de tres

meses de las tasas de crecimiento de M3 siguió estando todavía bastante próxima al valor de referencia del 4,5%, el Consejo de Gobierno confirmó el análisis que había hecho en anteriores reuniones, según el cual la evolución monetaria reciente no debe considerarse como una señal de futuras presiones inflacionistas.

En lo relativo a la valoración de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de información, que constituye el segundo pilar de la estrategia de política monetaria del Eurosistema, la información aportada por los indicadores financieros y otros de carácter económico respalda la opinión de que se mantendrá la estabilidad de precios a medio plazo. Durante el período previo a la reunión del Consejo de Gobierno de 8 de abril de 1999, los mercados financieros esperaban un recorte de los tipos de interés del BCE. El hecho de que dicho recorte resultara mayor de lo esperado por los agentes económicos puede haber contribuido a que, de nuevo, disminuyeran ligeramente los tipos de interés a largo plazo. A comienzos de mayo, sin embargo, se produjo un repunte parcial de estos tipos después del leve aumento de los rendimientos en Estados Unidos. El diferencial entre los rendimientos de los bonos de la zona del euro y de Estados Unidos siguió ampliándose a pesar de ello, lo cual indica que los factores que incidieron en los mercados de bonos de una zona y otra fueron diferentes.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro se debilitó durante el mes de abril, pero al 6 de mayo de 1999, fecha de cierre del presente Boletín mensual del BCE, había recuperado terreno, manteniéndose alrededor de un 6% por debajo del nivel registrado a comienzos de año. A lo largo del mes de abril e inicios de mayo el conflicto militar de Kosovo acentuó la volatilidad del tipo de cambio del euro. El BCE sigue atentamente la evolución del tipo de cambio dentro del proceso de valoración de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de información. En este contexto, debe destacarse que la evolución reciente del tipo de cambio no muestra todavía riesgos para la futura estabilidad de precios. Además la estabilidad de precios interna debería servir de ancla en la evolución a medio plazo del valor exterior del euro.

Conforme a lo previsto, la reciente subida de los precios del petróleo influyó en la evolución a corto plazo de los precios de consumo observada en la zona del euro durante el mes de marzo de 1999. La inflación, calculada a través del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), aumentó 0,2 puntos porcentuales en marzo de 1999 hasta situarse en el 1,0%. Este aumento se debió, principalmente, al alza experimentada por el índice de precios de los productos energéticos. Si se excluyen los componentes más volátiles del IAPC, que son los alimentos sin elaborar y la energía, la tasa de aumento de los precios de consumo correspondiente al mes de marzo se mantuvo en el 1,1%, es decir, sin variaciones con respecto al nivel observado en febrero y ligeramente por debajo del registrado al inicio del año. Es probable que en los próximos meses se registre una leve aceleración del índice general del IAPC por efecto de la subida de los precios energéticos. Pese a ello, a tenor de las previsiones y de las encuestas de que se dispone, no parece que las recientes variaciones de los precios del petróleo vayan a afectar de forma duradera a las perspectivas favorables que existen en materia de estabilidad de precios.

Un nuevo indicador de costes salariales por hora recientemente publicado por Eurostat confirma que la evolución de los salarios fue moderada hasta finales de 1998. Sin embargo, a la luz de algunos acuerdos salariales negociados recientemente, la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios podría experimentar un cierto aumento en el curso de 1999.

En cuanto a la actividad económica de la zona del euro, los datos de que se dispone en relación con los dos primeros meses de 1999 no indican todavía que se haya producido un repunte del crecimiento económico. Los datos sobre la producción industrial correspondientes a febrero de 1999 muestran que a comienzos de año continuó la ralentización del crecimiento de la producción registrada durante el último trimestre de 1998. Los últimos indicadores del mercado de trabajo muestran signos de que el crecimiento del empleo sufrió cierta desaceleración a finales de 1998. La tasa de desempleo permaneció invariante en marzo de 1999, tras los dos des-

censos consecutivos de enero y febrero. Mientras tanto, los últimos datos de la Comisión Europea sobre los indicadores de confianza apuntan a que se están produciendo cierta mejoría. Aunque la confianza industrial siguió deteriorándose durante el primer trimestre de 1999, las primeras cifras del mes de abril señalan una leve recuperación. Si se atiende a la última tendencia observada hasta abril, resultaría que la confianza de los consumidores alcanzó su punto máximo al inicio del año, para moderarse a continuación, pero solo ligeramente. Conviene mencionar que las valoraciones de la futura evolución del PIB se complicarán por el hecho de que, en adelante, la publicación de los datos se basará en cifras revisadas según el nuevo concepto del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

La coyuntura exterior a la economía de la zona del euro parece haber experimentado una cierta mejoría. Mientras que las perspectivas de recuperación económica en Japón siguen siendo inciertas, la economía estadounidense continuó creciendo a un ritmo intenso. Al mismo tiempo, han mejorado las perspectivas de crecimiento de diversas economías emergentes.

Si se considera conjuntamente toda esta información, las perspectivas en materia de estabilidad de precios a medio plazo resultan favorables. Aunque el índice general del IAPC probablemente será algo mayor en los próximos meses, no parece, dada la coyuntura actual, que esta evolución vaya a perjudicar la estabilidad de precios a medio plazo, siempre que continúe en el futuro la moderación en el terreno salarial. Al mismo tiempo, la evolución monetaria reciente y otros indicadores disponibles no apuntan a la existencia de riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

El mantenimiento de un entorno de estabilidad de precios sigue siendo la contribución más valiosa que la política monetaria puede aportar a la actividad económica de la zona del euro. La confianza en la política monetaria del Eurosistema orientada a la estabilidad ha contribuido, asimismo, a alcanzar un bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro. Con el reciente recorte de los tipos de interés, el

Eurosistema no solo ha mantenido una perspectiva favorable en materia de estabilidad de precios, sino que ha ayudado también a que disminuya la incertidumbre sobre la evolución económica. Pese a ello, la política monetaria no puede resolver problemas estructurales cuyo origen se sitúa en otros ámbitos de la política económica. La persistencia de altos niveles de paro indica que es preciso acometer con decisión los grandes problemas estructurales que afectan a los mercados de bienes y de trabajo, así como adoptar medidas en el ámbito presupuestario. El pre-

sente Boletín mensual contiene un artículo titulado "La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento", que aborda el tema de los avances que se requieren en el terreno del saneamiento presupuestario.

Por otra parte, un segundo artículo, titulado "El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación", analiza el funcionamiento del marco operativo de la política monetaria única en los primeros meses de vida del euro.

Evolución económica en la zona del euro

I Evolución monetaria y financiera

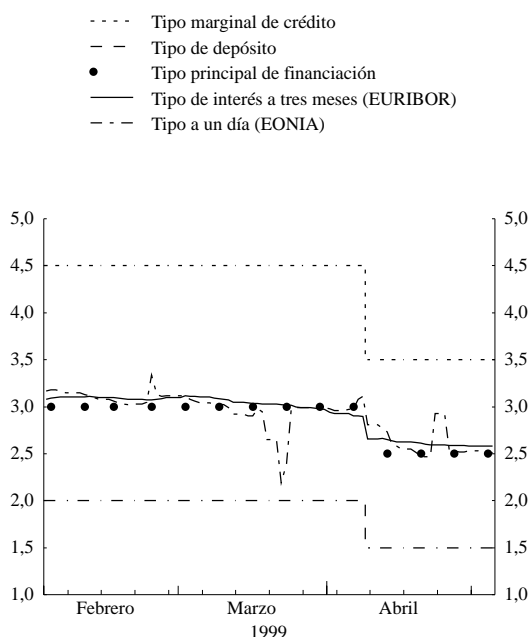
Decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE

En sus reuniones de 22 de abril y 6 de mayo, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés del BCE. Como se explica en el "Editorial" del presente Boletín mensual, las previsiones de aumento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) a corto y medio plazo se consideran coherentes con la definición de estabilidad de precios después de la reducción de los tipos de interés del BCE anunciada el 8 de abril. El tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo, por lo tanto, en el 2,5% y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito siguieron situándose en el 3,5% y el 1,5%, respectivamente (véase gráfico 1).

Gráfico 1

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

Crecimiento estable del agregado amplio de liquidez

A finales de abril de 1999, cuando se publicaron los nuevos datos monetarios, se revisaron a la baja las tasas de crecimiento interanual de M3 de enero y febrero de 1999, que se situaron en el 5,4% y el 5,1%, desde sus niveles previos del 5,5% y el 5,2%, respectivamente. La tasa de incremento interanual del agregado monetario amplio M3 se situó en marzo de 1999 en el 5,1%, permaneciendo sin cambios respecto al mes anterior. Reflejando estos datos, la media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3, que cubre el primer trimestre de 1999, se situó en el 5,2%. Esta cifra era 0,2 puntos porcentuales más alta que la cifra correspondiente al período de tres meses anterior, comprendido entre diciembre de 1998 y febrero de 1999 (que se revisó a la baja desde el 5,1% hasta el 5%). A pesar de este incremento, el crecimiento de M3 se mantuvo relativamente cercano al valor de referencia del 4,5% establecido por el Consejo de Gobierno (véase gráfico 2).

El crecimiento estable de M3 en marzo de 1999 fue el reflejo de una evolución diferente de sus componentes. Por un lado, el crecimiento de los depósitos a la vista siguió ralentizándose después de la fuerte subida que experimentaron en enero de 1999. Además, continuó la tendencia a la baja de los instrumentos negociables que forman parte de M3. Por otro lado, aumentó la tasa de crecimiento de otros depósitos a corto plazo incluidos en M3.

El crecimiento interanual de los depósitos a la vista disminuyó hasta el 13,1% en marzo de 1999, desde el 14,9% correspondiente al mes anterior y desde el 17,3% registrado en enero de 1999. Esto proporcionó indicios adicionales de la gradual disminución de la influencia de los factores especiales, tales como la incertidumbre prevaleciente entre los inversores, que llevaron al aumento excepcionalmente alto registrado en el primer mes de la tercera fase de la UEM. La

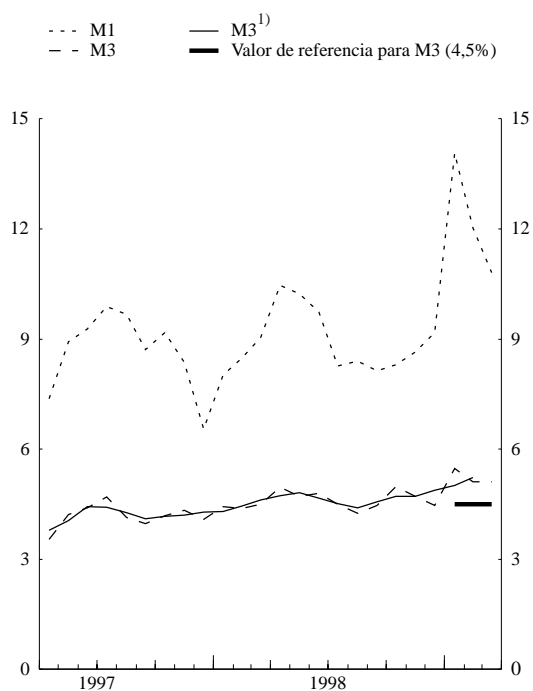
tasa interanual de incremento del efectivo en circulación —el otro componente del agregado monetario estrecho M1— aumentó hasta el 2,1% en marzo (habiéndose situado en el 0,6% en el mes anterior). Esto puede haber sido, en parte, reflejo de un efecto "calendario". Mientras que en 1999 la Semana Santa se celebró en los primeros días de abril y, por tanto, estimuló la demanda de dinero a finales de marzo, en 1998 la Semana Santa tuvo lugar a mediados de abril. Sin embargo, debido a la caída de la tasa de crecimiento de los depósitos a la vista, el incremento interanual del agregado monetario estrecho M1 disminuyó hasta el 10,8% en marzo, desde el 12% correspondiente a febrero y el 14,1% correspondiente a enero.

La tasa de crecimiento de otros depósitos a corto plazo incluidos en M3 aumentó significativamente en marzo de 1999. En conjunto, su tasa de crecimiento interanual aumentó hasta el 3,2%, más del doble de la tasa registrada en los meses anteriores. Esto se debió a los depósitos con vencimiento inferior a dos años, cuya contracción se detuvo. (En términos interanuales, la tasa de variación fue de -0,1% en marzo, en comparación con el -4,2% correspondiente a febrero). Esta evolución puede haberse visto influida, en cierta medida, por el efecto sustitución referente tanto a los depósitos a la vista como a los instrumentos negociables a corto plazo. Al mismo tiempo, los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses continuaron mostrando, en general, un crecimiento interanual estable (del 5,6% en marzo de 1999, en comparación con el 5,9% correspondiente al mes anterior). La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario intermedio M2 (que incluye los instrumentos financieros incluidos en M1 más otros depósitos a corto plazo) aumentó en marzo de 1999 0,5 puntos porcentuales, hasta situarse en el 6,5%.

Al mismo tiempo, los instrumentos negociables incluidos en M3 reanudaron la tendencia a la baja observada desde octubre de 1998. En términos interanuales, estos instrumentos disminuyeron un 3,6% en marzo de 1999, después de

una ralentización temporal de su ritmo de contracción en febrero de 1999. Probablemente, la continua reducción de este componente de M3 refleja, sobre todo, el nivel, bajo y decreciente, de los tipos de interés de mercado a corto plazo en la zona del euro. Esta reducción vino asociada, por un lado, a la disminución de los diferenciales respecto al rendimiento de los depósitos a corto plazo y, por otro, al diferencial cada vez más negativo frente al rendimiento de inversiones alternativas en los mercados de renta fija y variable. El incremento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario y en valores del mercado monetario disminuyó desde el 11,9% en febrero de 1999 hasta el 9,2% en marzo de 1999; el saldo vivo de cesiones temporales y el de valores de renta fija emitidos con vencimiento de hasta dos años mostraron en marzo de 1999 reducciones interanuales del 16,4% y del 18,7%, respectivamente.

Gráfico 2
Agregados monetarios en la zona del euro
(tasas interanuales de variación)



Fuente: BCE.

1) Media móvil de tres términos centrada.

Continuó el fuerte crecimiento del crédito al sector privado

En el activo del balance consolidado del sector de IFM, la tasa de crecimiento interanual del crédito total a residentes de la zona del euro permaneció estable en torno al 7,5% en marzo de 1999. El crédito a las Administraciones Públicas siguió siendo moderado, con una tasa de crecimiento interanual que ha caído desde el 2,2% hasta el 1,7%. Esta evolución contrastó con el vigoroso ritmo de crecimiento del crédito al sector privado, cuya tasa de crecimiento interanual fue del 9,7% en marzo, en comparación con el 9,5% registrado en febrero.

La rápida expansión del crédito a las familias y empresas está claramente relacionada con la disminución de los tipos de interés de los préstamos bancarios, que han alcanzado niveles muy bajos en los últimos meses. En algunas zonas del área del euro, esta disminución vino asociada con un aumento considerable de los precios inmobiliarios, lo que puede haber aumentado el valor nominal de los préstamos hipotecarios. Además, en la situación actual, la composición nacional de la demanda interna —incluyendo la variación de existencias— puede estar estimulando el crecimiento del crédito. Otras influencias específicas de cada país dignas de mención son los cambios de finales de año en la normativa fiscal y la necesidad de financiar fusiones y adquisiciones. Además, el crédito al sector privado puede haber estado relacionado con las inversiones en el extranjero de los residentes en el área del euro, ya que los datos de balanza de pagos de la zona del euro, de reciente publicación, muestran un flujo neto de salida de capitales de la zona del euro.

Entre las otras contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a largo plazo del sector de IFM aumentó ligeramente hasta el 3,9% en marzo, desde el 3,7% correspondiente a febrero. Los valores de renta fija emitidos con vencimiento a más de dos años crecieron a una tasa anual relativamente alta, pero, en general, estable, del 7%. En contraste, los residentes de la zona del euro siguieron mostrando una baja propensión

al mantenimiento de depósitos con vencimiento a más de dos años, situándose la tasa interanual de crecimiento de estos depósitos en solo el 1,6% en marzo (en comparación con el 1,4% correspondiente a febrero).

La posición neta de los activos exteriores del sector de IFM de la zona del euro mejoró en 24 mm de euros entre finales de febrero y finales de marzo de 1999. Esto constituye una corrección parcial del deterioro de los activos exteriores netos del mes anterior. Sin embargo, en comparación con marzo de 1998, la posición neta de los activos exteriores de las IFM se deterioró en 131 mm de euros. Esta evolución y la evidencia proveniente de los datos de la balanza de pagos de la zona del euro para 1998 y para el período de enero a febrero de 1999 (véase más adelante el epígrafe sobre "Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos") es coherente con una salida neta de fondos proveniente de las transacciones financieras realizadas entre los residentes de la zona del euro que no son IFM y otros agentes de fuera de la zona del euro.

Notable disminución de los tipos de interés del mercado monetario

Durante el mes de abril, la estructura de tipos de interés del mercado monetario vino determinada por la decisión tomada por el Consejo de Gobierno el 8 de abril de 1999 de reducir los tipos de interés de sus operaciones principales de financiación del 3% al 2,5%, a partir de la operación que habría de liquidarse el 14 de abril de 1999. Mientras que el tipo de interés a un día, medido por el EONIA ("índice medio del tipo del euro a un día"), se situaba ligeramente por debajo del 3% durante los primeros días de abril de 1999, el tipo de interés a un día disminuyó progresivamente hasta el nuevo tipo del 2,5% aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema durante la semana que siguió a la decisión del 8 de abril sobre tipos de interés (véase gráfico 1). Hacia el final del tercer período de mantenimiento de reservas (que abarcaba del 24 de marzo al 23 de abril), los tipos de interés a un día se mantuvieron alrededor del 2,5%, con la excepción del último

día de dicho período, en que alcanzó el 2,93%, reflejando un aumento de demanda de liquidez por parte del sistema bancario que tenía por objeto el cumplimiento de la exigencia de reser-

vas mínimas (véanse gráfico 3 y recuadro 1). Durante los primeros días del cuarto período de mantenimiento, el índice EONIA se situó de nuevo en torno al tipo principal de financiación.

Recuadro 1

Operaciones de política monetaria y condiciones de liquidez en el tercer período de mantenimiento

El presente recuadro examina las operaciones de política monetaria del Eurosistema y la evolución de la situación de liquidez del sistema bancario durante el tercer período de mantenimiento, comprendido entre el 24 de marzo y el 23 de abril de 1999. El artículo del presente Boletín mensual titulado "El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación" presenta un estudio más detallado que se centra en los resultados de los tres primeros períodos de mantenimiento desde el inicio de la tercera fase de la UEM.

Operaciones de mercado abierto

El Eurosistema realizó cuatro operaciones principales de financiación y una operación de financiación a más largo plazo durante el tercer período de mantenimiento. Todas las operaciones principales de financiación siguieron realizándose como subastas a tipo fijo. En un contexto de crecientes expectativas de reducción del tipo de interés por parte del BCE, el volumen de solicitudes presentadas por las entidades de contrapartida se redujo considerablemente en las dos primeras operaciones principales de financiación, que se realizaron a un tipo del 3%. La cuantía total de las solicitudes presentadas en estas operaciones fue de 118,7 mm de euros el 30 de marzo y de 67,4 mm de euros el 6 de abril, y el número de entidades de contrapartida fue de 403 y 302, respectivamente (en comparación con una cuantía media de solicitudes por valor de 720 mm de euros y un número medio de entidades de contrapartida de alrededor de 920 en los dos primeros períodos de mantenimiento). Los porcentajes de adjudicación resultantes fueron del 32,9% y el 100%, respectivamente. Además, en el caso de la última de estas dos operaciones, la cantidad adjudicada quedó por debajo de la liquidez necesaria para que las entidades de crédito cumplieren adecuadamente sus exigencias de reservas, lo que provocó que las tenencias agregadas de reservas de las entidades de contrapartida en los días siguientes a la liquidación de la operación se situasen considerablemente por debajo de la media exigida. Después de que el Consejo de Gobierno decidiese reducir los tipos de interés el 8 de abril, el Eurosistema realizó dos operaciones principales de financiación, que se ejecutaron mediante subastas a un tipo fijo del 2,5%. Como consecuencia de la reducida cantidad adjudicada en la operación precedente, en el momento de la liquidación de la operación principal de financiación del 13 de abril se había acumulado un considerable déficit de liquidez. En este contexto, la cuantía total de las solicitudes presentadas aumentó considerablemente hasta los 781,7 mm de euros y el porcentaje de adjudicación cayó hasta el 8,6%, mientras que el número de entidades de contrapartida participantes en las operaciones aumentó de nuevo hasta las 841. La última operación principal de financiación del período de mantenimiento se realizó en condiciones de liquidez más equilibradas. La cuantía de las solicitudes presentadas alcanzó los 612 mm de euros y el volumen adjudicado fue de 50,0 mm de euros (es decir, un porcentaje de adjudicación del 8,2%).

En la operación de financiación a más largo plazo realizada el 24 de marzo de 1999, se utilizó por primera vez desde el inicio de la tercera fase de la UEM el procedimiento de subasta a tipo múltiple. El volumen preanunciado de liquidez que se iba a adjudicar fue de 15 mm de euros, y el tipo de interés marginal resultante fue el 2,97%, dejando sin cambios en 45 mm de euros el saldo vivo de las operaciones de financiación a más largo plazo (véase el cuadro adjunto). El número de entidades de contrapartida que participaron en esta operación fue de 269, en comparación con las 417 que participaron en la operación previa de financiación a más largo plazo, que se realizó utilizando el procedimiento de adjudicación a un tipo único.

Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período de mantenimiento comprendido entre el 24 de marzo y el 23 de abril de 1999.

	<i>Inyección de liquidez</i>	<i>Drenaje de liquidez</i>	<i>Contribuciones netas</i>
(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema	175,8	0,3	+ 175,5
Operaciones principales de financiación	130,1	-	+ 130,1
Operaciones de financiación a más largo plazo	45,0	-	+ 45,0
Facilidades permanentes	0,7	0,3	+ 0,4
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0
(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario	338,4	412,8	- 74,4
Billetes en circulación	-	331,0	- 331,0
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	42,9	- 42,9
Activos exteriores netos (incluyendo el oro)	338,4	-	+ 338,4
Otros factores (netos)	-	38,9	- 38,9
(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) - (b)			101,1
(d) Reservas mínimas exigidas			100,1

Utilización de las facilidades permanentes

En comparación con el período de mantenimiento anterior, la utilización media de la facilidad de depósito disminuyó considerablemente, desde una media diaria de 1,4 mm de euros hasta tan solo 0,3 mm. La utilización de la facilidad marginal de crédito aumentó ligeramente, desde una media diaria de 0,4 mm de euros hasta 0,7 mm. Sin embargo, una parte considerable del recurso a la facilidad marginal de crédito (5,6 mm de euros), se produjo en el último día del período y reflejó la necesidad de fondos adicionales que tuvieron algunas entidades de crédito para cubrir sus exigencias de reservas (véanse los gráficos adjuntos).

Factores de liquidez que no están relacionados con la política monetaria

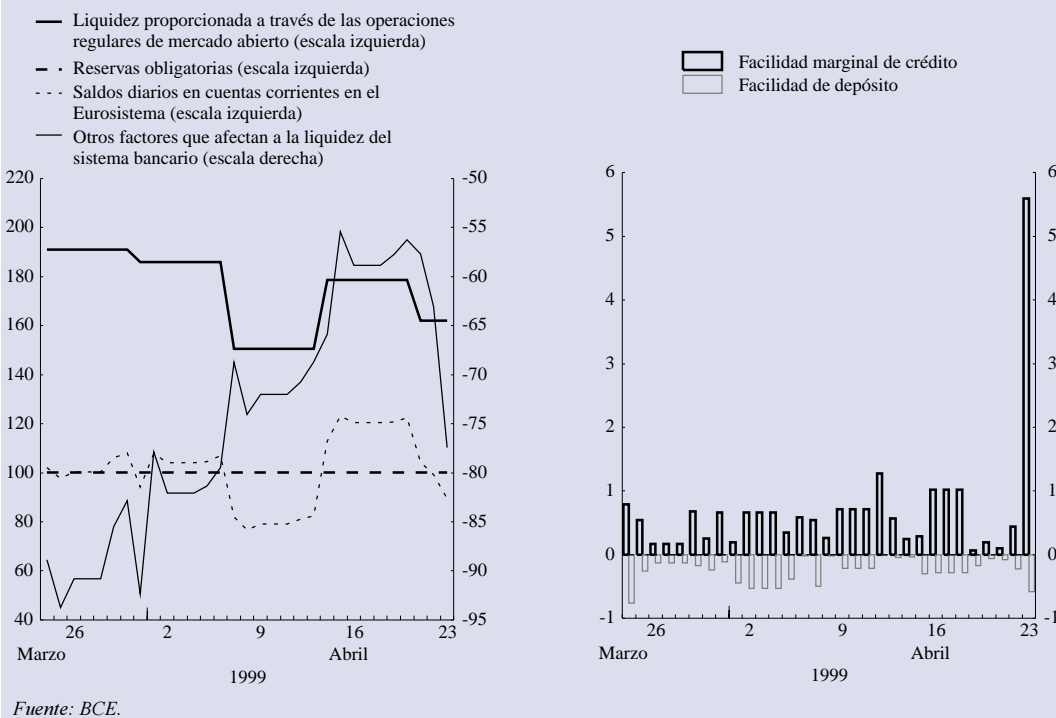
El efecto conjunto de otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario (epígrafe (b) del cuadro anterior) —los denominados "factores autónomos"— fue de -74,4 mm de euros por término medio, donde el signo negativo indica que, en términos netos, estos factores drenaron liquidez. Dicha cuantía fue, en términos absolutos, 3,8 mm de euros menor que la correspondiente al período anterior de mantenimiento de reservas. El conjunto de los factores autónomos fluctuó entre -55 mm de euros y -93,7 mm, siendo la rúbrica más volátil los saldos de las cuentas de las AAPP en los bancos centrales, que se situaron entre los 31,5 y los 63,6 mm de euros. Reflejando la estructura estacional normal, durante los últimos días de marzo y primeros de abril, la cantidad de billetes en circulación alcanzó un máximo de 335,4 mm de euros, relacionado con la Semana Santa.

Saldos de las entidades de contrapartida en cuentas corrientes

Durante el tercer período de mantenimiento, los saldos medios en cuenta corriente fueron de 101,1 mm de euros y las reservas mínimas exigidas alcanzaron los 100,1 mm de euros. En comparación con el segundo período de mantenimiento, la diferencia entre los saldos medios en cuentas corrientes y las exigencias de reservas disminuyó desde los 1,6 mm de euros hasta los 1,0 mm. Las tenencias en cuentas corrientes de las entidades de contrapartida que no tienen obligación de mantener reservas mínimas disminuyeron desde los 0,7 mm de euros hasta los 0,4 mm, y el exceso de tenencias de reservas de las entidades de contrapartida sujetas a exigencias de reservas disminuyó desde los 0,9 mm de euros hasta los 0,6 mm (véanse las páginas 14, 15 y 16 del Boletín mensual del BCE de abril de 1999, para un análisis detallado de las causas de las diferencias entre el saldo de cuentas corrientes y las reservas mínimas exigidas).

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

(mm de euros; datos diarios)



El tipo de interés EURIBOR a tres meses cayó casi 40 puntos básicos entre finales de marzo y el 5 de mayo (la fecha de cierre para los datos de los mercados financieros contenidos en el presente número del Boletín mensual), fecha en la que se situó en torno al 2,6%. La reducción de los tipos de interés de mercado a corto plazo en la zona del euro vino determinada por la decisión del Consejo de Gobierno de reducir el tipo principal de financiación en 50 puntos básicos, adoptada el 8 de abril. Entre finales de marzo y el 8 de abril de 1999, el EURIBOR a tres meses había disminuido en 7 puntos básicos, reflejando la anticipación por parte del mercado de la decisión de reducir los tipos de interés del BCE. El EURIBOR a tres meses disminuyó después 24 puntos básicos el 9 de abril, a raíz del anuncio de la decisión tomada. El hecho de que la respuesta inmediata del tipo de interés a tres meses fuese tan pronunciada indica que el recorte del tipo principal de financiación fue anticipado por el mercado tan solo parcialmente.

El mercado de futuros en euros presentó una evolución similar. El 8 de abril, antes del anuncio

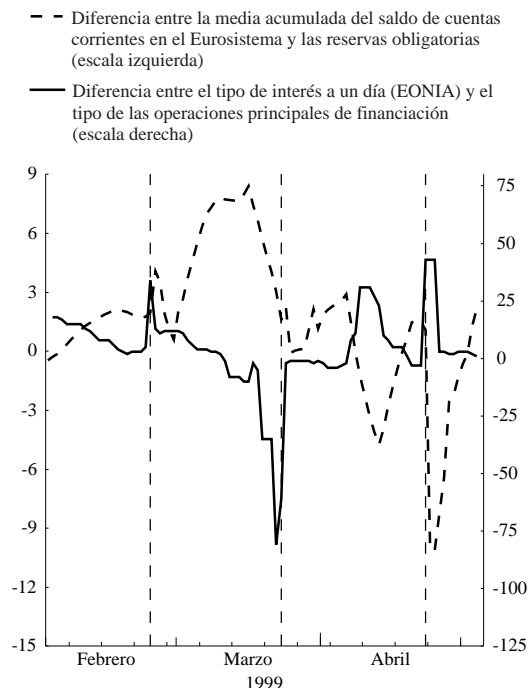
de la reducción de los tipos de interés del BCE, el tipo de interés EURIBOR a tres meses que estaba implícito en los contratos de futuros en euros para entrega en junio y septiembre de 1999, se situó por debajo del tipo de interés al contado a tres meses entonces vigente. Inmediatamente después del anuncio de las decisiones de política monetaria del Eurosistema, el tipo de interés a tres meses de los contratos de futuros en euros, para entrega a finales de abril, junio y septiembre de 1999, disminuyó en 24, 17 y 13 puntos básicos, respectivamente. Esto contribuyó a aplanar considerablemente la curva de rendimientos en el corto plazo. En los días comprendidos entre el 9 de abril y el 5 de mayo, los tipos de interés a tres meses disminuyeron un poco más, en correspondencia con la mencionada estabilización del tipo de interés a un día en niveles cercanos al tipo de las operaciones principales de financiación.

El tipo de los depósitos interbancarios con vencimiento a 12 meses disminuyó paralelamente con los tipos de interés al contado y a futuro del mercado monetario, pero se estabilizó a un nivel

Gráfico 3

Liquidez del sistema bancario y diferencial entre el tipo de interés a un día y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: Diferencia entre el tipo de interés a un día (EONIA) y el tipo de las operaciones principales de financiación en puntos básicos. Se considera que los cambios en el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se producen el primer día hábil posterior a la fecha en que se anunciaron. Las líneas verticales discontinuas indican el final de un periodo de mantenimiento de reservas.

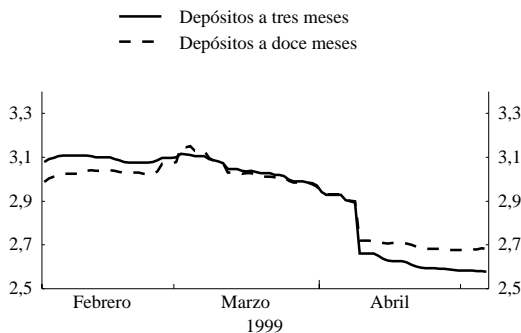
ligeramente más alto que el del tipo de interés a tres meses (véase gráfico 4). Esto reflejó el hecho de que la curva de rendimientos del mercado monetario era casi plana para vencimientos de hasta siete meses, pero crecía moderadamente para vencimientos más largos.

En lo que se refiere al tipo de interés de futuros a tres meses, hay que destacar que el tipo de interés de los contratos para entrega a finales de diciembre de 1999 (que, el 5 de mayo, era del 2,82%) se situó, no solo por encima de los de vencimientos más cortos, sino también por encima del tipo de los contratos de futuros para entrega en marzo del

Gráfico 4

Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: EURIBOR a tres y doce meses.

año 2000. Una explicación plausible de esta anomalía es que el problema del milenio en los sistemas informáticos es percibido por los participantes del mercado como potencialmente capaz de interrumpir el flujo de liquidez del mercado monetario a finales de este año.

El 29 de abril el Eurosistema liquidó su operación de financiación mensual a más largo plazo. Esta operación se realizó en forma de subasta a tipo variable utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo múltiple. El tipo medio ponderado de esta operación fue el 2,54%, mientras que el tipo marginal de adjudicación fue el 2,53%. Puesto que el volumen adjudicado fue preanunciado, estos tipos de interés reflejaban las condiciones del mercado en el momento de realizarse la operación y no deberían considerarse como una señal de política monetaria. Como se ha observado también en el pasado, los tipos fueron ligeramente más bajos que el tipo de interés EURIBOR a tres meses prevaleciente en la fecha de ejecución de la operación. Esto puede atribuirse al hecho de que la oferta de liquidez está garantizada en las operaciones de financiación del Eurosistema, mientras que las transacciones en EURIBOR se realizan sin garantías y puede, por tanto, suponerse que incorporan una prima de riesgo más alta.

Los tipos de interés a largo plazo disminuyeron en abril

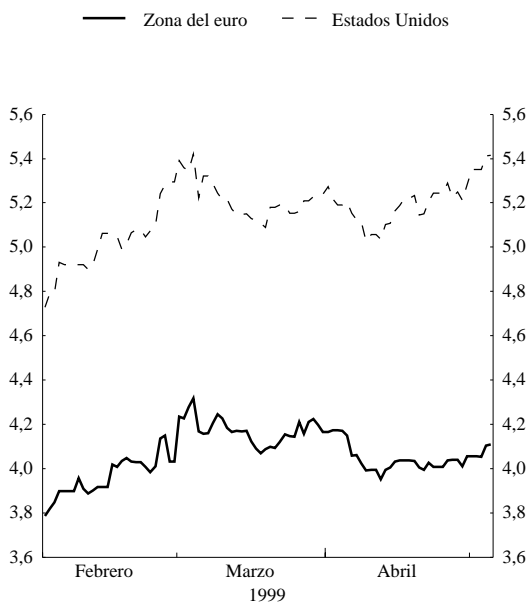
En los mercados de capitales de la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años registró una caída cercana a los 15 puntos básicos durante el período comprendido entre finales de marzo y el 30 de abril, hasta alcanzar el 4,06% (véase gráfico 5). Este nivel se aproximó al observado hacia finales de 1998, aunque se situó aún ligeramente por encima de los mínimos registrados a comienzos de 1999. El descenso casi continuado del rendimiento de los bonos en la zona del euro durante el mes de abril reflejó inicialmente las crecientes expectativas de un recorte de los tipos de interés del BCE a comienzo de mes. Posteriormente, el hecho de que la reducción de los tipos de interés del BCE resultara ser mayor que la esperada por los participantes en los mercados, junto con la publicación de algunos indicadores económicos de la zona del euro, contribuyó a que el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentara una ligera disminución adicional. En comparación con los primeros meses de 1999, la evolución general de los mercados de renta fija de la zona del euro durante el mes de abril pareció reflejar, fundamentalmente, la influencia de factores nacionales, mientras que los factores internacionales desempeñaron un papel, en gran medida, inocuo. Como consecuencia, durante el mes de abril, la evolución de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro se separó algo de la de Estados Unidos. Dado que, en este país, el rendimiento de los bonos a largo plazo se mantuvo, en general, estable durante la mayor parte del mes, el descenso del rendimiento de los bonos en la zona del euro se reflejó en una ampliación del diferencial entre el rendimiento de los bonos norteamericanos a diez años y rendimientos similares en la zona del euro.

Las caídas de los tipos de interés a largo plazo observadas en la zona del euro durante el mes de abril parecen haber reflejado más una disminución de los tipos de interés reales que un cambio en la percepción de la evolución a largo plazo de los precios. Una indicación de esto es que, durante el mes de abril, el nivel de los tipos de interés reales a diez años que se extraen de los bonos franceses indicados

Gráfico 5

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, datos nacionales y Reuters.

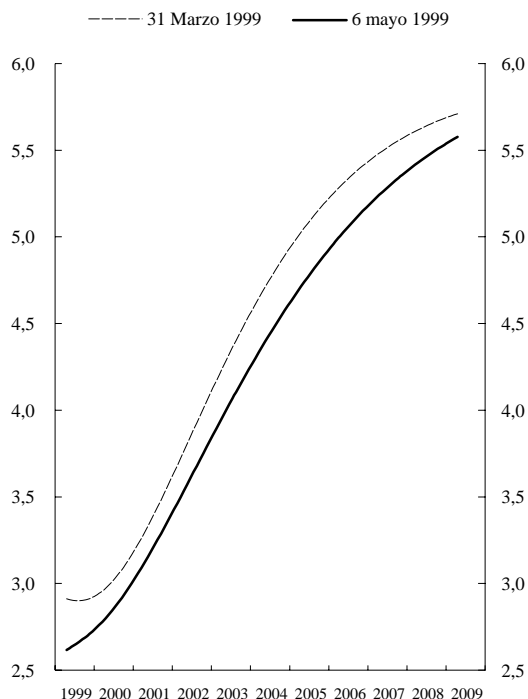
Nota: Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se refieren a bonos a 10 años o al vencimiento más próximo a este.

con la inflación cayó en una cuantía similar a la reducción de los tipos de interés nominales con un vencimiento similar. Esto tiende a sugerir que las expectativas de los mercados financieros sobre las perspectivas a largo plazo de la evolución de los precios pudieron no haber cambiado significativamente durante el mes de abril. Las revisiones a la baja de las tasas de crecimiento de M3 de los meses anteriores y la estabilidad del crecimiento de M3 durante el mes de marzo pudieron sustentar la percepción de los mercados de que las perspectivas a largo plazo de la evolución de los precios seguían siendo favorables. Además, el ligero incremento del IAPC de la zona del euro, registrado en marzo de 1999, apenas tuvo influencia en los mercados de renta fija de la zona del euro, como habían previsto, en gran medida, los participantes en los mercados financieros. A la luz de esta evolución de los mercados de renta fija de la zona del euro, la curva de rendimientos de la zona, medida mediante la utilización de los tipos interbancarios y de los tipos de los swaps denominados en euros, se desplazó a la baja para todos los plazos (véase gráfico 6).

Gráfico 6

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE. La curva de tipos forward, que se deriva de la estructura de tipos de interés de mercado observada, recoge las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipo forward se explica en la página 31 del Boletín mensual correspondiente al mes de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos swap.

En resumen, la evolución de los mercados de renta fija de la zona del euro, junto con la evolución de los tipos de interés a corto plazo, indica que los mercados financieros esperan que el nivel de los tipos de interés a corto plazo permanezca bajo en lo que resta de 1999. Al mismo tiempo, el recorte de los tipos de interés del BCE no pareció cambiar las perspectivas favorables para la estabilidad de precios en el largo plazo.

Como se ha mencionado anteriormente, la evolución de Estados Unidos apenas influyó en el rendimiento de los bonos de la zona del euro durante el mes de abril. Los niveles de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos continuaron siendo, básicamente, estables durante gran parte del mes, reflejando la percepción del

mercado de que la economía norteamericana podría seguir creciendo a un ritmo rápido sin generar presiones inflacionistas significativas. A finales de abril de 1999, sin embargo, la información sobre las cuentas nacionales para el primer trimestre de 1999 modificó esta percepción e introdujo presiones alcistas en los tipos de interés a largo plazo. Este hecho pudo afectar a los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro, que se situaron ligeramente por encima del 4,1% a comienzos de mayo. Al mismo tiempo, la caída del rendimiento de los bonos japoneses a largo plazo cercana a 25 puntos básicos, registrada entre el 30 de marzo y el 5 de mayo de 1999, pudo contribuir a la bajada de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro. El descenso de los tipos de interés a largo plazo de Japón se produjo en un contexto en el que no había indicios de presiones inflacionistas.

Aumento de las cotizaciones bursátiles

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice *EURO STOXX Dow Jones* amplio, subieron en torno a un 4% durante el período comprendido entre finales de marzo y el 5 de mayo de 1999 (véase gráfico 7). Este incremento situó las cotizaciones bursátiles de la zona del euro un 7% por encima del nivel registrado a finales de 1998. Sin embargo, se mantuvieron alrededor de un 4% por debajo de la cota máxima alcanzada a mediados de julio de 1998, inmediatamente antes de que los mercados de renta variable mundiales experimentaran descensos significativos. La evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro durante abril de 1999 reflejó el clima alcista de los mercados de renta variable internacionales, así como factores nacionales.

En Estados Unidos, a pesar de cierta volatilidad durante el mes de abril, el índice *Standard & Poor's 500* registró una subida de casi un 5% durante el período comprendido entre finales de marzo y el 5 de mayo. La fortaleza continuada del mercado de renta variable en Estados Unidos durante abril y primeros de mayo pareció estar relacionada, fundamentalmente, con el ininterrumpido y sólido crecimiento de la economía norteamericana, que quedó reflejado en el fuer-

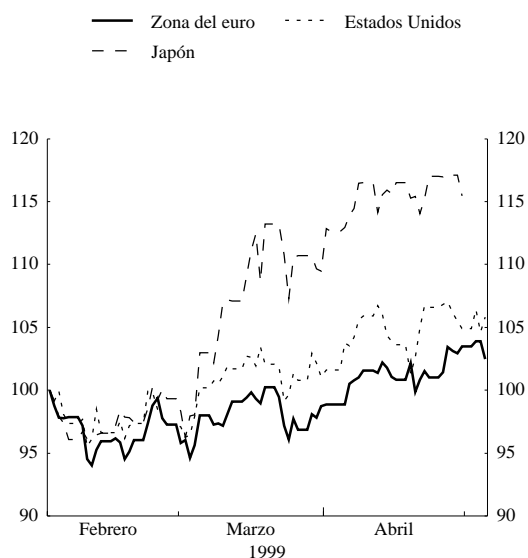
te crecimiento de los beneficios empresariales durante el primer trimestre de 1999. En Japón, tras el considerable incremento observado en marzo de 1999, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice *Nikkei 225*, registraron una subida superior al 5% durante el período comprendido entre finales de marzo y el 30 de abril (el mercado bursátil japonés se cerró a primeros de mayo). El descenso de los tipos de interés japoneses a largo plazo pareció desempeñar un papel importante en la subida adicional de las cotizaciones bursátiles registrada en abril, si bien esta subida pudo reflejar, también, un cambio en el sentimiento del mercado respecto de la posibilidad de una recuperación futura del ritmo de actividad económica.

La evolución de los mercados bursátiles internacionales proporcionó un entorno favorable a los mercados de renta variable de la zona del euro, mientras que la situación en Kosovo pudo ejercer una influencia contraria. Entre los factores nacionales que desempeñaron un papel importante en la evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se encuentra el descenso del rendimiento de los bonos a largo plazo durante el mes de abril. Además, como ha sucedido durante la mayor parte de 1999, las expectativas de que la tendencia a las fusiones en determinados sectores supondría una influencia favorable sobre los beneficios empresariales también parecieron apoyar la subida de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro. Por último, las expectativas de los mercados financieros sobre las perspectivas de crecimiento futuro de las exportaciones y de los beneficios empresariales en algunos sectores de la economía parecen haber mejorado, lo que se ve reflejado, en concreto, en el comportamiento relativamente fuerte del índice *EURO STOXX*

Gráfico 7

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

(1 febrero 1999=100; datos diarios)



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

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

50 Dow Jones. Este índice se compone de grandes empresas diversificadas internacionalmente, cuyos beneficios suelen ser más sensibles al entorno internacional y a los cambios en los tipos de cambio que los de las empresas más pequeñas. Este índice registró un aumento superior al 4% durante el período comprendido entre finales de marzo y el 5 de mayo y, en contraposición con el índice más amplio, el 5 de mayo se mantuvo por encima de los niveles máximos observados a mediados de julio de 1998, tras una subida superior al 11% desde finales de 1998.

2 Evolución de precios

La tasa de variación de los precios de consumo aumenta debido a los precios del petróleo

La tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro se situó en el 1,0% en marzo de 1999, frente al 0,8% registrado en los cuatro meses anteriores. Como era de esperar, este aumento se debió, principalmente, a la evolución de los precios energéticos, que reflejó la recuperación del precio del petróleo en los mercados mundiales, desde 9,5 euros por barril, en febrero, a 11,8 euros por barril, en marzo. Mientras que en marzo de 1999 los precios energéticos seguían siendo inferiores en un 2,8% a los del año anterior, ya habían comenzado a subir de forma clara a partir de febrero, mes en el que se situaron un 4,3% por debajo del nivel del año anterior (véase gráfico 8). En abril, el precio del petróleo en los mercados mundiales aumentó aún más, hasta alcanzar los 14,4 euros por barril, lo que, probablemente, tendrá un efecto alcista adicional sobre el componente energético del IAPC para el conjunto de la zona del euro. El precio de consumo de la energía también se verá afectado por el aumento introducido en abril de 1999 en los impuestos sobre la energía en Alemania. No obstante, en su impacto sobre el IAPC, se espera que este efecto alcista se vea ampliamente contrarrestado en los meses siguientes por la desaparición del efecto generado por la subida del IVA alemán de abril del pasado año.

En marzo de 1999, la tasa interanual de los precios de los alimentos se mantuvo en el 1,4%. La subida ligeramente mayor del precio de los alimentos no elaborados (1,7% en marzo, frente al 1,5% de febrero) se vio compensada por el incremento algo inferior del precio de los alimentos elaborados (1,2%, frente al 1,3%). La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados ha aumentado considerablemente desde noviembre de 1998, mes en el que se situó en el 0,6%, debido a los precios de las frutas y verduras. No obstante, esto no es inusual, dado que los precios de los alimentos no elaborados son, junto con los precios energéticos, los componentes más variables del IAPC.

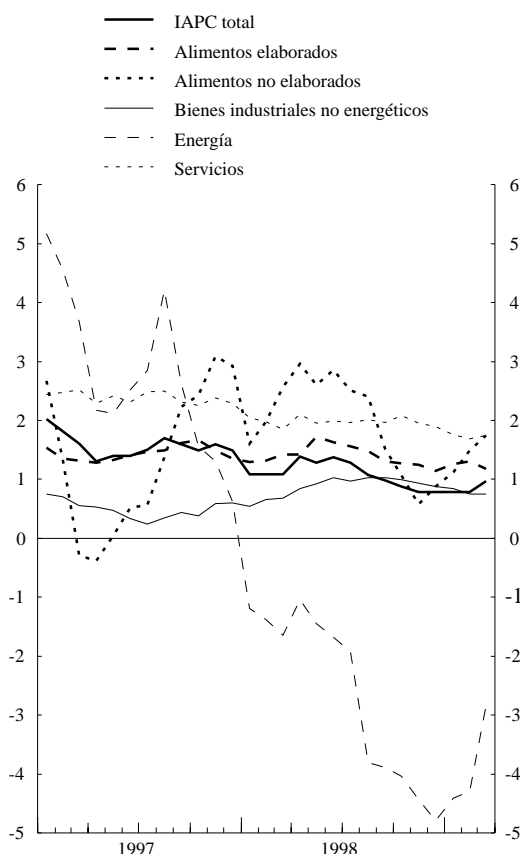
Centrándose en el resto de los componentes del IAPC, menos variables, por lo general, las tasas interanuales de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se mantuvieron sin alterar, de febrero a marzo, en el 0,7% y 1,7%, respectivamente. Estos últimos datos confirman la tendencia observada durante 1998 de unas tasas de variación generalmente estables o ligeramente decrecientes para estos componentes, que representan dos tercios y, por lo tanto, el grueso del IAPC total.

En términos de los otros índices de precios, tampoco hay indicaciones de una tendencia generalizada al alza. No obstante, sería de esperar que el cambio de tendencia observado en los últimos meses en el precio del petróleo y de otras mate-

Gráfico 8

IAPC en la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas interanuales de variación; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

rias primas afectara lentamente a su evolución durante el transcurso de 1999. Por lo tanto, si bien los precios industriales continuaron cayendo un 2,7% en febrero de 1999, al igual que en enero, este descenso podría experimentar una desaceleración en el futuro próximo. Puede que la principal contribución venga de la evolución de los precios de la industria de bienes intermedios, en donde los precios industriales se vieron influidos significativamente por la fuerte caída de los precios de los bienes no energéticos en los mercados mundiales durante 1998.

Por último, Eurostat ha publicado, para el cuarto trimestre de 1998, unas primeras estimaciones de un nuevo indicador de costes laborales por hora, que se basa en datos nacionales y que es una medida del coste por hora del factor trabajo. Estos datos muestran una reducción en la tasa de variación interanual de los costes labora-

les por hora en el conjunto de la economía (excluida la agricultura, la educación y la sanidad), pasando del 1,7%, registrado en el tercer trimestre, al 1,1%, observado en el cuarto trimestre de 1998, y confirmando, así, una evolución moderada hasta finales de 1998. A la luz de los recientes acuerdos salariales y del hecho de que los efectos de la reforma fiscal italiana de 1998 hayan terminado, cabría esperar, sin embargo, que la tasa de crecimiento de los costes laborales aumentara algo durante 1999.

En conjunto, los datos recientes sobre la evolución de los precios están, por lo general, en línea con las expectativas anteriores de que se produjera una subida en la tasa de variación interanual del IAPC, como reflejo, principalmente, de la recuperación de los precios del petróleo y de materias primas no energéticas. Esta tendencia podría ponerse de mani-

Cuadro I

Evolución de precios y costes en la zona del euro

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

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1999	1999	1999	1999
				II	III	IV	I	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.
Índice armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes													
Índice general del cual:	2,2	1,6	1,1	1,3	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	.
Bienes	1,8	1,1	0,6	1,0	0,7	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,5	.
Alimentos	1,9	1,4	1,6	2,1	1,7	1,1	1,3	1,0	1,0	1,2	1,4	1,4	.
Alimentos elaborados	1,9	1,4	1,4	1,6	1,4	1,2	1,2	1,2	1,1	1,3	1,3	1,2	.
Alimentos no elaborados	1,8	1,4	2,0	2,8	2,1	0,8	1,4	0,6	0,9	1,1	1,5	1,7	.
Bienes industriales	1,8	1,0	0,1	0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	0,0	.
Bienes indust. no energéticos	1,6	0,5	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	.
Energía	2,6	2,8	-2,6	-1,4	-3,2	-4,4	-3,8	-4,4	-4,8	-4,4	-4,3	-2,8	.
Servicios	2,9	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	1,7	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	.
Otros indicadores de precios y costes													
Precios industriales ¹⁾	0,4	1,1	-0,8	-0,2	-1,3	-2,3	.	-2,4	-2,6	-2,7	-2,7	.	.
Costes laborales unitarios ²⁾	1,8	0,4	.	-0,6	-0,6	.	.	.	.	.	.	.	.
Productividad del trabajo ²⁾	1,6	2,3	.	1,8	1,8	.	.	.	.	.	.	.	.
Remuneración por asalariado ²⁾	3,4	2,6	.	1,2	1,3	.	.	.	.	.	.	.	.
Costes laborales por hora ³⁾	2,8	2,3	1,4	1,6	1,7	1,1	.	.	.	.	.	.	.
Precios del petróleo (EUR/barril) ⁴⁾	15,9	17,1	12,0	12,8	11,7	10,0	10,3	10,2	8,8	9,5	9,4	11,8	14,4
Precios materias primas ⁵⁾	-6,9	13,0	-12,5	-10,7	-18,2	-20,5	-16,0	-18,4	-19,4	-17,2	-16,1	-14,7	-12,6

Fuentes: Eurostat, datos nacionales, HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburg) y estimaciones del BCE.

1) Excluida la construcción.

2) Total de la economía.

3) Total de la economía (excluidas la agricultura, la educación y la sanidad).

4) Brent (para entrega dentro de un mes). ECU hasta diciembre de 1998.

5) Excluida la energía. En euros; ECU hasta diciembre de 1998.

fiesto, también, en otros índices de precios, tales como los precios industriales, al aparecer nuevos datos en los próximos meses, y podría ser predominante en el futuro próximo. No obstante, sobre la base de la información actual, esta tendencia no parece modificar las expectativas de una continuación de la evolución moderada

de los componentes no energéticos del IAPC, que suelen estar directamente menos afectados por los cambios de los precios de esta naturaleza. Por consiguiente, se espera que el IAPC se mantenga en línea con la definición de estabilidad de precios del Eurosistema a corto y medio plazo.

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

Los datos de la contabilidad nacional para la zona del euro se basarán en el futuro próximo en el Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95). Estos datos incluirán datos históricos revisados para una serie de años anteriores. Los pocos datos nacionales que ya están disponibles en esta base sugieren que podrían producirse cambios significativos tanto a nivel histórico como en la tasa de crecimiento del PIB de la zona del euro, debido a la utilización del nuevo marco estadístico. Si bien estas revisiones podrían afectar a los resultados para los años anteriores a 1999, no está claro aún si afectarán también a las pautas trimestrales observadas en el pasado más reciente, en particular, al año 1998. Por ahora, los últimos datos revisados de Eurostat (fechados el 12 de abril de 1999) confirman el panorama de un menor crecimiento hacia final del año, debido, en gran medida, a la disminución del comercio neto, mientras que el consumo privado es el que ha sostenido, fundamentalmente, la actividad productiva (véase cuadro 2).

La desaceleración de la actividad productiva se extiende a los primeros dos meses de 1999

A falta de datos del PIB para el primer trimestre de 1999, la atención se ha centrado en otros datos de producción industrial, que están disponibles hasta febrero de 1999 (véase cuadro 3). Las cifras para enero y febrero se han publicado con posterioridad a la publicación del último Boletín mensual del BCE, pero hay que destacar que los datos para los últimos meses se basan, fundamentalmente, en estimaciones.

Las cifras publicadas por Eurostat apenas proporcionan indicaciones sobre un cambio de tendencia en la producción a comienzos de año. Medida sobre la base de medias móviles de tres meses, con el fin de tener en cuenta la variabilidad de las estadísticas de producción industrial, la producción, excluida la construcción, durante el período comprendido entre diciembre de 1998 y febrero de 1999, fue un 0,8% inferior que en los tres meses anteriores (es decir, el

Cuadro 2

Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	1996	1997	1998	1997	1998	1998	1998	1998	1997	1998	1998	1998	1998
				IV	I	II	III	IV	IV	I	II	III	IV
Producto interior bruto real	1,7	2,5	2,9	3,1	3,7	2,9	2,8	2,3	0,7	0,8	0,6	0,7	0,2
del cual:													
Demanda nacional	1,1	2,0	3,5	2,7	4,1	3,2	3,7	3,1	1,2	1,6	0,4	0,5	0,6
Consumo privado	2,0	1,6	2,9	2,2	2,7	2,3	3,1	3,2	0,8	0,9	0,5	0,9	0,9
Consumo público	1,2	-0,1	1,1	-0,7	0,9	1,3	1,0	1,1	-0,9	1,7	0,4	-0,2	-0,7
Formación bruta de capital fijo	0,8	2,1	4,0	2,7	5,7	3,2	4,1	3,1	1,2	1,9	-0,8	1,7	0,2
Variación de existencias ³⁾	-0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	0,9	0,7	0,3	0,5	0,4	0,2	-0,4	0,1
Demanda exterior neta ³⁾	0,6	0,5	-0,5	0,5	-0,3	-0,3	-0,8	-0,7	-0,5	-0,7	0,2	0,2	-0,4
Exportaciones ⁴⁾	4,7	9,8	5,4	11,2	10,0	7,8	3,8	0,7	0,9	-0,4	2,4	0,8	-2,1
Importaciones ⁴⁾	3,2	8,9	7,5	10,6	11,8	9,2	6,5	2,8	2,3	1,6	2,1	0,4	-1,2

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

1) Tasas interanuales: tasa de variación sobre el mismo período del año anterior.

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

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

4) Exportaciones e importaciones de bienes y servicios; se incluye el comercio realizado entre los países de la zona del euro. Las cifras de exportaciones e importaciones de Contabilidad Nacional no eliminan el comercio realizado entre los países de la zona del euro. En consecuencia, estos datos no son plenamente comparables con las cifras de la balanza de pagos.

Cuadro 3

Producción industrial en la zona del euro

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

	1997	1998	1998	1999	1999	1998	1999	1999	1998	1998	1998	1998	1999
			Dic.	Ene.	Feb.	Dic.	Ene.	Feb.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.
			intermensuales						medias móviles de 3 términos				
Total industria	3,6	3,6	-0,8	1,8	0,0	-1,2	1,9	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2
Construcción	-1,0	0,3	-1,5	.	.	0,0	.	.	-1,0	-1,1	-1,0	.	.
Total industria excl. construcción	4,3	4,0	-0,8	1,6	-0,2	-0,7	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,4	-0,5	-0,8
Manufacturas <i>por principales destinos económicos</i>	4,8	4,4	-1,3	0,7	-0,8	-1,2	1,5	-0,9	-0,1	-0,4	-1,0	-1,0	-0,8
Bienes intermedios	5,4	3,9	-1,6	0,5	-1,4	-1,2	1,3	-1,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,7
Bienes de equipo	4,8	6,6	1,7	4,1	1,4	-1,6	2,5	-1,4	0,3	0,3	-0,1	-0,2	-0,5
Bienes de consumo	2,6	3,0	-1,1	2,4	0,9	-1,0	1,8	-0,4	-0,3	-0,2	-0,8	-0,6	-0,4
Bienes de consumo duraderos	2,0	6,2	0,7	2,9	0,7	-2,4	1,8	0,0	0,2	0,7	-0,6	-1,6	-2,1
Bienes de consumo no duraderos	2,3	1,2	-1,9	1,3	1,0	-0,3	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

Nota: Tasas interanuales de variación calculadas con datos ajustados del número de días laborables; tasas de variación intermensuales y de medias móviles centradas de tres meses sobre la media correspondiente a los tres meses anteriores calculadas con datos ajustados de estacionalidad y del número de días laborables.

período entre septiembre y noviembre de 1998). En febrero de 1999, la producción descendió, en comparación con el mes anterior y con el mismo mes del año anterior, después de que los datos para enero de 1999 hubieran sugerido una tasa de crecimiento positiva. La producción manufacturera continuó disminuyendo hasta febrero de 1999, cayendo, también, un 0,8% en el período comprendido entre diciembre de 1998 y febrero de 1999, en comparación con los tres meses anteriores, en los que el descenso registrado fue ligeramente inferior a la reducción experimentada en cada uno de los dos períodos de tres meses anteriores. Una desagregación de la producción manufacturera en los principales grupos industriales muestra que la industria de bienes no duraderos ha registrado una tendencia algo menos negativa que las industrias de bienes intermedios y de equipo. La producción de bienes intermedios durante el período de tres meses hasta febrero de 1999 registró un descenso del 0,7%, es decir, más del doble de la reducción observada en el período de tres meses hasta enero de 1999. La producción de la industria de bienes de consumo duraderos es la que ha caído con más intensidad en los últimos meses.

Los datos preliminares para abril de 1999 recogidos en la encuesta sobre utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero, llevada a cabo con una periodicidad trimestral y publicada por la Comisión Europea el 6 de mayo de 1999, se mantuvieron en un 81,9%, la misma cifra que en enero de 1999 (véase cuadro 4). Al calcular las cifras trimestrales como la media de los resultados de dos encuestas sucesivas, aparece un ligero descenso adicional en la utilización de la capacidad productiva durante el primer trimestre de 1999, en comparación con el cuarto trimestre de 1998. Los últimos datos muestran que la disminución acumulada de la utilización de la capacidad productiva desde el segundo trimestre de 1998 —cuando alcanzó un máximo de 83,6%— es de 1,7 puntos porcentuales. Sin embargo, la utilización de la capacidad productiva se mantiene cerca de su media a largo plazo.

Si se toman conjuntamente los datos de las ventas del comercio al por menor de los tres últimos meses (incluido enero), para tener en cuenta la variabilidad a corto plazo de las series, estos apuntan hacia una fortaleza continuada del consumo en la zona del euro. Se calcula que las ventas del comercio al por menor han crecido en torno al 2%, comparadas con los mismos tres meses del año anterior. Además, no se ha

registrado ninguna desaceleración significativa en las cifras recientes de nuevas matriculaciones de automóviles, que subieron ligeramente por encima de un 7% en el año que va hasta el primer trimestre de 1999, es decir, es el tercer trimestre consecutivo en el que el aumento interanual de las matriculaciones de automóviles ha superado el 7%.

Los datos de las encuestas podrían mostrar señales preliminares de mejoría

Desde el *Boletín mensual* del BCE de abril, la Comisión Europea ha publicado los resultados de marzo y de abril de 1999 de sus Encuestas de Coyuntura Industrial y de Consumidores (véase cuadro 4). Para marzo, los resultados de la encuesta de la Comisión Europea no fueron alentadores en términos de las perspectivas de un cambio de tendencia en la actividad, pues mostraron un descenso adicional de la confianza de la industria, situando su indicador en el nivel más bajo desde enero de 1997, y, al mismo tiempo, pusieron de manifiesto una ligera caída de la confianza de los consumidores, que había alcanzado su cota máxima en enero y febrero de 1999. De acuerdo con esta tendencia, también mostraron una reducción en la confianza del sector del comercio al por menor.

Sin embargo, mientras que la confianza de los consumidores disminuyó ligeramente en abril, la confianza de la industria registró un leve aumento (por primera vez desde junio de 1998). La confianza del sector del comercio al por menor también experimentó una mejoría en abril. Examinando con atención las series en las que se basa el indicador de la confianza empresarial, las respuestas a las preguntas de la encuesta sobre la evaluación de la cartera de pedidos sugieren que la situación mejoró ligeramente en abril tanto para las exportaciones como para los pedidos nacionales. Además, las expectativas de producción en los resultados de la encuesta de abril también fueron mejores.

La confianza de la construcción apenas ha aumentado desde que comenzó el año, tras haber crecido de forma acusada desde 1996 a 1998. Sin embargo, la clara mejoría de la confianza en este sector no se refleja en los datos de la construcción real, que todavía no han mostrado señales de un repunte sostenido de la actividad.

En resumen, teniendo en cuenta el estado actual de la información (en el que solo se puede disponer de algunas series con un retraso de varios meses), apenas hay indicios que sugieran que la desaceleración registrada en la economía de la zona del euro se dio por terminada en los dos primeros meses de 1999. No obstante, más recientemente, los indicadores procedentes de las

Cuadro 4
Resultados de la Encuesta de opinión de la CE para la zona del euro

(datos desestacionalizados)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1999	1999	1999	1999
				II	III	IV	I	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.
Índice de clima económico ¹⁾	-2,7	2,5	3,1	4,4	3,0	1,5	0,7	2,0	1,4	1,5	0,8	-0,2	-0,4
Indicador confianza del consumidor ²⁾	-8	-3	7	7	7	10	12	10	11	12	12	11	9
Indicador confianza empresarial ²⁾	-8	4	7	10	7	1	-3	0	-1	-1	-3	-4	-3
Indicador confianza de la construcción ²⁾	-13	-10	4	1	10	8	14	9	9	14	14	14	15
Indicador confianza al por menor ²⁾	-5	-3	4	2	5	3	3	2	2	6	2	0	5
Utiliz. de la capacidad productiva (%) ³⁾	80,3	81,5	83,0	83,6	83,3	82,4	81,9	-	-	81,9	-	-	81,9

Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

1) Tasas interanuales de variación; índice 1985=100.

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

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

Cuadro 5

Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1998	1999	1999	1999
				II	III	IV	I	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.
Total	11,6	11,6	10,9	10,9	10,8	10,6	10,4	10,6	10,6	10,6	10,5	10,4	10,4
Menores de 25 años ¹⁾	23,9	23,1	20,9	21,1	20,7	20,4	20,0	20,5	20,4	20,2	20,2	20,0	19,9
De 25 o más años ²⁾	9,8	9,9	9,4	9,5	9,4	9,2	9,1	9,2	9,2	9,2	9,1	9,1	9,1

Fuente: Eurostat.

1) En 1998 esta categoría representaba un 24,4% del desempleo total.

2) En 1998 esta categoría representaba un 75,6% del desempleo total.

encuestas de la Comisión Europea proporcionaron un apoyo provisional para una estabilización o, incluso, una ligera mejoría en los próximos meses. En concreto, se ha registrado una limitada mejoría en la confianza de la industria, mientras que la ligera reducción en la confianza de los consumidores podría considerarse más como un reflejo del hecho de que dicha confianza está volviendo a los niveles normales, que como una señal de debilitamiento en el crecimiento del consumo. Sin embargo, es demasiado pronto para decir si los datos de las encuestas constituyen una indicación sólida de la estabilización de la actividad. Además, como se mencionó anteriormente, existe la posibilidad de que se lleve a cabo otra revisión de los datos de contabilidad nacional de períodos anteriores, que habrá que examinar con atención.

El desempleo continuó decreciendo gradualmente

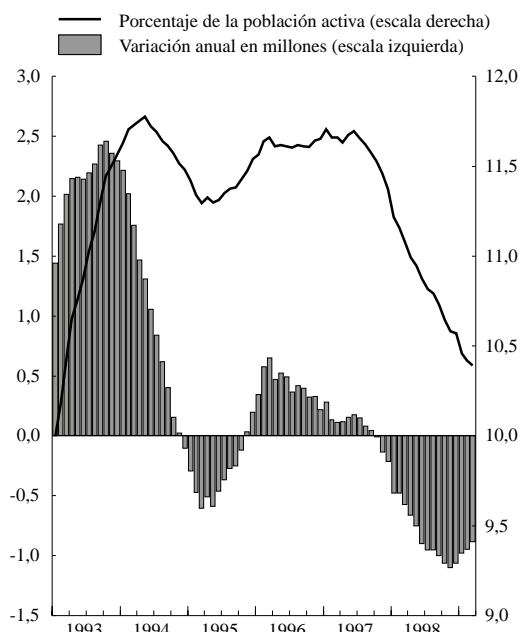
En marzo de 1999, la tasa de paro normalizada se situó en el 10,4%, manteniéndose sin cambios con respecto a la tasa del mes anterior, que había experimentado una revisión a la baja desde el 10,5% (véase cuadro 5). El mantenimiento de la tasa de paro en el mes de marzo se produjo después de los descensos consecutivos en enero y febrero. Sin embargo, cabe señalar que la tasa de desempleo de los mayores de 25 años, que representan cerca de tres cuartas partes del desempleo total, prácticamente se estancó a finales de 1998, indicando que el proceso de reducción del paro no es generalizado. Las cifras nacionales respaldan también esta impresión,

puesto que solo un número limitado de países registró un avance adicional en la reducción de la tasa de paro. Por el contrario, la tasa de desempleo de los menores de 25 años siguió disminuyendo a un ritmo, en general, constante. Esta tendencia podría reflejar una preferencia por parte de los empleadores por contratar a personas de menor edad. Sin embargo, podría reflejar también el impacto de los planes de fomento de empleo en beneficio de grupos específicos, que varios países han puesto en marcha o ampliado recientemente, en especial a favor de los jóvenes.

Gráfico 9

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; series desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 6

Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

	1997	1998	1998				1998				1998		
			I	II	III	IV	I	II	III	IV	Oct.	Nov.	Dic.
Total de la economía ²⁾	0,3	1,3	1,0	1,1	1,4	1,5	0,4	0,4	0,5	0,3	-	-	-
Total de la industria	-1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0
Construcción	-0,5	-0,1	-0,1	-1,4	-0,4	1,5	-0,1	-0,5	0,6	1,5	1,4	1,6	1,4
Total industria excl. la construcción	-1,4	0,4	0,3	0,6	0,6	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	0,3	0,1	-0,1
Manufacturas	-1,0	0,7	0,6	1,0	0,9	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,7	0,4	0,3

Fuentes: Estadísticas nacionales y Eurostat.

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

2) Excluidos Bélgica e Irlanda; datos desestacionalizados.

A falta de datos más recientes sobre la evolución del empleo, las cifras disponibles sobre tasas de paro sugieren que la creación neta de empleo continuó en el primer trimestre de este año, pese a un debilitamiento de la actividad económica. Sin embargo, según los datos de Eurostat (véase cuadro 6), las empresas pertenecientes a sectores más sensibles a la evolución internacional empezaron a efectuar ajustes de plantillas a partir del último trimestre de 1998. De acuerdo con estos datos, el empleo total en la industria, excluyendo el sector de la construcción, disminuyó en 0,3% en el cuarto trimestre de 1998, en comparación con el trimestre precedente, siendo la reducción del 0,1% en el sector manufacturero. Por el contrario, el empleo en el sector de la construcción experimentó un fuerte aumento en la segunda mitad de 1998, en particular en el cuarto trimestre (1,5%), compensando con holgura la pérdida neta de empleo registrada en los meses anteriores. No se dispone todavía de ningún indicador de empleo en el sector de servicios para el conjunto de la zona del euro.

La próxima publicación del SEC 95 debería mejorar el aspecto relativo a la disponibilidad de datos. Sin embargo, los datos parciales, basados en estadísticas nacionales limitadas, sugieren que continuó el crecimiento del empleo en este sector, debido, en particular, a la elevada creación de empleo a tiempo parcial.

En resumen, la tendencia descendente de las tasas de paro parece haber continuado en los primeros meses de 1999. Por lo tanto, parece probable que haya seguido creciendo el empleo, pese a la desaceleración de la actividad económica. Sin embargo, existen algunas señales de que los avances hacia una mayor creación de empleo pueden haber experimentado una ralentización hacia finales de 1998 y principios de 1999. Si bien es de esperar que la recuperación de la actividad económica en el transcurso del presente año tenga una incidencia positiva, la reducción de las tasas de paro y el crecimiento del empleo podrían ser menores en 1999 que en 1998.

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

Diferente evolución de los tipos de cambio en abril y a principios de mayo

En abril, el euro se debilitó frente al dólar, hasta alcanzar una cotización de 1,06 dólares por euro al final del mes (véase gráfico 10). Esta depreciación siguió siendo impulsada, como en meses anteriores, por la publicación de datos que evidenciaban un crecimiento fuerte y continuado en Estados Unidos y solo tímidas señales de recuperación de la actividad económica en la zona del euro; la decisión del Eurosistema, el 8 de abril, de reducir los tipos de interés tuvo escasos efectos sobre el tipo de cambio del euro. El conflicto militar en los Balcanes contribuyó también a la depreciación del euro debido a la incertidumbre que este conflicto genera en los mercados. Sin embargo, la depreciación del euro en abril fue menor que en los tres primeros meses de 1999. A principios de mayo, el euro se apreció frente al dólar, invirtiendo la evolución del mes anterior. Este cambio se produjo, principalmente, en el contexto de un clima económico más positivo, apoyado por expectativas de algún avance hacia la terminación del conflicto de Kosovo. El 6 de mayo, el euro cotizaba a 1,08 dólares por euro, el mismo nivel que a principios de abril.

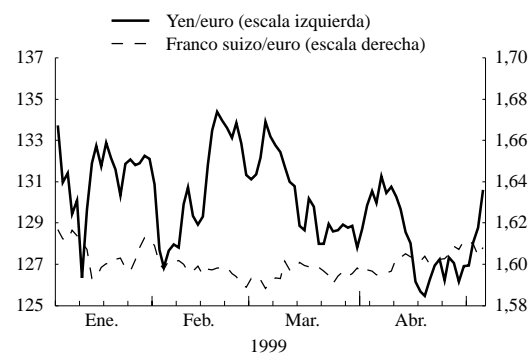
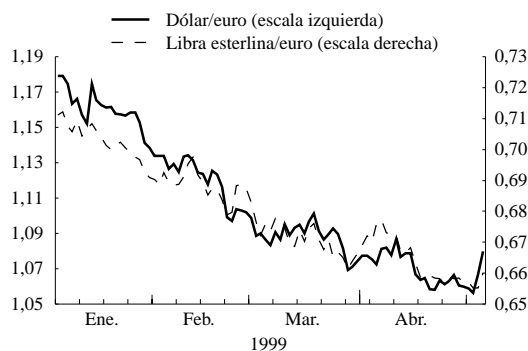
El yen siguió fluctuando significativamente en abril, apreciándose frente al euro y a otras divisas. La apreciación del yen se debió, en gran medida, a la mejora de las previsiones de los mercados sobre la situación económica y, en particular, de las perspectivas de rentabilidad de algunos sectores empresariales japoneses. Tales previsiones contribuyeron a atraer importantes flujos de capital hacia Japón y tendieron a reforzar el yen. Sin embargo, a principios de mayo, el euro se apreció frente al yen, cotizando a 131 yenes por euro el 6 de mayo, nivel similar al registrado a comienzos de abril.

Por otro lado, en abril, el euro se depreció frente a la libra esterlina, si bien, posteriormente, a principios de mayo, se apreció. El hecho de que estas fluctuaciones fueran menos pronunciadas que las del tipo de cambio entre el dólar y el euro dio lugar a una ligera apreciación de la libra esterlina frente al dólar, que se atribuyó a las

Gráfico 10

Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



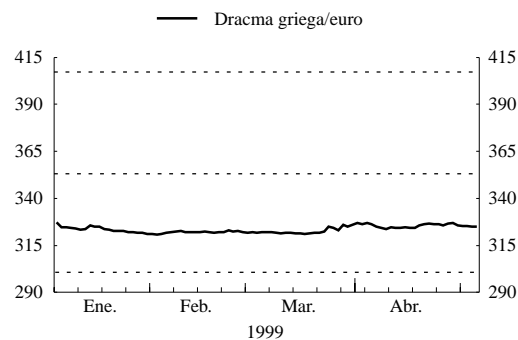
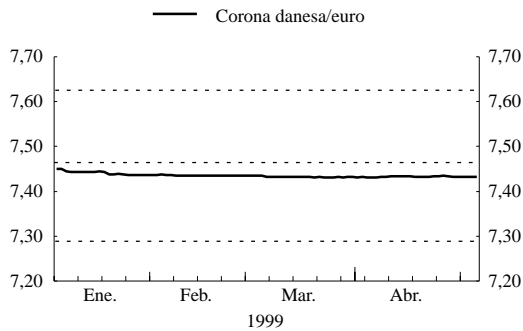
Fuente: BCE.

mejores perspectivas económicas del Reino Unido y al aumento de los precios del petróleo. El 6 de mayo, el euro cotizaba a 0,66 libras esterlinas por euro. Frente al franco suizo, el euro permaneció, en general, estable, en abril y a principios de mayo, alrededor de 1,60 francos suizos por euro. Asimismo, las divisas del Mecanismo de Tipos de Cambio II (véase gráfico 11) se mantuvieron estables, en general, frente al euro. La corona danesa se ha mantenido en una banda muy estrecha de 7,43-7,45 coronas danesas por euro, desde el 4 de enero de 1999, en torno a un 0,3% por encima de la paridad central. Con respecto a la dracma griega, las oscilaciones han sido algo más acentuadas, entre 321 y 327 dracmas por euro, debido a una banda de fluctuación más amplia y a una variabilidad más elevada de las perspectivas económicas, de los tipos de interés y de los precios de los valores de

Gráfico 11

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

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: Las líneas horizontales indican la paridad central y las bandas de fluctuación respectivas ($\pm 2,25\%$ para la corona danesa y $\pm 15\%$ para la dracma griega).

renta variable de Grecia, en comparación con la zona del euro. En media, la dracma griega se ha situado en torno a un 9% por encima de la paridad central desde el 4 de enero de 1999.

En cuanto a las divisas de los demás socios comerciales, debe observarse que las mejores perspectivas económicas del área asiática, excluyendo Japón, provocaron una fuerte apreciación de las divisas de dicha área y que el aumento del precio del petróleo y de algunas materias primas contribuyó a reforzar el dólar australiano, el dólar canadiense y la corona noruega.

En términos efectivos nominales, el euro se depreció un 1,4% en abril y se apreció un 1,3% a principios de mayo. El 6 de mayo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro estaba en torno a un 6% por debajo del nivel que tenía el 4 de

enero de 1999, día en que empezó a cotizar (véase gráfico 12). La desaceleración del ritmo de depreciación del euro en el transcurso del mes de abril, y su posterior apreciación a principios de mayo, podría sugerir que las divergencias entre las perspectivas cíclicas de la zona del euro y las de sus principales socios comerciales han tenido un menor peso en la evolución más reciente de los tipos de cambio.

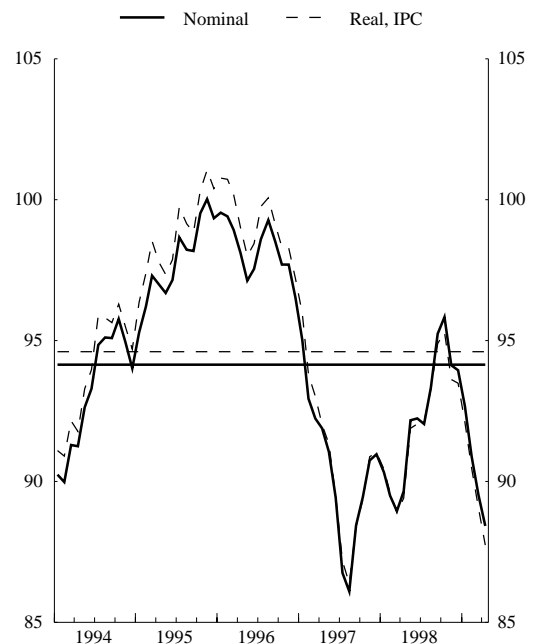
El superávit de la balanza por cuenta corriente se mantiene

En abril de 1999, se pudo disponer de los nuevos datos mensuales de la balanza de pagos para la zona del euro. Estas estadísticas las elabora el BCE sobre la base de los datos de las transacciones de la zona del euro con el exterior, comunicados por los BCN de la zona del euro. Los datos actualmente disponibles se refieren a los

Gráfico 12

Tipos de cambio efectivos de la zona del euro¹⁾

(medias mensuales; índice base 1990=100)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

1) Los datos están calculados por el BPI; para la información sobre la metodología utilizada, véase cuadro 10 en la sección «Estadísticas de la zona del euro» de este Boletín. Un aumento del índice representa una apreciación para la zona del euro. Las líneas horizontales son medias del período mostrado.

Cuadro 7

Balanza de pagos de la zona del euro¹⁾

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

	1998	1999			1999		
		Ene.	Feb.	Ene.+Feb.	Ene.	Feb.	Ene.+Feb.
Variaciones absolutas respecto al mismo período del año anterior							
Cuenta corriente (a)	67,0	-0,2	3,9	3,7	2,2	1,1	3,3
Ingresos	1277,8	94,3	93,7	188,0	-10,3	-7,2	-17,6
Pagos	1210,7	94,5	89,8	184,4	-12,5	-8,3	-20,8
Mercancías	122,1	4,0	7,2	11,2	-0,9	-0,8	-1,7
Ingresos	779,4	53,0	58,1	111,2	-5,6	-4,2	-9,7
Pagos	657,3	49,0	50,9	99,9	-4,6	-3,4	-8,0
Servicios	3,1	-1,3	-0,6	-1,9	1,0	-0,0	1,0
Ingresos	247,6	14,5	16,0	30,5	-4,0	-1,6	-5,6
Pagos	244,4	15,8	16,6	32,4	-5,0	-1,6	-6,6
Rentas	-12,6	-1,3	-0,2	-1,5	0,6	0,6	1,1
Ingresos	190,2	14,2	14,3	28,4	-0,4	-0,8	-1,3
Pagos	202,9	15,5	14,4	29,9	-1,0	-1,4	-2,4
Transferencias corrientes	-45,5	-1,6	-2,6	-4,1	1,6	1,3	2,8
Ingresos	60,6	12,6	5,3	18,0	-0,4	-0,6	-1,0
Pagos	106,1	14,2	7,9	22,1	-1,9	-1,9	-3,8
Cuenta de capital (b)	12,6	2,7	0,0	2,7	-0,1	-0,6	-0,6
Ingresos	17,6	3,1	0,5	3,6	0,0	-0,4	-0,4
Pagos	5,0	0,5	0,5	1,0	0,1	0,2	0,3
Capacidad de financiación frente al resto del mundo (a)+(b)	79,7	2,5	3,9	6,4	2,1	0,5	2,6
Cuenta financiera	7,9	11,8	6,7	18,6	-1,7	24,4	22,6
Inversión directa	-100,2	-5,2	-2,0	-7,2	-0,1	2,5	2,5
Activos	-177,9	-11,6	-5,4	-17,0	-1,8	9,6	7,8
Pasivos	77,7	6,3	3,4	9,8	1,7	-7,0	-5,4
Inversión de cartera	-90,8	8,1	-16,8	-8,7	10,1	6,0	16,1
Activos	-307,1	-17,2	-19,8	-37,0	3,5	31,3	34,8
Pasivos	216,3	25,3	3,0	28,2	6,6	-25,3	-18,8
Derivados financieros	-8,3	-2,1	-0,2	-2,4	-0,4	-1,0	-1,3
Otras inversiones	198,9	13,6	21,2	34,7	-6,4	8,3	1,8
Activos	-37,0	-59,2	20,4	-38,8	-44,9	34,5	-10,3
Pasivos	235,8	72,8	0,7	73,5	38,4	-26,3	12,1
Variación de reservas	8,3	-2,4	4,6	2,2	-4,9	8,6	3,6
Errores y omisiones	-87,6	-14,3	-10,6	-24,9	-0,4	-24,8	-25,3

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

registros mensuales de 1998 y de los dos primeros meses de 1999 (véase recuadro 2).

Según esta información, en 1998, la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit de 67 mm de ECU, equivalente al 1,2% del PIB. Este superávit resultó de la combinación de los saldos positivos de la balanza comercial y de la balanza de servicios, por un importe de 122,1 mm de ECU y 3,1 mm de ECU, respectivamente, y de los déficit de la balanza de rentas y de la balanza de transferencias corrientes, por un importe de 12,6 mm de ECU y 45,5 mm de ECU, respectivamente (véase cuadro 7).

En enero y febrero de 1999, el superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro se situó en torno a 3,7 mm de euros, con un aumento del orden de 3,3 mm de euros con respecto al superávit registrado en los mismos meses de 1998. Este incremento fue debido, principalmente, a una disminución del déficit de la balanza de transferencias corrientes.

En los dos primeros meses de 1999, el saldo positivo de la balanza de bienes de la zona del euro fue de 11,2 mm de euros, en torno a 1,7 mm de euros por debajo del superávit registrado en el mismo período de 1998, y se distribuyó

de una manera casi uniforme entre enero y febrero. Según las cifras de comercio, en el mismo período, el valor de las exportaciones se situó en 111,2 mm de euros (con una reducción de alrededor de un 8% con respecto a los mismos meses de 1998), confirmando el descenso de las mismas observado a finales de 1998 (véase cuadro 9 en la sección de «Estadísticas de la zona del euro» de este Boletín). Este comportamiento débil de las exportaciones reflejó, en gran medida, una menor demanda exterior. El valor de las importaciones de la zona del euro correspondiente a enero y febrero de 1999 disminuyó cerca de 8 mm de euros, un 7,4% en comparación con el mismo período del año anterior, como consecuencia, principalmente, de la caída de los

precios del petróleo y de las materias primas.

La balanza exterior de servicios de la zona del euro arrojó un déficit de 1,9 mm de euros en los dos primeros meses de 1999, con una reducción de cerca de 1 mm de euros con respecto al mismo período de 1998. Las rentas netas registraron un déficit de 1,5 mm de euros, en torno a 1,1 mm de euros por debajo del observado en el mismo período del año anterior. Las transferencias corrientes frente a no residentes representan la mayor partida con mayor déficit, que compensa, en parte, los superávits registrados en la balanza comercial. En enero y febrero de 1999, el déficit de transferencias corrientes fue de 4,1 mm de euros, en torno a 2,8 mm de euros por

Recuadro 2

La balanza de pagos en la zona del euro y las reservas internacionales del Eurosistema: cuestiones metodológicas

Las estadísticas mensuales de balanza de pagos de la zona del euro, recopiladas por el BCE, se publican por primera vez en este Boletín mensual del BCE (véanse cuadros 8.1 a 8.5 del epígrafe «Estadísticas de la zona del euro»). Estas estadísticas, que fueron publicadas por el BCE en una nota de prensa el 30 de abril de 1999, abarcan las principales partidas de la totalidad de la balanza de pagos de la zona del euro desde 1998.

A partir de julio de 1999, el BCE publicará también una balanza de pagos trimestral de la zona del euro, con un desglose más detallado de las principales partidas de la cuenta financiera (inversión directa, inversión de cartera, derivados financieros, otras inversiones y activos de reserva), así como de las rentas de inversión.

Las estadísticas de balanza de pagos de la zona del euro se recopilan agregando las transacciones transfronterizas brutas de residentes de la zona del euro frente a no residentes de dicha zona, comunicadas por los once países participantes. Las transacciones entre residentes de los Estados miembros participantes no están incluidas. A efectos estadísticos, las instituciones de la Unión Europea (excluyendo el propio BCE) se consideran como no residentes de la zona del euro. En principio, los agregados de la balanza de pagos de la zona del euro podrían recopilarse sumando las balanzas de pagos netas de los Estados miembros participantes individuales. Sin embargo, en la práctica, se excluirían de esta forma todas las cifras brutas, tal como figuran en el primer Boletín mensual del BCE, dando lugar a importantes discrepancias en el conjunto de la zona del euro.

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro (estas últimas se publicarán en el próximo otoño, en lo que respecta a los saldos a finales de 1998) se basan en las normas internacionales y europeas en vigor, en particular la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993) y las normas metodológicas operativas adoptadas por el BCE (Orientación del BCE del 1 de diciembre de 1998 (BCE/1998/17) y por la Comisión Europea (Eurostat). Estas últimas han sido ampliamente armonizadas a nivel nacional. A continuación, se realiza una breve descripción de las partidas individuales.

En la balanza de pagos por cuenta corriente, las transacciones se registran cuando el valor económico se crea, intercambia, transfiere o extingue. Los *bienes* se registran según la fecha de cambio de propiedad. Debe señalarse que la partida de bienes en la balanza de pagos de la zona del euro (cuadros 8.1 y 8.2) no es totalmente comparable con la de las estadísticas de comercio exterior (véase cuadro 9 en la sección de “Estadísticas de la zona del euro” de este Boletín), debido a diferencias en la definición, cobertura y fecha de registro. Los *servicios* se contabilizan según su entrega efectiva. Las *rentas* se registran, en general, en el momento de su devengo y comprenden las remuneraciones de empleados y las rentas de inversión. Las *transferencias corrientes* se registran en la fecha en que se producen las transacciones subyacentes y recogen todas las transferencias que no sean transferencias de capital, que se anotan en la (nueva) *cuenta de capital*.

En la cuenta financiera, la *inversión directa y de cartera y otras inversiones* se recopilan sobre la base de las entradas netas y salidas netas de activos y pasivos frente a no residentes de la zona del euro. Por otro lado, a partir de 1999, las variaciones netas de los saldos intra-SEBC, con los BCN de los Estados miembros no participantes, que son, en general, el resultado de transferencias transfronterizas realizadas a través de TARGET, se incluyen expresadas en cifras netas en el lado del activo del subepígrafe del Eurosistema en la cuenta de otras inversiones. Los *derivados financieros* se registran en cifras netas y se presentan en una categoría distinta, fuera de la cuenta de inversión de cartera. Los flujos netos correspondientes a derivados de tipos de interés se registran como derivados financieros, y no como flujos de intereses, de conformidad con los últimos acuerdos internacionales.

Los *activos de reserva* internacionales de la zona del euro comprenden los activos negociables, muy líquidos, mantenidos por el BCE y los BCN participantes frente a no residentes de la zona del euro, denominados en divisas (es decir, en monedas distintas del euro y de sus denominaciones nacionales), más el oro, los derechos especiales de giro y las posiciones de reserva en el FMI de los BCN participantes.

La definición de activos de reserva del Eurosistema cumple con las directrices del FMI, que pueden diferir de las normas contables utilizadas en el estado financiero consolidado del Eurosistema (véase cuadro 1.1). Las reservas del Eurosistema se recopilan en cifras brutas, sin compensar los saldos de los pasivos relacionados con las reservas. Las posiciones que figuran en el cuadro 8.6 se valoran a precios de mercado.

Los datos de las estadísticas de balanza de pagos de la zona del euro anteriores a 1999, publicados por el BCE, están también basados en transacciones exteriores a la zona del euro y se expresan en ECU. La separación, en la cuenta de otras inversiones, entre transacciones dentro y fuera de la zona del euro del sector de las IFM se ha estimado solo en parte. Por consiguiente, los flujos de otras inversiones del sector de IFM de la zona del euro relativos a 1998 no son totalmente comparables con los de 1999.

Los flujos de activos de reserva de la zona del euro anteriores a 1999 son agregados de datos nacionales e incluyen los instrumentos emitidos por otros residentes de la zona del euro, no siendo, por lo tanto, comparables con las cifras relativas a los activos de reserva del Eurosistema a partir de 1999. Los problemas de comparabilidad originados por el método de recopilación se aplican también a los datos de cartera de inversión y de derivados financieros anteriores a 1999.

Puede obtenerse información adicional sobre los datos de la balanza de pagos en la dirección del BCE en Internet.

debajo del registrado en el mismo período de 1998. La capacidad de financiación frente al resto del mundo, que es la suma de la cuenta co-

rriente y de capital, aumentó 2,6 mm de euros, en comparación con el mismo período de 1998, hasta alcanzar 6,4 mm de euros.

Movimientos en la cuenta financiera

En 1998, la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro registró unas salidas netas de capital, tanto en inversión directa como en inversión de cartera, de 100,2 mm de ECU y 90,8 mm de ECU, respectivamente. Las operaciones con obligaciones y pagarés representaron la mayor parte de las salidas totales netas de capital en inversión de cartera. Por el contrario, se produjo una fuerte entrada neta de capital en la cuenta de otras inversiones, por un valor de 198,9 mm de ECU, que se explicó, principalmente, por un aumento de los pasivos exteriores de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema. La infravaloración de las salidas de capital, en su mayor parte en inversiones de cartera y otras, puede haber contribuido a originar importantes errores u omisiones en los datos mensuales, que arrojaron un total negativo de 87,6 mm de ECU en 1998.

En los dos primeros meses de 1999 se produjo una evolución diferente de los flujos financieros. En enero de 1999, la inversión de cartera registró una entrada neta de 8,1 mm de euros que se atribuyó, principalmente, a unas elevadas com-

pras netas de obligaciones y pagarés por inversores no residentes. Este dato está en consonancia con la "huida hacia la calidad" de las inversiones, observada durante la crisis brasileña, y con el tipo de cambio del euro relativamente fuerte que se mantuvo durante la primera mitad de enero.

Durante el mes de febrero, en fuerte contraste con enero, la inversión de cartera arrojó una salida neta de 16,8 mm de euros. Las salidas relativamente elevadas en inversión de cartera se correspondieron con la compra de obligaciones y pagarés emitidos por no residentes en febrero, lo que coincidió con un diferencial de tipos de interés nominales relativamente amplio entre los bonos del Estado a largo plazo de Estados Unidos y de la zona del euro. Los flujos de valores de renta variable estuvieron prácticamente equilibrados en enero y febrero. La cuenta de otras inversiones registró una importante entrada que reflejó un empeoramiento adicional de la posición exterior neta de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema. Las salidas netas de inversión directa fueron poco elevadas en los dos primeros meses de 1999 (5,2 mm de euros en enero y 2 mm de euros en febrero).

El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación

En los primeros números del Boletín mensual se publicaron varios artículos explicando la estrategia de política monetaria adoptada por el Eurosistema con objeto de cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Dicha estrategia se basa en dos pilares. El primer pilar es el papel destacado que se asigna al dinero con un valor de referencia cuantitativo para el crecimiento monetario y el segundo consiste en una evaluación de las perspectivas de precios y de los riesgos para la estabilidad de precios basada en un conjunto amplio de indicadores. El marco operativo regula la instrumentación de las medidas necesarias para ejecutar las decisiones de política monetaria. Los elementos centrales del marco operativo del Eurosistema son las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y el sistema de reservas mínimas. El presente artículo describe las principales características de dicho marco, junto con una evaluación inicial de su aplicación durante los tres primeros períodos de mantenimiento de reservas desde el inicio de la Unión Monetaria, que abarcan en conjunto el período del 1 de enero al 23 de abril de 1999.

La experiencia obtenida hasta el momento muestra que el marco operativo del Eurosistema es un instrumento eficaz para controlar los tipos de interés del mercado monetario y limitar su volatilidad, y permite al Banco Central Europeo (BCE) enviar las señales adecuadas de política monetaria. Las operaciones principales de financiación han desempeñado el esperado papel de señalar la orientación de la política monetaria, controlando los tipos de interés del mercado monetario y proporcionando el grueso de la liquidez del sistema bancario. Las operaciones de financiación a más largo plazo han proporcionado al sistema bancario un flujo de liquidez adicional estable con vencimiento a tres meses. Las facilidades permanentes han limitado de forma efectiva los tipos de interés a un día. El mecanismo de promediación del sistema de reservas mínimas ha contribuido a suavizar las fluctuaciones diarias de la liquidez, haciendo innecesaria la instrumentación de operaciones de ajuste. Esta evolución, junto con el escaso recurso a las facilidades permanentes en la mayoría de los días, indica que los participantes en el mercado monetario de la zona del euro se han adaptado bien al nuevo entorno.

I Los principales componentes del marco operativo

El papel del marco operativo en la gestión de la política monetaria

El marco operativo puede definirse como el conjunto de instrumentos que utiliza un banco central para gestionar la liquidez y controlar los tipos de interés prevalecientes en el mercado monetario. En dicho marco las entidades de crédito que tienen excedentes de liquidez pueden intercambiar fondos con las entidades que tienen déficit de liquidez, en períodos que van desde un día hasta —normalmente— un año. En conjunto, el sistema bancario de la zona del euro presenta un déficit de liquidez agregado y depende de la financiación que le proporciona el Eurosistema. En este contexto, el Eurosistema actúa como un proveedor marginal de liquidez y puede, por lo tanto, afectar a los tipos de interés del mercado monetario y transmitir los impulsos de política monetaria a lo largo de la curva de rendimientos. Su actuación debe considerarse

en el contexto de la estrategia de política monetaria del Eurosistema, incluyendo el valor de referencia del crecimiento monetario.

La homogeneidad de las condiciones prevalecientes en el mercado monetario es un factor esencial en la transmisión de los impulsos de política monetaria. Por esta razón, es importante que los participantes en el mercado se encuentren en una posición que les permita realizar transacciones con entidades de contrapartida localizadas en cualquier punto de la zona del euro, de forma que sean capaces de explotar las oportunidades potenciales de arbitraje y evitar cualquier diferencial de tipos que pueda existir en la zona del euro. Por consiguiente, unos sistemas de pagos eficientes y seguros para el conjunto de la zona resultan fundamentales para que la política monetaria única se ejecute de forma efectiva y sin problemas (véase la descripción del papel del TARGET en el recuadro I).

Todas las decisiones referentes a la gestión de la política monetaria son tomadas por los órganos rectores del BCE. Sin embargo, los aspectos prácticos, tales como la ejecución de las operaciones de mercado abierto y la administración de las facilidades permanentes y del sistema de reservas mínimas, se realizan de forma descentralizada por los bancos centrales nacionales.

El recurso a los instrumentos incluidos en el marco operativo se refleja en el balance consolidado que publica el Eurosistema cada semana. En el activo del balance figuran, entre otras partidas, los instrumentos a través de los cuales el banco central proporciona liquidez al sistema bancario, mientras que el pasivo presenta los instrumentos que drenan liquidez del sistema. Las partidas del balance que se encuentran fuera del control directo de las autoridades de política monetaria, pero que influyen también sobre la liquidez del sistema, se denominan normalmente "factores autónomos" (por ejemplo, los depósitos de las administraciones públicas en el Eurosistema y los billetes en circulación). Su evaluación es particularmente importante para la correcta comprensión del manejo de los instrumentos de política monetaria. Por lo tanto, la publicación semanal del balance consolidado del Eurosistema desempeña un relevante papel en la transmisión al público de la información referente a la política monetaria.

Este epígrafe revisa las principales características de los instrumentos que constituyen el marco operativo del Eurosistema. El informe del BCE titulado "La política monetaria única en la tercera etapa: documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC" (septiembre de 1998) proporciona una presentación detallada de estos instrumentos.

Operaciones de mercado abierto

En el contexto de la estrategia de política monetaria, las operaciones de mercado abierto desempeñan un importante papel en cuanto al control de los tipos de interés y la gestión de la provisión de liquidez al mercado. El Eurosistema proporciona el grueso de la liquidez del sistema bancario a través de *las operaciones principales de*

financiación. Se trata de operaciones de mercado abierto realizadas normalmente por medio de subastas, con frecuencia semanal y vencimiento a dos semanas. Las *operaciones de financiación a más largo plazo*, que proporcionan liquidez adicional, se realizan por medio de subastas, con frecuencia mensual y vencimiento a tres meses. En aras de la simplicidad, estas operaciones se denominarán también *subastas semanales y subastas mensuales*, respectivamente.

Tanto las subastas semanales como las mensuales se realizan por medio de *subastas estándar*. En el contexto del marco operativo del Eurosistema, este término indica aquellas subastas que se ejecutan dentro del período de 24 horas desde su convocatoria hasta la comunicación de sus resultados, de acuerdo con un calendario publicado con antelación. Todas las instituciones que cumplan los criterios de selección de las entidades de contrapartida pueden participar en estas operaciones. El Eurosistema puede realizar las subastas estándar tanto en forma de *subastas a tipo fijo* como a *tipo variable*. En las primeras, el Eurosistema especifica de antemano el tipo de interés y las entidades participantes pujan por la cantidad de dinero que desean intercambiar al tipo de interés fijo; en las últimas, las entidades de contrapartida pujan tanto por la cantidad de dinero que desean intercambiar como por el tipo de interés al que desean realizar la transacción. Existe otra distinción aplicable a las subastas de tipo variable. En las subastas realizadas por el *procedimiento de tipo único*, es el tipo de interés marginal, es decir, el tipo más bajo aceptado, el que se aplica a todas las solicitudes satisfechas. Por el contrario, si se sigue un *procedimiento de tipo múltiple*, el tipo de interés adjudicado que se aplica a cada puja concreta es el tipo de interés que se ofreció en la solicitud.

El Eurosistema tiene la opción de utilizar subastas a tipo fijo o variable en el caso de las subastas semanales, mientras que normalmente realiza todas las mensuales en forma de subastas a tipo variable. Además, normalmente anuncia de antemano el volumen previsto de la operación en el caso de las subastas mensuales, pero no en el caso de las semanales. Esto significa que, en una subasta semanal, el Eurosistema, o bien fija explícitamente el tipo de interés aplicable (si se

trata de una subasta a tipo fijo), o bien puede influir sobre el tipo de interés al determinar el volumen de fondos adjudicados a las solicitudes realizadas por las entidades de crédito (si se trata de una subasta a tipo variable). Por consiguiente, las subastas semanales están destinadas a desempeñar un papel esencial en la gestión de los tipos de interés. En una subasta mensual, por el contrario, el Eurosistema actúa normalmente como precio aceptante, ya que acepta el tipo resultante de la subasta a tipo variable, es decir, el tipo al que las solicitudes de las entidades de crédito cubren el volumen de fondos preanunciado que se va a adjudicar.

El Eurosistema puede realizar también *operaciones de ajuste* de forma *ad hoc*, con objeto de suavizar los movimientos del tipo de interés, en especial, si estos provienen de fluctuaciones inesperadas de la liquidez. Dada su finalidad, las operaciones de ajuste se realizan, de ser necesarias, por medio de *subastas rápidas* (que duran una hora desde su convocatoria hasta la comunicación de los resultados de la adjudicación), o a través de *procedimientos bilaterales*. En tales operaciones solo puede participar un número limitado de entidades de contrapartida seleccionadas. Además, el Eurosistema puede realizar *operaciones estructurales* con objeto de modificar su posición neta respecto del sistema bancario durante un período más largo. Estas operaciones pueden realizarse utilizando operaciones temporales, operaciones en firme o la emisión de certificados de deuda.

Facilidades permanentes

El Eurosistema implementa también su política monetaria estableciendo los tipos de interés de sus facilidades permanentes. La función de estas consiste en inyectar o absorber liquidez con vencimiento a un día. Las entidades de contrapartida pueden utilizar la *facilidad marginal de crédito* para obtener de los bancos centrales nacionales liquidez a un día contra activos de garantía, mientras que pueden utilizar la *facilidad de depósito* para hacer depósitos a un día en los bancos centrales nacionales. Todas las instituciones que cumplan los criterios de selección de las entidades de contrapartida pueden acceder a las facilidades permanentes. No existe límite al recurso

a las facilidades permanentes, aunque el BCE puede imponer restricciones o adaptar las condiciones referentes a su uso en ciertas circunstancias. Además, en el caso de la facilidad marginal de crédito, las entidades de contrapartida deben aportar una cantidad adecuada de activos de garantía. Los tipos de interés de las facilidades permanentes proporcionan normalmente un techo y un suelo a los tipos de interés a un día, y pueden utilizarse como señal de la orientación a medio plazo de la política monetaria.

El sistema de reservas mínimas

El Eurosistema impone unas reservas mínimas obligatorias a las entidades de crédito establecidas en la zona del euro. Esta exigencia ha de cumplirse por término medio durante un período de mantenimiento de un mes (lo que se denomina *promediación*), que va del día 24 de un mes al día 23 del mes siguiente. Sin embargo, como medida transitoria, el primer período de mantenimiento de la Unión Monetaria empezó el 1 de enero y terminó el 23 de febrero de 1999.

Una primera función fundamental del sistema de reservas mínimas es estabilizar los tipos de interés del mercado monetario. El mecanismo de promediación permite a las entidades de crédito suavizar las fluctuaciones diarias de liquidez, puesto que los excedentes diarios de reservas (tenencias de reservas en exceso de las reservas mínimas obligatorias) pueden compensarse con déficit diarios de reservas a lo largo del mismo período de mantenimiento. Esto implica que las entidades pueden beneficiarse al prestar en el mercado, e incurrir en déficit de reservas, siempre que el tipo de interés a un día se sitúe por encima del que se espera prevalezca durante el resto del período de mantenimiento, y tomar préstamos, e incurrir en superávit de reservas, en caso contrario. En teoría, en el conjunto del sistema bancario, esto debería asegurar la igualdad entre el nivel actual y el correspondiente nivel esperado del tipo de interés a un día, puesto que cualquier diferencia entre los dos tipos ofrecería la correspondiente oportunidad de beneficio. Así pues, la opción de compensar los excedentes de reservas con déficit de las mismas se denomina con frecuencia "arbitraje

intertemporal". Dicho arbitraje estabiliza el tipo de interés a un día durante el período de mantenimiento y hace innecesaria la intervención frecuente del banco central en el mercado monetario. Si tal intervención hubiera de realizarse con mucha frecuencia y para diferentes propósitos, esto podría perjudicar a la eficiencia operativa de la política monetaria, ya que las señales del banco central podrían resultar confusas.

Una segunda función asignada al sistema de reservas mínimas es la ampliación del déficit de liquidez del sistema bancario. Aunque un banco central puede operar también en un contexto de excedentes de liquidez, la experiencia práctica ha demostrado que la existencia de un déficit de liquidez refuerza su capacidad de control sobre los tipos de interés del mercado monetario. La exigencia de que las entidades de crédito mantengan reservas en los bancos centrales nacionales contribuye a incrementar la demanda de financiación dirigida al banco central y es cohe-

rente con el papel destacado que se atribuye a los instrumentos de inyección de liquidez de periodicidad regular en el marco operativo del Eurosistema.

Las reservas mínimas se determinan después de deducir una franquicia de 100.000 euros de la cantidad resultante de la aplicación de un coeficiente de reservas del 2% a ciertas partidas del balance de las entidades de crédito. Las tenencias de reservas exigidas se remuneran al nivel correspondiente al tipo medio de las subastas semanales durante el período de mantenimiento. Este tipo de remuneración debería ser normalmente cercano a los tipos de interés del mercado monetario y debería, por lo tanto, mitigar sustancialmente la carga que impone un sistema de reservas mínimas sobre el sector privado, así como los efectos que podría tener sobre la competitividad de las entidades de crédito localizadas en la zona del euro.

Recuadro I

Participación en las operaciones de política monetaria y liquidación de las mismas

Entidades de contrapartida

Las entidades de contrapartida de las operaciones de política monetaria del Eurosistema (las facilidades permanentes y las operaciones de mercado abierto) deben cumplir ciertos criterios generales de selección. En particular, solo las entidades sujetas al sistema de reservas mínimas obligatorias son elegibles como entidades de contrapartida. Los criterios de selección son los mismos para toda la zona del euro y se definen con el fin de dar acceso a estas operaciones a una amplia gama de entidades, reforzando así el tratamiento uniforme de las entidades en toda la zona del euro y asegurando el cumplimiento de ciertas exigencias operativas y prudenciales.

En virtud del artículo 19.1 de los Estatutos del SEBC, todas las entidades de crédito localizadas en la zona del euro (tal como se definen en el artículo 1 de la Primera Directiva de Coordinación Bancaria) están sujetas a reservas mínimas. Sin embargo, el BCE puede eximir de sus obligaciones dentro del sistema de reservas mínimas a aquellas entidades que estén sometidas a medidas de saneamiento y procedimientos de liquidación, así como a otras categorías de entidades, sobre bases no discriminatorias, si el logro de los objetivos del sistema de reservas mínimas no implicase la imposición de reservas mínimas a estas entidades concretas. Hasta el 23 de abril de 1999, no se había eximido de reservas mínimas a ninguna entidad de crédito.

El BCE pone a disposición del público en su dirección en Internet (www.ecb.int) una lista mensual de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), que se actualiza el último día hábil de cada mes. La definición de IFM incluye las entidades de crédito así como otras instituciones financieras cuya actividad consista en recibir del público depósitos y/o sustitutos cercanos de los depósitos, y que, por cuenta propia (al menos en términos económicos), concedan créditos y/o inviertan en valores. Esta lista especifica qué IFM son entidades de crédito, que, por tanto, están sujetas a reservas mínimas, así como qué entidades están exentas de las mismas. Las

entidades de contrapartida pueden basarse en esta lista para decidir si sus pasivos se contraen con otra entidad que a su vez está sujeta a la exigencia de reservas y, por tanto, no están sujetos al coeficiente de caja del 2%.

A finales de marzo de 1999, el número total de IFM era de 10.833, de las cuales 8.249 eran entidades de crédito. Algo más de la tercera parte de estas entidades satisfacía todos los criterios para participar en las operaciones de política monetaria. Dado que, por término medio, el número de entidades de crédito que participaban en las subastas semanales era de alrededor de 800, se deduce que, aproximadamente, una de cada tres entidades seleccionadas aprovechaba efectivamente la posibilidad de participar directamente.

Activos de garantía

El Estatuto del SEBC establece que todas las operaciones de crédito del Eurosistema han de basarse en activos de garantía adecuados. Con objeto de asegurar tanto la igualdad de tratamiento de las entidades de contrapartida como la eficiencia operativa, los activos de garantía han de cumplir ciertos criterios armonizados para ser aceptados. Al mismo tiempo, se ha prestado la debida atención a las diferencias existentes entre las estructuras financieras de los Estados miembros. Se distingue, por tanto, esencialmente con propósitos internos del Eurosistema, entre dos categorías de activos que puedan ser seleccionados para las operaciones de política monetaria. La "lista uno" incluye aquellos activos financieros negociables que cumplen los criterios generales de selección especificados por el BCE para el conjunto de la zona del euro. La "lista dos" incluye aquellos activos adicionales, negociables y no negociables, que son de especial importancia para los mercados financieros y los sistemas bancarios nacionales y para los cuales los bancos centrales nacionales han establecido criterios de selección, sujetos a los criterios mínimos de selección establecidos por el BCE. No se hace distinción entre las dos listas en cuanto a la calidad de los activos o a su utilización en los distintos tipos de operaciones de política monetaria del Eurosistema (aunque, en condiciones normales, solo los activos de la lista uno se utilizan para la ejecución de operaciones en firme). Además, las entidades de contrapartida pueden utilizar tanto los activos de la lista uno como los de la lista dos para operaciones transfronterizas (véase más adelante).

El BCE pone a disposición del público en su dirección en Internet una lista de activos de garantía de la zona del euro, que incluye todos los activos de la lista uno así como todos los activos negociables de la lista dos. Esta lista se actualiza semanalmente. A finales de marzo de 1999, estaban disponibles para operaciones de política monetaria y funcionamiento de los sistemas de pagos, activos negociables de la lista uno y de la lista dos por valor de aproximadamente 5,2 billones de euros. La mayor parte de esta cantidad (más del 97%) eran activos de garantía de la lista uno. En lo que se refiere a la composición de los activos de garantía, el 76% de los activos de garantía negociables estaba formado por deuda pública; los valores emitidos por las entidades de crédito representaban aproximadamente el 18% de la cantidad total, mientras que el resto (menos del 6%) estaba formado por el conjunto de los títulos del sector de empresas y del banco central. En cuanto al tipo de valores, el 91% eran valores de renta fija o pagarés a medio plazo, los valores a corto plazo representaban aproximadamente el 8%, mientras que las acciones y otros tipos de activos representaban cantidades muy pequeñas (0,2% para cada categoría).

TARGET: un sistema de pagos para el conjunto de la zona del euro

Una política monetaria única para la zona del euro exige la uniformidad de los tipos de interés en el mercado monetario. Con este objeto, las entidades de crédito han de disponer tanto de los incentivos como de la capacidad de gestionar su liquidez eficientemente, y la ejecución de las operaciones de arbitraje ha de ser fácil y rápida en toda la zona del euro. Esto requiere, a su vez, la existencia de un sistema de pagos integrado para el conjunto del área del euro, que asegure que es posible transferir liquidez de un participante a otro de forma segura y puntual.

Con este objeto, se ha diseñado y desarrollado un sistema de pagos en euros para el conjunto de la zona del euro. Se denomina TARGET (siglas del "Sistema de transferencia urgente automatizado transeuropeo para liquidación bruta en tiempo real"). Este sistema se compone de 15 sistemas nacionales de liquidación bruta en tiempo real más el mecanismo de pagos del BCE, todos los cuales están interrelacionados de forma que proporcionen una

plataforma uniforme para el procesamiento de los pagos transfronterizos. Está diseñado principalmente para la liquidación de las operaciones de política monetaria y de los pagos interbancarios de gran cuantía, pero puede también utilizarse para pagos de clientes, incluyendo las transacciones transfronterizas al por menor. El BCE ha publicado un folleto en su dirección de Internet explicando con detalle el funcionamiento del sistema TARGET.

Utilización transfronteriza de los activos de garantía

Uno de los rasgos de la aplicación de la política monetaria única es que esta permite a las entidades de contrapartida presentar activos de garantía independientemente de dónde estén localizados dentro de la zona del euro. Con este objeto, el Eurosistema ha desarrollado un mecanismo denominado modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) que permite la utilización transfronteriza de los activos que pueden ser seleccionados para operaciones de política monetaria. Por medio de este mecanismo, las entidades de contrapartida pueden obtener fondos del banco central nacional del Estado miembro en que están establecidas, utilizando activos localizados en otro Estado miembro. El BCE ha publicado un folleto en su dirección de Internet explicando la forma en que funciona el MCBC.

2 La experiencia con el marco operativo en los primeros meses de la Unión Monetaria

Decisiones sobre los tipos de interés

El 22 de diciembre de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE fijó los tipos de interés que habría que aplicar a las operaciones de política monetaria del Eurosistema a partir del primer día de la Unión Monetaria. El tipo de interés de las subastas semanales a tipo fijo quedó establecido en el 3%, un nivel considerado adecuado para el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro y en línea con los tipos de intervención prevalecientes en los Estados miembros participantes a finales de la segunda fase. Además, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se fijó en el 4,5% y el de la facilidad de depósitos, en el 2%. Sin embargo, como medida transitoria, entre el 4 de enero (primer día hábil de la Unión Monetaria) y el 21 de enero de 1999, se adoptó una "banda" estrecha para las facilidades permanentes: el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se fijó en el 3,25% y el de la facilidad de depósito, en el 2,75%. Esta medida pretendía facilitar la adaptación de los participantes en el mercado al mercado monetario integrado de la zona del euro durante las primeras semanas de la Unión

Monetaria (véase recuadro 2). El Consejo de Gobierno decidió también que la primera subasta mensual se llevara a cabo mediante una subasta a tipo variable, utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo único, pues se consideró que este tipo de subasta era más sencillo y adecuado para ayudar al sistema bancario en su proceso de adaptación.

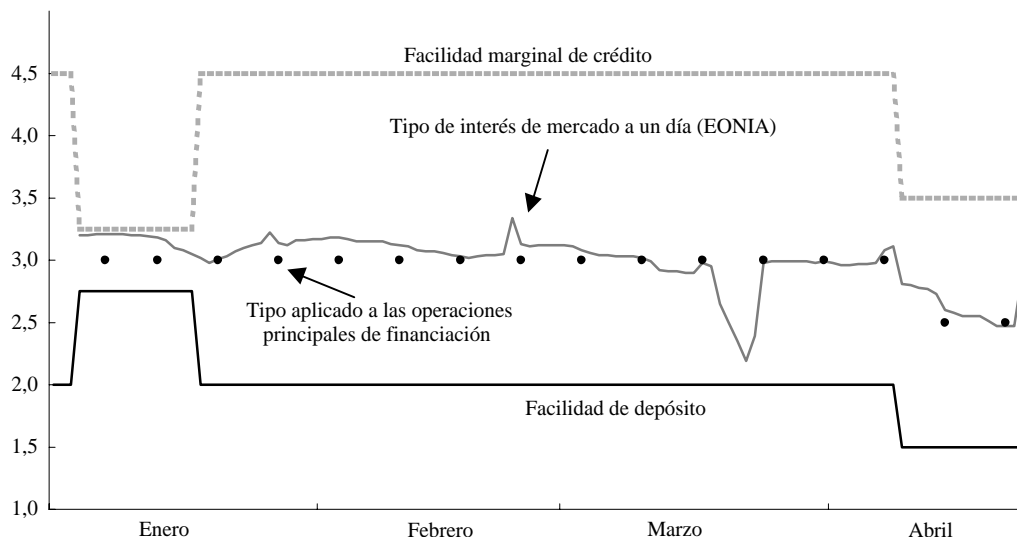
Confirmando su análisis anterior, el Consejo de Gobierno decidió en sus reuniones posteriores, celebradas en enero, febrero y marzo, no modificar las condiciones a las que estaban sujetas las subastas semanales, es decir, las subastas a tipo fijo continuarían llevándose a cabo a un tipo de interés del 3%, y mantener en el 2% y el 4,5%, respectivamente, los tipos de interés de las dos facilidades permanentes a partir del 22 de enero (véase gráfico 1).

El 8 de abril, el Consejo de Gobierno decidió fijar el tipo de interés de las subastas semanales del BCE en el 2,5%, a partir de la operación que se liquidaría el 14 de abril. Además, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se redujo al 3,5% y el de la facilidad de depósito, al

Gráfico 1

Tipos de interés del BCE y tipo de interés del mercado a un día (EONIA): 1 de enero a 23 de abril de 1999

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

1,5%, a partir del 9 de abril. La decisión de recortar los tipos de interés se adoptó desde una perspectiva de futuro, basándose en la previsión a

medio plazo para la inflación y en su compatibilidad con la definición de estabilidad de precios del Eurosistema.

Recuadro 2

La transición de la segunda a la tercera fase de la UEM

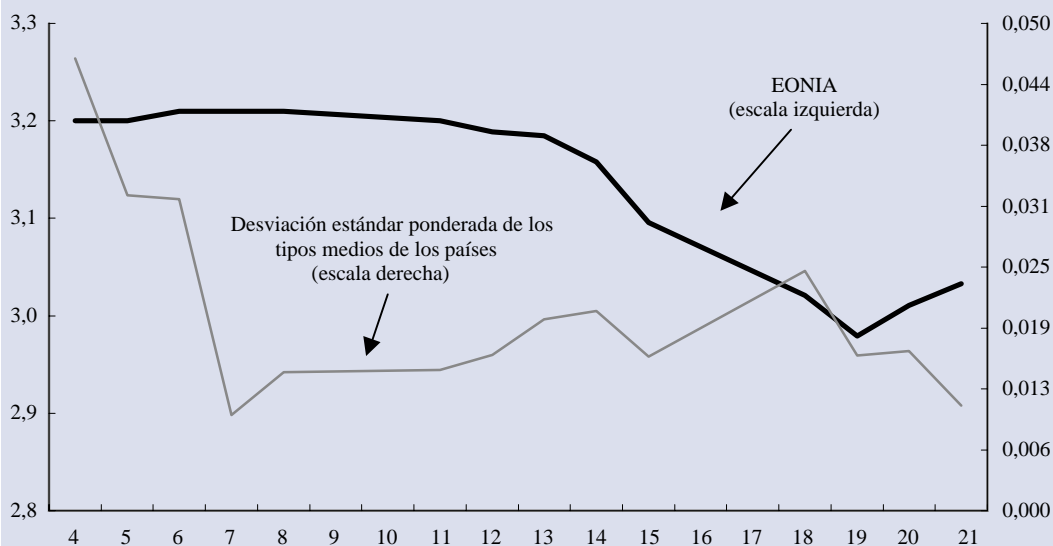
La aplicación transitoria de una banda estrecha de tipos de interés

La decisión de reducir la amplitud de la "banda" formada por los tipos de interés aplicados a las dos facilidades permanentes en 50 puntos básicos (50 centésimas de un punto porcentual), para el período comprendido entre el 4 y el 21 de enero de 1999, tuvo en cuenta el hecho de que los participantes en el mercado monetario de la zona del euro necesitarían un tiempo para familiarizarse con el nuevo entorno.

La experiencia ha demostrado que la decisión estuvo justificada y que el período transitorio de tres semanas fue adecuado. Entre el 4 y el 13 de enero de 1999, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día, es decir, la media ponderada de los tipos de los depósitos interbancarios comunicados por un panel de las principales entidades de la zona 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 aplicado entonces, aunque mostró una volatilidad diaria muy limitada. Además, la dispersión entre los tipos de interés comunicados por las entidades de crédito incluidas en el panel de EONIA (medida por la desviación típica ponderada de los tipos medios de los países) fue relativamente alta los días 4, 5 y 6 de enero, si bien, posteriormente, se estabilizó en un nivel más bajo.

Tipo de interés de mercado a un día (EONIA) y su dispersión: 4 a 21 de enero de 1999

(tipos de interés en porcentaje; datos diarios)

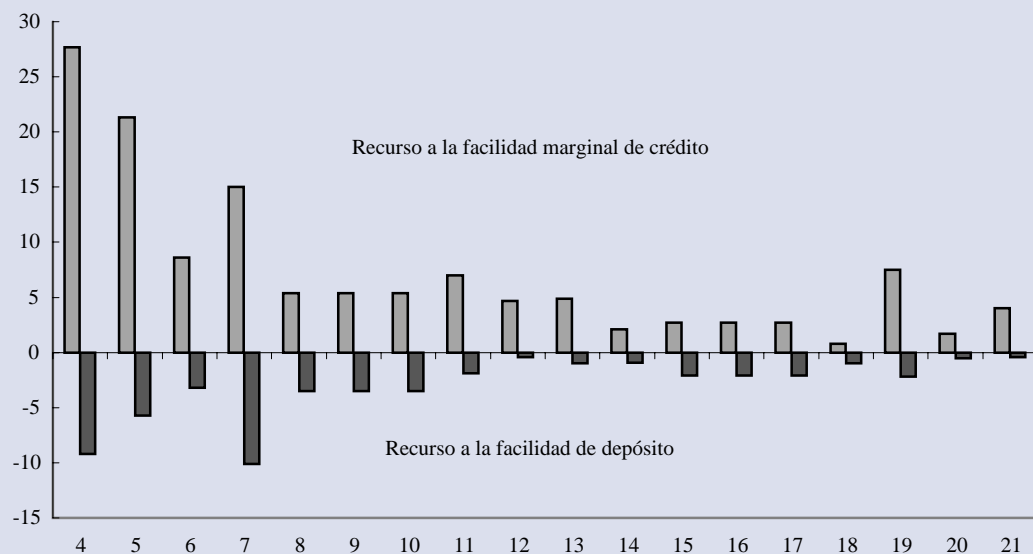


Fuente: BCE, elaboración basada en datos proporcionados por las entidades de crédito incluidas en el panel de EONIA.

Además, el recurso a las dos facilidades permanentes fue considerable durante la primera semana de la Unión Monetaria, lo que sugiere que las entidades de crédito pudieron haber preferido pagar una prima para operar con el Eurosistema antes que operar en el mercado monetario. No obstante, el recurso a las facilidades permanentes comenzó a disminuir en la segunda semana, estabilizándose en unos niveles más bajos a partir de la tercera semana. Como medida transitoria adicional, el BCE decidió retrasar la hora de cierre del sistema TARGET, de las 18 horas a las 19 horas, desde el 11 al 29 de enero, para contribuir a una mejor liquidación al final del día (véase el gráfico de la página siguiente).

Recurso a las facilidades permanentes: 4 a 21 de enero de 1999

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

El vencimiento gradual de las operaciones de política monetaria iniciadas por los bancos centrales nacionales en la segunda fase

El crédito concedido por los bancos centrales nacionales al sistema bancario de la zona del euro a través de las operaciones de mercado abierto durante la segunda fase, y todavía pendiente en la tercera, ascendía a 182 mm de euros, excluyendo las operaciones simples y las emisiones de certificados de deuda. Estas operaciones vencieron gradualmente durante las primeras semanas de enero y proporcionaron al sistema bancario una media diaria de 53 mm de euros, en enero, y de 31 mm de euros, durante el primer período de mantenimiento, que comenzó el 1 de enero y terminó el 23 de febrero.

La sustitución gradual de la financiación facilitada por los bancos centrales nacionales por la proporcionada por el Eurosistema pretendió contribuir al buen funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro durante la transición a la Unión Monetaria. En concreto, hizo que el Eurosistema no necesitara intervenir en el mercado abierto durante los 3 primeros días hábiles de 1999, es decir, con anterioridad a la fecha fijada para la liquidación de la primera subasta semanal. Además, en un momento en el que aún existían incertidumbres respecto del grado de integración del mercado monetario de la zona del euro, esta sustitución paulatina permitió que los sistemas bancarios nacionales obtuvieran una cantidad de liquidez acorde con sus necesidades de financiación al comienzo de la Unión Monetaria.

Los resultados de las subastas

Se pueden distinguir distintas pautas en los resultados de las dieciséis operaciones principales de financiación celebradas durante los tres primeros períodos de mantenimiento de reservas de la Unión Monetaria. En las primeras diez operaciones, es decir, hasta la subasta liquidada el 10 de marzo, el número de entidades de contrapartida que participaron se situó en torno a las 1000 (véase cuadro 1).

Además, el porcentaje entre el importe total adjudicado y la cuantía total de las peticiones (el "porcentaje de adjudicaciones") descendió de forma continuada desde el 15%, registrado en la primera subasta semanal, hasta un nivel situado entre el 6% y el 7%. La elevada participación y los bajos y decrecientes porcentajes de adjudicaciones eran coherentes con el significativo diferencial positivo entre el tipo de interés del mercado monetario y el tipo del 3% aplicado en las subastas semanales

en ese momento, que hacía que fuera más rentable para las entidades de crédito tomar prestado del Eurosistema que del mercado.

En las siguientes tres subastas semanales, por el contrario, el número de peticiones descendió continuamente, alcanzando las 403 el 31 de marzo. El porcentaje de adjudicaciones, que había registrado un mínimo del 6,1% en la operación liquidada el 3 de marzo, aumentó inicialmente al 13,1% el 17 de marzo y, posteriormente, al 32,9% en la operación liquidada el 31 de marzo. El cambio en el comportamiento de las entidades a la hora de solicitar fondos fue consecuencia de la política desarrollada por el Eurosistema durante el segundo período de mantenimiento de inyectar una cantidad de liquidez relativamente amplia. Debido a esta política, el diferencial entre el tipo de interés de mercado a un día y el

tipo del 3% aplicado en las subastas semanales se redujo y, finalmente, cambió de signo. Además, la expectativa de que el Consejo de Gobierno decidiera recortar los tipos de interés en el futuro próximo dio lugar a cambios significativos en el comportamiento de las entidades, por lo que, en la subasta semanal que se resolvió el 7 de abril, la cuantía total de las peticiones fue, por primera vez, inferior a la inyección de liquidez que había previsto el BCE (véase también la sección sobre la gestión de la liquidez). En dicha operación se adjudicaron todos los fondos solicitados. Este comportamiento reflejó cómo las entidades de contrapartida anticiparon un recorte en el tipo de interés de la operación de financiación de la semana siguiente. En las dos subastas posteriores, llevadas a cabo a un tipo fijo del 2,5%, el porcentaje de adjudicaciones se estabilizó en torno a un nivel del 8%.

Cuadro I

Operaciones principales de financiación: 1 de enero a 23 de abril de 1999

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Fecha de liquidación de la operación	Número total de entidades de contrapartida	Cuantía total de peticiones (a)	Importe total adjudicado (b)	$(b) \div (a) \times 100$	Tipo de interés aplicado %	Pro memoria: EONIA ¹⁾ %
7 Ene.	944	481,6	75,0	15,6	3,00	3,20
13 Ene.	1068	563,4	48,0	8,5	3,00	3,19
20 Ene.	966	593,4	59,0	9,9	3,00	2,98
27 Ene.	1038	689,5	69,0	10,0	3,00	3,22
3 Feb.	998	757,7	62,0	8,2	3,00	3,18
10 Feb.	1041	911,3	65,0	7,1	3,00	3,13
17 Feb.	914	896,1	62,0	6,9	3,00	3,04
24 Feb.	983	991,1	78,0	7,9	3,00	3,34
3 Mar.	965	1,100,8	67,0	6,1	3,00	3,11
10 Mar.	928	950,4	75,0	7,9	3,00	3,03
17 Mar.	665	335,2	44,0	13,1	3,00	2,90
24 Mar.	554	372,6	102,0	27,4	3,00	2,39
31 Mar.	403	118,7	39,0	32,9	3,00	2,98
7 Abr.	302	67,4	67,4	100,0	3,00	2,98
14 Abr.	841	781,7	67,0	8,6	2,50	2,73
21 Abr.	713	612,3	50,0	8,2	2,50	2,47
Media	833	639,0	64,3	10,1	2,94	2,99

Fuente: BCE.

1) Todos los tipos EONIA se refieren al día en el que se presentaron las peticiones.

Todas las operaciones de financiación mensuales se han llevado a cabo mediante subastas a tipo variable, conforme al principio general de que el Eurosistema no pretende enviar señales al mercado a través de estas operaciones y que, por lo tanto, actúa, habitualmente, como aceptante de tipos de interés. Con el fin de escalonar la cantidad de liquidez que se inyecta a través de las subastas mensuales, las tres primeras, todas ellas liquidadas el 14 de enero de 1999, se llevaron a cabo con un vencimiento de 42, 70 y 105 días, respectivamente (véase cuadro 2). En cada una de estas operaciones se adjudicaron 15 mm de euros, por lo que ya se alcanzó un volumen de 45 mm de euros durante el primer mes de la Unión Monetaria.

En las subastas mensuales liquidadas el 14 de enero y el 25 de febrero se utilizó el procedimiento de adjudicación a tipo único. En cambio, a partir de la subasta mensual liquidada el 25 de marzo se hizo uso del procedimiento de adjudicación a tipo múltiple, pues se suponía que estaba más orientado al mercado y parecía que el sistema bancario de la zona del euro se había adaptado bien al nuevo entorno.

El comportamiento del sistema bancario a la hora de solicitar fondos también mostró una cierta variabilidad en el caso de las subastas mensuales. Sin embargo, no se pueden detectar unas pautas definidas. El número de entidades de contrapartida que participaron, que fue ligeramente superior a 350 como media, fluctuó entre 269 y 466. La cuantía total de peticiones osciló entre 39 mm de euros y 80 mm de euros, mientras que el importe total adjudicado se mantuvo constante en un nivel de 15 mm de euros.

En las subastas mensuales celebradas hasta ahora, el tipo de interés marginal resultante se ha situado entre 4 y 11 puntos básicos por debajo del tipo de mercado de referencia (tipo de interés ofrecido en el mercado interbancario del euro, EURIBOR) con vencimientos similares. Este margen puede reflejar los diferenciales del mercado, así como las primas de crédito y otras primas de riesgo, cuya existencia tiende a colocar los tipos de interés del mercado monetario en un nivel superior al que las entidades de contrapartida están dispuestas a realizar operaciones con los bancos centrales.

Cuadro 2

Operaciones de financiación a más largo plazo: 1 de enero a 23 de abril de 1999

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Fecha de liquidación de la operación (vencimiento en días)	Número total de entidades de contrapartida	Cuantía total de peticiones (a)	Importe total adjudicado (b)	(b) ÷ (a) x 100	Tipo de interés aplicado		Promemoria: Tipo del mercado monetario ¹⁾ %
					Tipo marginal %	Tipo ponderado %	
14 Ene. (42 días)	466	79,8	15,0	18,8	3,13	--	3,21
14 Ene. (70 días)	311	39,3	15,0	38,2	3,10	--	3,20
14 Ene. (105 días)	329	46,2	15,0	32,5	3,08	--	3,19
25 Feb. (91 días)	417	77,3	15,0	19,4	3,04	--	3,08
25 Mar. (98 días)	269	53,7	15,0	27,9	2,96	2,97	3,01
Media	358	59,3	15,0	25,3	3,06	2,97	3,14

Fuente: BCE.

1) EURIBOR a un mes para las operaciones liquidadas el 14 de enero de 1999 con vencimiento de 42 días; EURIBOR a dos meses para las operaciones resueltas el 14 de enero de 1999 con un vencimiento de 70 días; EURIBOR a tres meses para las operaciones liquidadas el 14 de enero de 1999 con un vencimiento de 105 días y para las operaciones liquidadas el 25 de febrero y el 25 de marzo de 1999. Todos los tipos se refieren al día en el que se presentaron las peticiones.

Gestión de la liquidez

Marco general

La gestión de la liquidez y sus implicaciones para el control de los tipos de interés del mercado monetario constituyen el inicio de la cadena de transmisión de los impulsos de política monetaria. Los aspectos técnicos de la gestión de la liquidez están influidos por las características específicas del marco operativo. En el caso del Eurosistema, la existencia de un período de mantenimiento mensual y la celebración de subastas semanales son dos características fundamentales de la gestión de la liquidez. Las decisiones sobre el volumen que se adjudica en las subastas semanales se adoptan para garantizar que dichas operaciones hagan desaparecer el déficit de liquidez del sistema bancario y, por lo tanto, para influir de forma efectiva sobre los tipos de interés del mercado monetario. Esto supone que hay que efectuar una evaluación de la situación de liquidez en el período de mantenimiento completo, tomando en consideración, de forma conjunta, diversos factores: las reservas obligatorias, las tenencias agregadas del sistema bancario en cuentas corrientes a partir del inicio del período de mantenimiento de reservas, la financiación obtenida a través de las subastas mensuales y de otras operaciones de política monetaria, la información de que dispone el Eurosistema sobre las posibles pautas de los "factores autónomos" y, por último, la demanda de reservas que no están relacionadas con las reservas obligatorias.

Hay que destacar dos aspectos principales en el marco general de la gestión de la liquidez del Eurosistema. En primer lugar, el efecto de una decisión de adjudicación sobre la situación de liquidez no puede evaluarse solamente sobre la base del volumen específico de la subasta semanal o comparándolo con el vencimiento de las operaciones correspondientes, sino que depende de la situación de liquidez general. En segundo lugar, el banco central actúa bajo condiciones de incertidumbre: debido a perturbaciones imprevistas, las previsiones de los diferentes factores de liquidez contienen, inevitablemente, un elemento de error. De hecho, a posteriori, el perfil de liquidez se desvía, a veces significativa-

mente, del proyectado al tomar la decisión sobre la subasta semanal. Sin embargo, en el marco operativo del Eurosistema, dichas desviaciones apenas suelen tener efectos sobre el tipo de interés a un día, pues el mecanismo de promediación incluido en el sistema de reservas mínimas permite absorber perturbaciones de liquidez imprevistas, antes de que puedan corregirse en la subasta semanal siguiente. No obstante, pueden contribuir a una volatilidad más elevada del tipo de interés a un día en los últimos días del período de mantenimiento, después de que haya tenido lugar la última subasta semanal.

La instrumentación de la gestión de la liquidez

En el primer período de mantenimiento de reservas, que comenzó el 1 de enero y terminó el 23 de febrero, la inyección de liquidez, medida en términos de las tenencias de reservas acumuladas desde el comienzo del período, registró fluctuaciones moderadas en torno al nivel de reservas obligatorias del sistema bancario (véase gráfico 2). En los primeros días de la tercera fase, estas fluctuaciones se debieron a la eliminación del déficit de liquidez acumulado como consecuencia de la sustitución del sistema de coeficiente de caja y de las operaciones de política monetaria realizadas por los bancos centrales nacionales hacia el final de la segunda fase por el nuevo sistema de reservas mínimas y por las operaciones realizadas por el Eurosistema. En los días que siguieron, estas fluctuaciones reflejaron el movimiento de los "factores autónomos", que no había previsto el Eurosistema. En total, la media diaria de las tenencias de reservas acumuladas osciló entre -1 y +4 mm de euros de las reservas obligatorias agregadas, excluyendo los primeros días de enero. El tipo EONIA, que se situó en el 3,13%, como media, durante este período de mantenimiento (es decir, 13 puntos básicos por encima del tipo de interés aplicado en las subastas semanales en ese momento), fluctuó entre el 3,0% y el 3,2% la mayoría de las días, y alcanzó su cota máxima del 3,34% el 23 de febrero, el último día del período de mantenimiento de reservas, reflejando el déficit de liquidez del sistema bancario para cumplir con el coeficiente de reservas.

En el segundo período de mantenimiento, que comenzó el 24 de febrero y concluyó el 23 de marzo, la inyección de liquidez tuvo como objetivo que las entidades de contrapartida acumularan un importante superávit en su posición de reservas al comienzo del período de mantenimiento: a esta política se le suele llamar "cobertura anticipada". La media diaria de las tenencias de reservas acumuladas se situó entre 0 y +3 mm de euros de las reservas obligatorias agregadas en la primera semana natural, y esta diferencia aumentó hasta situarse en torno a los +7 mm de euros en los días posteriores a la subasta semanal liquidada el 3 de marzo. Como consecuencia de esta política de liquidez, en los primeros diez días de marzo, el tipo EONIA descendió gradualmente hacia el 3% aplicado en las subastas semanales. En la semana siguiente, del 11 al 18 de marzo, el tipo EONIA se mantuvo entre el 2,9% y el 3%, y cerró en torno al 2,5% en los últimos tres días hábiles del período de mantenimiento. En el segundo período de mantenimiento, el tipo EONIA medio se situó en el 2,94%.

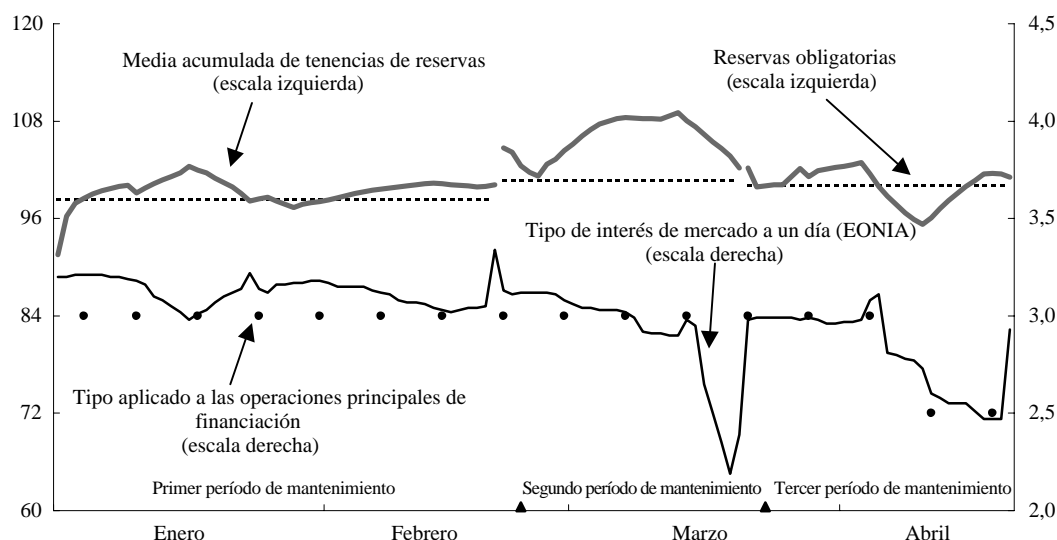
También se adoptó una política de ligera cobertura anticipada en el tercer período de manteni-

miento de reservas, que se inició el 24 de marzo y terminó el 23 de abril. Durante la primera parte de este período el nivel del tipo EONIA se acercó, o fue ligeramente inferior, al tipo del 3% de la subasta semanal, en un contexto de acumulación moderada de las tenencias de reservas, pues su media diaria no sobrepasó las reservas obligatorias en más de +3 mm de euros. Esta pauta, que prevaleció hasta el 6 de abril, puede haber reflejado las expectativas del mercado sobre una reducción de los tipos de interés del BCE antes de que concluyera el período de mantenimiento. Además, en este período, los participantes en el mercado pudieron haber descontado una abundancia sistemática de liquidez, que no se había previsto en el período anterior. En un contexto de fuertes expectativas acerca de una decisión sobre los tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno en la reunión que se celebraría el 8 de abril, el número total de peticiones presentadas para la subasta liquidada el 7 de abril fue, como se dijo anteriormente, relativamente bajo. El efecto inmediato de este comportamiento de las entidades a la hora de solicitar fondos fue la creación de una situación de liquidez bastante tensa hasta el 14 de abril, fecha de liquidación de la siguiente subasta

Grafico 2

La liquidez del sistema bancario, el tipo de interés de mercado a un día y el tipo aplicado a las operaciones principales de financiación: 1 de enero a 23 de abril de 1999

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

semanal, con el tipo EONIA aumentando hasta un 3,1% antes del recorte de los tipos de interés y ajustándose solo gradualmente al nuevo nivel del 2,5% a partir de entonces. El último día del período de mantenimiento, el tipo EONIA subió al 2,93%, lo que reflejaba un déficit de liquidez del mercado. En el tercer período de mantenimiento, el tipo EONIA medio se situó en el 2,82%.

Como se mencionó anteriormente, el arbitraje intertemporal tiende a igualar el tipo de interés vigente a un día con su nivel previsto durante el resto del período de mantenimiento, y este nivel debe estar en línea con el tipo aplicado en la subasta semanal. Sin embargo, en la práctica, el tipo de interés a un día puede desviarse del tipo de las subastas, independientemente de las expectativas del mercado, debido a una serie de factores. En primer lugar, las entidades de crédito suelen ser aversas al riesgo. Así pues, pueden tratar de acelerar el cumplimiento del coeficiente de reservas a lo largo del período de mantenimiento, incluso si esto implica tomar prestado a un nivel relativamente elevado al comienzo del período de mantenimiento, en caso de que el banco central no anticipe una mayor provisión de liquidez. En segundo lugar, las entidades de crédito, incluso las más grandes, tienen que hacer frente, finalmente, a una restricción en su actividad de mercado, debido a las líneas de crédito establecidas por las entidades de contrapartida. Esto implica que, normalmente, no están dispuestos a que su posición de reservas acumuladas se desvíe considerablemente de sus reservas obligatorias, independientemente de los posibles beneficios derivados del arbitraje. Por último, otros factores adicionales pudieron operar especialmente en las primeras semanas de la Unión Monetaria, cuando las entidades de crédito se estaban adaptando al nuevo entorno, y en el período posterior a un incidente que afectó a un componente nacional de TARGET el 29 de enero de 1999. En estas circunstancias, las entidades de crédito pueden haber sido reacias a operar en el mercado monetario, debido a incertidumbres relacionadas con el comportamiento de sus entidades de contrapartida y con la liquidación de las operaciones. Este hecho puede haber obstaculizado la circulación de fondos en el sistema bancario, dando lugar a unos tipos de interés a un día más elevados.

Operaciones de ajuste y operaciones estructurales

En los primeros meses de 1999, el Eurosistema no consideró necesario realizar operaciones de ajuste u operaciones estructurales. La decisión de no realizar operaciones de ajuste reflejó la pauta, en general, estable de los tipos de interés a un día, que solo presentó una moderada volatilidad al final de los períodos de mantenimiento (véase recuadro 3). Este último hecho es fácil de explicar en un marco monetario como el del Eurosistema, dado que, al final del período de mantenimiento, las entidades de crédito no pueden diferir por más tiempo el cumplimiento del coeficiente de caja. Sin embargo, esta volatilidad tiende a desaparecer al principio del nuevo período de mantenimiento y no tiene, por lo tanto, un impacto relevante sobre los tipos de interés a plazos más largos de la curva de rendimientos.

Estas consideraciones sugieren también que el sistema de reservas mínimas cumplió con éxito una de sus funciones, que es la de estabilizar los tipos de interés del mercado monetario. Este resultado fue debido a un coeficiente de reservas suficientemente alto, así como al hecho de que las entidades de crédito utilizaron eficazmente el mecanismo de promediación desde las primeras semanas de la Unión Monetaria.

Las operaciones estructurales no fueron necesarias dada la situación de déficit estructural de liquidez del sistema bancario de la zona del euro (es decir, su situación frente al Eurosistema, sin contar las operaciones de política monetaria) al final de la segunda fase, y la ampliación del déficit inducida por las reservas obligatorias del Eurosistema. En efecto, la experiencia adquirida durante los primeros meses de la Unión Monetaria confirmó que el déficit era lo suficientemente amplio para que el sistema bancario dependiera sistemáticamente de la realización de operaciones de inyección de liquidez de mercado abierto. Por lo tanto, el Eurosistema no consideró necesario adoptar medidas adicionales para ampliar el déficit de liquidez.

Recuadro 3

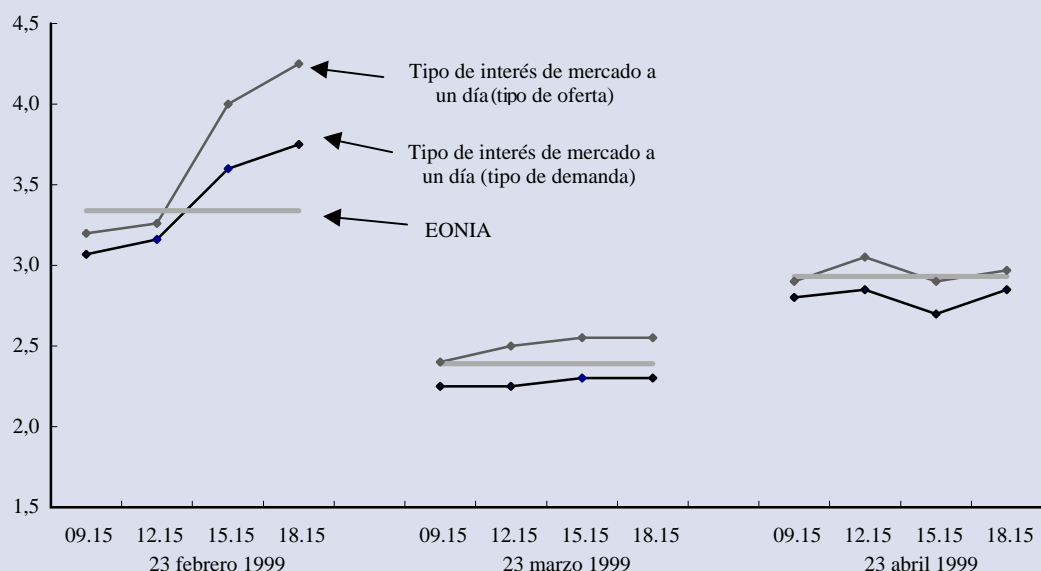
El comportamiento del mercado monetario en el último día del período de mantenimiento

El último día de cualquier período de mantenimiento, el mecanismo de promediación deja de cumplir su función estabilizadora frente al tipo de interés a un día. A consecuencia de ello, este tipo de interés puede experimentar una mayor volatilidad, que puede presentarse de dos formas. En primer lugar, el nivel medio del tipo de interés a un día en el último día del período de mantenimiento puede diferir considerablemente del nivel prevaleciente en los demás días del período de mantenimiento. En segundo lugar, en el transcurso del último día, el tipo de interés a un día se acerca gradualmente al tipo de interés de la facilidad permanente que el conjunto del sistema bancario necesita para cumplir con el coeficiente de reservas. Este proceso ha sido descrito ya en el texto. Sin embargo, es interesante centrarse aquí en la volatilidad intradía, para determinar con qué velocidad la información sobre las necesidades netas de liquidez del sistema bancario se propaga en el mercado monetario de la zona del euro el último día del período de mantenimiento.

El gráfico que figura a continuación muestra los tipos de oferta y demanda del mercado monetario en diferentes momentos del último día hábil de los tres primeros períodos de mantenimiento (23 de febrero, 23 de marzo y 23 de abril de 1999, respectivamente), así como el tipo EONIA en esos mismos días. Los tipos de oferta y demanda mostrados en el gráfico representan solo las condiciones propuestas (es decir, no se corresponden necesariamente con los tipos de interés efectivamente negociados por las entidades de contrapartida).

Tipos de interés de mercado a un día: EONIA y tipos de oferta y de demanda de liquidez intradía en el último día del período de mantenimiento

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Reuters.

Al final del primer período de mantenimiento se vio, a posteriori, que el sistema bancario estaba en una situación de déficit de liquidez (el 23 de febrero, el recurso neto a la facilidad marginal de crédito fue de 22,3 mm de euros). Sin embargo, en el transcurso de la mañana, los niveles de los tipos de interés a un día se mantuvieron alrededor del 3,1%-3,2%. Solo por la tarde empezaron a elevarse, para alcanzar el 4,25% a las 18.15 horas, lo que sugiere que el mercado monetario había advertido bastante tarde la existencia de un déficit de liquidez. Por lo tanto, la circulación de la información en el mercado parece haber sido relativamente lenta.

Por el contrario, el 23 de marzo, en el contexto de un exceso general de liquidez (al final del día, el recurso neto a la facilidad de depósito fue de 11,8 mm de euros), los tipos del mercado permanecieron relativamente estables alrededor del 2,3%-2,5%. Esta pauta —después de dos días hábiles en que el tipo de interés a un día se había aproximado al tipo de interés de la facilidad de depósito que se situaba en el 2%— señaló que el conjunto del sistema bancario advirtió el exceso de liquidez por la mañana temprano. Sin embargo, pese a esta situación de liquidez, el 23 de marzo, los tipos del mercado no convergieron hacia el nivel del 2%. Esto podría sugerir que las entidades de crédito que tenían un exceso de liquidez no estaban dispuestas a prestar sus fondos en el mercado monetario, incurriendo, por ello, en costes de transacción, así como en riesgos de crédito y de liquidez, a menos que se les ofreciera un nivel de remuneración mucho más elevado que el tipo de interés pagado por la facilidad de depósito.

Finalmente, el 23 de abril, último día del tercer período de mantenimiento de reservas, se registró un déficit general de liquidez (al final del día, el recurso neto a la facilidad marginal de crédito fue de 5 mm de euros). Esto pudo observarse de forma bastante clara al principio del día, con unos tipos de interés a un día situados, a la apertura del mercado, alrededor del 2,9%, muy por encima del tipo de interés del 2,5% aplicado en la subasta semanal. Los tipos de interés prevalecientes se mantuvieron luego alrededor de este nivel durante todo el día, sin alcanzar el tipo de interés del 3,5% de la facilidad marginal de crédito. Esto podría indicar que, hasta el último momento, se mantuvo en el mercado monetario la incertidumbre sobre el signo del desequilibrio neto de liquidez del sistema bancario.

En las tres ocasiones, el siguiente día hábil (el primer día de un nuevo período de mantenimiento de reservas), el tipo de interés a un día volvió a unos niveles más próximos al del tipo aplicado a la subasta semanal.

Discrepancias entre las tenencias en cuentas corrientes y las reservas mínimas obligatorias

En teoría, durante el período de mantenimiento no debería existir ninguna diferencia entre la media diaria de los saldos mantenidos por las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema y sus reservas mínimas obligatorias. Esto se debe al hecho de que los saldos de las cuentas corrientes que no contribuyen al cumplimiento del coeficiente de reservas no se remuneran, mientras que los fondos transferidos a la facilidad de depósito se remuneran al tipo de interés de dicha facilidad. Sin embargo, en la práctica, se registró una discrepancia entre estos dos agregados en cada uno de los tres períodos de mantenimiento de reservas considerados. En el primer período, el saldo medio diario en cuentas corrientes fueron de 100,2 mm de euros, superando en 2 mm de euros las reservas obligatorias de 98,2 mm de euros. En el segundo período, las tenencias fueron superiores a las reservas mínimas en 1,6 mm de euros (la diferencia entre 102,2 mm de euros y 100,6 mm de euros) y, finalmente, en el tercer período, las reservas man-

tenidas superaron a las obligatorias en 1 mm de euros (la diferencia entre 101,1 mm de euros y 100,1 mm de euros).

Tal como se explica en el recuadro que aparece en las páginas 14, 15 y 16 del *Boletín mensual* del BCE del mes de abril, aproximadamente la mitad de la diferencia entre el saldo medio en cuentas corrientes y las reservas mínimas obligatorias puede atribuirse a un conjunto de factores: i) el saldo de cuentas corrientes de las entidades de contrapartida que no tienen que mantener realmente reservas mínimas porque su coeficiente de reservas se sitúa por debajo de la franquicia de 100.000 euros; ii) las tenencias en cuentas corrientes de participantes extranjeros en el sistema de pagos *Euro Access Frankfurt* (EAF); y iii) el saldo de cuentas corrientes de las entidades de contrapartida que mantienen sus reservas mínimas indirectamente a través de otra entidad, pero que siguen teniendo una cuenta corriente en el banco central para la liquidación de pagos. La discrepancia restante puede atribuirse al superávit de reservas, es decir, a los saldos que las entidades de contrapartida mantienen en sus cuentas corrientes después de haber cumplido con su coeficiente de reservas.

En la actualidad, en un contexto de tipos de interés bajos, el coste de oportunidad de mantener estos saldos en una cuenta corriente a un día es modesto. Por lo tanto, algunas entidades de crédito pueden preferir no transferir cantidades muy pequeñas de fondos a la facilidad de depósito. Sin embargo, el impacto agregado de esta clase de comportamiento puede no ser desdeñable, en particular, si se considera el elevado

número de entidades que están actualmente sujetas al coeficiente de reservas mínimas del Eurosistema. De acuerdo con la pauta observada durante los tres primeros períodos de mantenimiento de reservas de la Unión Monetaria, se espera que la discrepancia entre el saldo de las cuentas corrientes y las reservas mínimas obligatorias siga disminuyendo algo con el tiempo, aunque no desaparezca del todo.

3 Conclusiones

En conjunto, la experiencia adquirida hasta la fecha con el marco operativo del Eurosistema ha sido favorable. La decisión de facilitar la transición a la Unión Monetaria —fijando la amplitud de la "banda" de tipos de interés aplicados a las facilidades permanentes en 50 puntos básicos durante algunos días en enero de 1999— fue acertada. Al final de ese período transitorio, las entidades de contrapartida demostraron haber adquirido un conocimiento adecuado del funcionamiento del nuevo sistema. Las operaciones principales de financiación han desempeñado el

papel previsto de proporcionar el grueso de la liquidez al sistema bancario y de controlar los tipos de interés a corto plazo. Por otro lado, los tipos de interés a un día han estado limitados por los tipos aplicados a las facilidades permanentes y reaccionaron suavemente al recorte de los tipos de interés del BCE efectuado el 8 de abril de 1999. Finalmente, el mecanismo de promediación del sistema de reservas mínimas ha permitido suavizar las fluctuaciones diarias de liquidez, por lo que no ha sido necesario realizar operaciones de ajuste.

La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Unas finanzas públicas saneadas constituyen un instrumento para reforzar las condiciones para la estabilidad de precios y asegurar un crecimiento fuerte y sostenido que favorezca la creación de empleo. El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea modificado por el tratado de Amsterdam ("el Tratado") y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento firmado en Amsterdam en junio de 1997 proporcionan a los países de la UE, y especialmente a los que han adoptado el euro, un código común de conducta fiscal que se espera refuerce la disciplina en la gestión de las finanzas públicas. Posiciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit permitirán a todos los Estados miembros hacer frente a las fluctuaciones cíclicas normales, manteniendo al mismo tiempo el déficit público por debajo del valor de referencia del 3% del PIB. Déficit reducidos, junto con cargas de la deuda en continua disminución, contribuirán a mantener bajas las expectativas inflacionistas, facilitando así la tarea del Eurosistema en cuanto al mantenimiento de la estabilidad de precios. Entre finales de 1998 y principios de 1999, todos los países de la UE presentaron al Consejo ECOFIN y a la Comisión Europea programas de estabilidad y convergencia sobre sus posiciones presupuestarias actuales y sus planes fiscales para el futuro. Aunque se comprobó que, en líneas generales, cumplían las normas de disciplina fiscal establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los programas presentados por un cierto número de países no parecen incorporar márgenes de seguridad adicionales que permitan afrontar contingencias inesperadas, acelerar el ritmo de reducción de la deuda pública, o preparar las finanzas públicas para hacer frente a las exigencias derivadas de las perspectivas demográficas.

I Introducción

La consecución y el mantenimiento del equilibrio macroeconómico, como prerrequisito del progreso económico y social, ha sido el objetivo fundamental que ha servido de guía en la integración económica y monetaria europea de los años noventa. Tanto el objetivo de facilitar el cumplimiento del mandato del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) en cuanto a la salvaguardia de la estabilidad de precios como la aplicación del principio de subsidiariedad a las políticas no monetarias de los gobiernos participantes, figuraban entre las prioridades de los fundadores de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Al mismo tiempo, se consideraba que unas finanzas públicas saneadas son un requisito indispensable para la estabilidad macroeconómica y que la estabilidad financiera debe basarse en políticas fiscales disciplinadas. Por consiguiente, el compromiso de la UE en su conjunto con unas finanzas públicas saneadas, tal como se establece en el Tratado y se desarrolla en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, constituye una garantía permanente de que se adoptarán políticas fiscales responsables.

La experiencia acumulada en las pasadas décadas muestra que el aumento de los ratios de deuda —así como la deuda implícita asociada a los sistemas de seguridad social en sociedades

que están envejeciendo— supone una fuente de incertidumbre permanente sobre las perspectivas económicas, lo que, unido a unos déficits considerables, limita constantemente el campo de actuación de la política fiscal como instrumento de estabilización. Los tipos de interés reales a largo plazo son más altos, la inversión privada es menor y se produce un efecto de expulsión, al menos parcial, de la formación de capital físico. Todo ello reduce el nivel de producción y las posibilidades de consumo disminuyen a largo plazo. De hecho, la evidencia empírica apunta a la existencia de una significativa relación negativa entre los desequilibrios fiscales y la inversión nacional bruta, así como entre los déficits y la renta per cápita a medio plazo.

Además, la laxitud fiscal parece también reducir la flexibilidad del sistema fiscal a las fluctuaciones económicas y contribuye a amortiguar sus efectos sobre la renta agregada. La rigidez de las estructuras fiscales ha ido aumentando durante las últimas décadas. Esto se ha debido, en parte, a políticas discrecionales encaminadas a aumentar el empleo público o a la adopción de elevadas tasas de cobertura y de jubilaciones anticipadas, y ha constituido, en parte, un subproducto presupuestario de las tendencias demográficas adversas que han incrementado la proporción de

retirados sobre la población total. Los crecientes déficit estructurales, lejos de contribuir a suavizar las fluctuaciones de la renta a lo largo de las distintas fases del ciclo, han impedido sistemáticamente la respuesta de los responsables de la política económica a las recesiones graves, incluso en aquellas ocasiones en que los ajustes sobre el gasto y los impuestos eran más necesarios.

La inflación es un fenómeno monetario a medio y largo plazo. Puesto que la relación de largo plazo entre la financiación monetaria de los déficit públicos y la inflación está bien establecida, una prohibición creíble y definitiva de aquella, junto con un marco institucional que asigne a la autoridad monetaria un mandato creíble y duradero de persecución del objetivo de estabilidad de precios, constituyen condiciones previas indispensables para mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Sin embargo, la tarea de la política monetaria orientada hacia la estabilidad puede también verse afectada por el tono de las políticas fiscales. A corto plazo, los precios regulados y los impuestos indirectos tienen un impacto directo sobre la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). A más largo plazo, unas finanzas públicas desequilibradas tienen un impacto negativo sobre la eficiencia económica, y por consiguiente, sobre el proceso de formación de los precios. Déficit estructurales elevados tienden a sustraer recursos de la formación privada de capital y a aumentar la brecha entre la oferta y la demanda agregadas. Esto tiende a alterar la composición de la oferta agregada y crea rigideces y cuellos de botella que contribuyen a exacerbar las presiones sobre los precios. De esta manera, la existencia de déficit persistentes podría forzar a las autoridades monetarias a mantener unos tipos de interés a corto plazo más altos de lo que sería necesario. Por el contrario, un marco institucional que garantice unas finanzas públicas saneadas estimula la estabilidad macroeconómica, lo que lleva a un crecimiento sostenido de la producción y del empleo, y contribuye al mantenimiento de la estabilidad de precios, así como a la constante mejora de los niveles de vida.

En determinadas circunstancias, las políticas fiscales pueden afectar también a las expectativas y amplificar los efectos de las perturbaciones económicas y financieras. Si los agentes que operan en el mercado perciben que las estructuras fiscales están excesivamente expuestas a las fluctuaciones económicas o a las variaciones de los tipos de interés (por ejemplo, debido a la insuficiencia de márgenes de seguridad incorporados en los saldos primarios para hacer frente a las contingencias adversas), tales perturbaciones podrían determinar aumentos de las primas de riesgo y de los tipos de interés a largo plazo.

En una unión monetaria entre Estados soberanos, se refuerzan las razones a favor del seguimiento de una política responsable en lo que se refiere a las decisiones en materia fiscal. Una unión monetaria de nueva creación elimina los diferenciales de tipos de interés que, durante mucho tiempo, habían servido para compensar a los inversores por los diferenciales de inflación y las perspectivas de depreciación entre las monedas anteriormente existentes. De este modo, los prestatarios pierden un elemento —una moneda nacional que se deprecia— que servía para señalar la preocupación de los mercados con respecto a políticas inadecuadas, especialmente en el terreno fiscal. Al mismo tiempo, al integrarse los mercados financieros, los emisores soberanos pueden acceder a un mercado de capitales más amplio y líquido que en condiciones de autonomía monetaria. Para aquellos países participantes que habían sido penalizados en términos relativos en el mercado de deuda pública, la desaparición de la prima de riesgo y de la prima de liquidez puede hacer que, en consecuencia, el recurso al endeudamiento sea una opción de política más atractiva que otras formas de financiación del gasto público. Este rasgo, a su vez, tiende a crear una tendencia hacia el déficit para el conjunto de la zona, lo que, a su vez, proporciona mayores incentivos para la adopción de una política económica que desanime las malas prácticas fiscales.

Cuando la autoridad fiscal no es única, decisiones fiscales equivocadas que hayan sido tomadas por miembros de una unión monetaria, pueden tener repercusiones negativas sobre las economías vecinas. Estos efectos externos negativos

se transmiten generalmente a través de los tipos de interés a largo plazo, ya que tanto la holgura fiscal en un país como el exceso de demanda que esta ejerce sobre el ahorro privado de toda la unión, presionan sobre el coste de financiación a largo plazo para el conjunto de la zona. En principio, las fuerzas de mercado podrían actuar como elemento disuasorio efectivo contra las desviaciones de las políticas. Así, incluso en ausencia de límites institucionales explícitos sobre los déficit públicos, la posibilidad de que una prima de insolvencia penalizase el endeudamiento excesivo de un país concreto podría desanimar las desviaciones de la disciplina fiscal por parte de los gobiernos. Sin embargo, en la práctica, no parece haber evidencia

concluyente de que la disciplina ejercida por los mercados financieros haya sido suficiente para inducir a los gobiernos a tener siempre en cuenta las restricciones presupuestarias a largo plazo. En tales circunstancias, los regímenes fiscales incontrolados a nivel nacional inevitablemente generarán tensiones, y existen argumentos obvios a favor de complementar las fuerzas de mercado con unas normas de control fiscal comúnmente aceptadas. Esto induce a los responsables de la política nacional a internalizar el impacto que tienen sus decisiones sobre la zona en su conjunto. De esta manera, las normas supranacionales mejoran la coordinación e inspiran mutua confianza entre los países miembros.

2 El Tratado y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento: aspectos institucionales y de procedimiento

Las normas presupuestarias del Tratado

En la tercera fase de la UEM, la política fiscal sigue siendo competencia exclusiva de los Estados miembros. Esto contrasta con la existencia, no sólo de una política monetaria única, sino también de unas políticas comunes en las áreas de agricultura, comercio y competencia. Dentro del marco del Tratado, la autonomía presupuestaria de los Estados miembros es, en términos formales, absoluta. Sin embargo, la gestión de las políticas fiscales nacionales está sujeta a las normas de disciplina presupuestaria y los procedimientos de coordinación a nivel comunitario establecidos en el Tratado (Título VII, Capítulo I sobre "Política Económica"). (En este artículo todas las referencias a las disposiciones del Tratado se han tomado de la versión consolidada proporcionada por el Tratado de Amsterdam, que entró en vigor el 1 de mayo de 1999). La norma básica de política fiscal que el Tratado consagra es que los Estados miembros deberán evitar los déficits públicos excesivos. Esta norma se desarrolla en el artículo 104 (antiguo artículo 104 C) y en el Protocolo nº 5 sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, anejo al Tratado. El artículo 104 (antiguo artículo 104 C) figura después de las orientaciones generales y normas para la coordinación de las políticas económicas (no monetarias) y de un conjunto de restricciones sobre la financiación del déficit del sector público. Estas orientaciones y normas se establecen en los artículos 98 a 100 (antiguos artículos 102 A a 103 A) y en los artículos 101 a 103 (antiguos artículos 104 a 104 B), respectivamente.

Las orientaciones generales y normas prevén que los Estados miembros gestionarán sus políticas económicas de forma que contribuyan al logro de los objetivos de la Comunidad (véase anejo 1). De acuerdo con el artículo 2 (antiguo artículo 2) del Tratado, estos objetivos son:

"promover en el conjunto de la Comunidad un desarrollo armonioso y equilibrado de las actividades económicas, un crecimiento sos-

tenido y no inflacionista que respete el medio ambiente, un alto grado de convergencia de los resultados económicos, un alto nivel de empleo y de protección social, la elevación del nivel y de la calidad de vida, la cohesión económica y social y la solidaridad entre los Estados miembros".

Además, deben considerar sus políticas económicas como un asunto de interés común sobre la base de la estrecha coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros dentro del Consejo ECOFIN, compuesto por los Ministros de Finanzas y Economía de los Estados miembros. Los principios rectores establecidos en el artículo 4 (antiguo artículo 3 A) del Tratado son la estabilidad de precios, más finanzas públicas y unas condiciones monetarias saneadas, y unas balanzas de pagos sostenibles. Se requiere del Consejo ECOFIN que formule las orientaciones generales de las políticas económicas de los Estados miembros y que controle la evolución económica dentro de un marco de supervisión multilateral. Con este fin, los Estados miembros deben proporcionar, entre otras cosas, información sobre las medidas importantes que hayan tomado en el ámbito de sus competencias en materia de política económica. En el caso de que la gestión de la política económica de un Estado miembro no sea coherente con las orientaciones generales establecidas, o se corra el riesgo de que pueda comprometer el correcto funcionamiento de la UEM, el Consejo puede formular una recomendación al Estado miembro en cuestión y puede decidir hacer pública dicha recomendación.

Las restricciones sobre la financiación de los déficits públicos prohíben la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de crédito por el BCE o por los bancos centrales nacionales en favor de cualquier institución del sector público a nivel nacional o comunitario (véase anejo 2). Se prohíbe también al BCE y a los bancos centrales nacionales la adquisición directa de instrumentos de deuda a dichas instituciones, así como la concesión a las mismas, por parte de los Estados miembros, de acceso privi-

legiado a las entidades financieras, a menos que se base en consideraciones prudenciales. Además, el Tratado establece que las deudas de las instituciones del sector público de cualquier Estado miembro no serán asumidas por la Comunidad ni por cualquier otro Estado miembro. Esta disposición, que se conoce generalmente como la "cláusula de *no bail-out*" (sin posibilidad de rescate) significa que, en caso de insolvencia de cualquiera de dichas instituciones, ni la Comunidad ni los demás países serán considerados responsables de la deuda de la institución insolvente.

En lo que se refiere a la política presupuestaria, la norma es que los Estados miembros han de evitar los déficit excesivos (véase anejo 3, apartado I del artículo 104 (antiguo artículo 104 C)). El cumplimiento de la disciplina presupuestaria habrá de examinarse sobre la base de los valores de referencia establecidos para el déficit y el endeudamiento bruto de las administraciones públicas en relación con el PIB, a los que es aplicable un conjunto de consideraciones. Concretamente, solo aquellos déficit que excedan de forma excepcional y temporal el valor de referencia pueden estar exentos de la consideración de excesivos, y esto solamente si permanecen próximos al nivel de referencia. A la hora de evaluar las situaciones presupuestarias, pueden tenerse en cuenta, también, otras informaciones adicionales, como, por ejemplo, el nivel de inversión pública en relación con el déficit público. La decisión sobre si un Estado miembro se encuentra en una situación de déficit excesivo corresponde al Consejo ECOFIN, actuando sobre la base de una recomendación de la Comisión Europea.

Las normas presupuestarias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El Consejo Europeo decidió, en 1997, proporcionar una clarificación de las normas presupuestarias del Tratado, al instituir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que establece las normas para la coordinación de las políticas económicas y define las condiciones de aplicación del procedimiento de déficit excesivo en la tercera fase de la UEM. El objetivo fundamental del Pacto es: (a)

asegurar de forma duradera que las políticas fiscales cumplirán las exigencias de la prudencia presupuestaria y (b) efectuar un seguimiento de las políticas fiscales que permita la formulación a tiempo de advertencias en caso de desviaciones presupuestarias. En este contexto, el Consejo Europeo subraya la importancia de salvaguardar unas finanzas públicas saneadas como medio para reforzar las condiciones para la estabilidad de precios y para un crecimiento fuerte y sostenido que favorezca la creación de empleo. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que contiene disposiciones de carácter tanto preventivo como disuasorio, está compuesto por la Resolución del Consejo Europeo (Amsterdam, 17 de junio de 1997) en la que se especifican los compromisos de los Estados miembros, de la Comisión Europea y del propio Consejo Europeo, y por dos Reglamentos del Consejo ECOFIN. El Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo de 7 de julio de 1997 presenta y clarifica la aplicación del procedimiento de déficit excesivo. El Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo de 7 de julio de 1997 trata de reforzar la supervisión de las posiciones presupuestarias y de la supervisión y coordinación de las políticas económicas, y define el contenido de los programas de estabilidad y de convergencia.

La Resolución del Consejo Europeo sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento incorpora, como principal disposición dirigida a asegurar políticas presupuestarias saneadas sobre una base permanente, el compromiso de los Estados miembros de respetar el objetivo presupuestario de lograr a medio plazo posiciones próximas al equilibrio o con superávit (véase anejo 4). Este objetivo permitirá a todos los Estados miembros hacer frente a las fluctuaciones cíclicas normales, sin que el déficit público sobrepase el valor de referencia del 3% del PIB. Déficit públicos por encima del 3% del PIB serán considerados excesivos, a menos que se espere que sean temporales y se hayan producido en circunstancias excepcionales. En cualquier caso, el déficit habrá de permanecer cerca del valor de referencia. Las circunstancias se consideran temporales y excepcionales si el desbordamiento del déficit obedece a una circunstancia inusual sobre la cual el Estado miembro no tiene control o a una recesión grave. La Comisión Europea sólo con-

siderará como excepcional un exceso sobre el valor de referencia proveniente de una recesión económica grave, si existe una disminución anual del PIB en términos reales de, al menos, el 2%. Una disminución menor del PIB real sólo puede ser considerada como excepcional por el Consejo ECOFIN, a iniciativa del Estado miembro en cuestión, cuando la excepcionalidad esté avalada por la evidencia empírica, en especial con respecto a la brusquedad de la recesión, o con respecto a la pérdida acumulada en el PIB en relación con tendencias pasadas. Al evaluar si una recesión es grave o no, los Estados miembros tomarán, por norma general, como punto de referencia, una disminución anual del PIB real de, al menos, el 0,75%. La naturaleza temporal de un déficit que exceda el nivel del 3% quedará sustentada por previsiones presupuestarias elaboradas por la Comisión Europea que indiquen que el déficit se situará por debajo del valor de referencia al término de la circunstancia excepcional o de la grave recesión económica (véase anejo 5).

En caso de que el déficit de un Estado miembro se considere excesivo, el Consejo ECOFIN formulará recomendaciones para la corrección de dicho desequilibrio presupuestario. El Estado miembro en cuestión tendrá que tomar medidas efectivas a estos efectos en el plazo de cuatro meses. Si, en opinión del Consejo ECOFIN, no se toman tales medidas, el Consejo puede imponer sanciones. Estas toman, inicialmente, la forma de un depósito que no devenga intereses, que se determina en relación con el PIB del Estado miembro, que puede convertirse en una multa en caso de que el déficit excesivo persista durante más de dos años.

Con objeto de efectuar el seguimiento de la evolución presupuestaria y de recibir indicios de cualquier desviación presupuestaria potencial, así como para facilitar la coordinación de las políticas económicas, se ha establecido también un sistema de alerta rápida en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Con este fin, los Estados miembros presentarán al Consejo ECOFIN y a la Comisión Europea programas anuales de estabilidad (si han adoptado la moneda única) o programas de convergencia (si no han adoptado la moneda única),

especificando sus objetivos presupuestarios a medio plazo. El contenido y formato de los programas de estabilidad se atienen a un esquema acordado (véase anejo 6). Los requisitos para los programas de convergencia son similares. El Consejo emitirá un dictamen sobre los programas y pedirá ajustes, en caso de que considere necesario reforzar sus objetivos y contenido. Además, el Consejo efectuará el seguimiento de la aplicación de los programas, y se formularán recomendaciones al Estado miembro en cuestión si el Consejo identifica cualquier divergencia significativa entre la situación presupuestaria y los objetivos presupuestarios a medio plazo que el programa establece.

La aplicación del procedimiento de déficit excesivo

Los distintos pasos a seguir en el proceso de aplicación del procedimiento de déficit excesivo (PDE) se resumen en el diagrama 1 (página 60), que trata de la decisión del Consejo ECOFIN sobre la existencia de un déficit excesivo, y en el diagrama 2 (página 61), que describe el procedimiento de seguimiento.

- El Paso 1 es preliminar y se refiere a la notificación de los datos presupuestarios a la Comisión Europea por parte de los Estados miembros antes del 1 de marzo y del 1 de septiembre de cada año.
- En el Paso 2, la Comisión Europea examina el cumplimiento de la disciplina presupuestaria por parte de los Estados miembros, sobre la base de los criterios establecidos en el apartado 2 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C) del Tratado. Si los Estados miembros cumplen las exigencias que establecen los dos criterios de disciplina presupuestaria (un déficit público por debajo del 3% del PIB y una deuda pública inferior al 60% del PIB, a menos que la proporción disminuya suficientemente y se aproxime a un ritmo satisfactorio al valor de referencia), y si la Comisión Europea es de la opinión de que no existe riesgo de déficit excesivo, no se iniciará el procedimiento de déficit excesivo. De no ser así, o

siempre que el déficit público actual o previsto de un Estado miembro supere el valor de referencia del 3% del PIB (véase anejo 3, apartado 3 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C), y anejo 4, compromiso 3 de la Comisión Europea), la Comisión Europea elaborará un informe que pondrá en marcha la aplicación del PDE.

- En el Paso 3, dentro de las dos semanas siguientes a la preparación del informe de la Comisión Europea, el Comité Económico y Financiero —del que forman parte representantes de los gobiernos y del SEBC— formulará un dictamen sobre este informe y lo presentará al Consejo ECOFIN (apartado 4 del artículo 104 C). Teniendo plenamente en cuenta dicho dictamen, la Comisión Europea remitirá su dictamen al Consejo ECOFIN (apartado 5 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C)), junto con una recomendación, si considera que existe un déficit excesivo. Si la Comisión Europea considera que un déficit superior al 3% del PIB no es excesivo y si esta opinión no coincide con la del Comité Económico y Financiero, la Comisión Europea deberá presentar por escrito al Consejo ECOFIN las razones que fundamenten su posición.
- En el Paso 4, el Consejo ECOFIN, por una mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la Comisión Europea, habiendo considerado las posibles observaciones que formule el Estado miembro de que se trate y tras una valoración global, decidirá si existe un déficit excesivo (apartado 6 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C)). La decisión deberá tomarse dentro de los tres meses siguientes a la notificación de los datos presupuestarios a la Comisión Europea por parte de los Estados miembros.
- En el Paso 5, si el Consejo ECOFIN decide que no existe déficit excesivo, se pone término al procedimiento de déficit excesivo. Sin embargo, si la decisión es que sí existe un déficit excesivo en un Estado miembro, el Consejo ECOFIN dirigirá, al mismo tiempo, al Estado miembro recomendaciones de conformidad con el apartado 7 del artículo

104 (antiguo artículo 104 C). Estas recomendaciones se adoptan sobre una recomendación de la Comisión Europea, por mayoría cualificada que excluye los votos del representante del Estado miembro en cuestión, y no se hacen públicas. El Consejo ECOFIN recomendará que los déficit excesivos se corrijan tan pronto como sea posible después de que surjan (véase anejo 4), y fijará dos plazos. Uno de ellos establece un máximo de cuatro meses para que se tomen medidas efectivas por parte del Estado miembro en cuestión. El otro plazo se refiere a la corrección del déficit excesivo, que deberá llevarse a cabo en el año siguiente a su identificación, salvo en el caso de que concurren circunstancias especiales.

- El Paso 6 (en el diagrama 2) inicia el seguimiento de la decisión del Consejo ECOFIN de que existe un déficit excesivo en un Estado miembro. El Consejo ECOFIN determinará si se han tomado medidas efectivas en respuesta a las recomendaciones formuladas de conformidad con el apartado 7 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C), y basará su evaluación en las decisiones hechas públicas por el gobierno del Estado miembro en cuestión. La decisión se toma sobre una recomendación de la Comisión Europea, por mayoría cualificada, excluyendo los votos del representante del Estado miembro en cuestión.
- Si, en el Paso 7, el Consejo ECOFIN decide que no se han tomado medidas efectivas, puede hacer públicas sus recomendaciones según el apartado 8 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C), inmediatamente después de que expire el plazo previamente establecido (un máximo de cuatro meses). En tal caso, sólo para los Estados miembros participantes y dentro del mes siguiente a la decisión, el Consejo ECOFIN puede decidir —según el apartado 9 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C)— formular una advertencia al Estado miembro participante en cuestión para que adopte, en un plazo determinado, medidas dirigidas a la reducción del déficit. Esta decisión y las decisiones posteriores que se adopten en el marco del procedimiento de-

berán tomarse sobre la base de una recomendación de la Comisión Europea, por mayoría cualificada, excluyendo los votos del representante del Estado miembro en cuestión. No obstante, si el Consejo ECOFIN decide que el Estado miembro en cuestión ha tomado medidas efectivas en cumplimiento de sus recomendaciones según el apartado 7 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C), se suspenderá el procedimiento de déficit excesivo. La Comisión Europea y el Consejo ECOFIN supervisarán la aplicación de las medidas adoptadas.

- En el Paso 8, si, en opinión del Consejo ECOFIN, el déficit excesivo ha sido corregido, se derogarán algunas o la totalidad de sus decisiones referentes a las recomendaciones y advertencias formuladas. Si se hubieran hecho públicas las recomendaciones, el Consejo ECOFIN hará pública una declaración en el sentido de que el déficit excesivo ha dejado de existir en el Estado miembro en cuestión. Sin embargo, si el Estado miembro no actúa en cumplimiento de las sucesivas decisiones del Consejo ECOFIN que formulaban recomendaciones y advertencias, el Consejo impondrá sanciones de acuerdo con el apartado 11 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C), dentro de los dos meses siguientes a la decisión de formular una advertencia al Estado miembro en cuestión y en un plazo de 10 meses a partir de las fechas de notificación de los datos presupuestarios a la Comisión Europea. Además, puede utilizarse un procedimiento acelerado en el caso de un déficit deliberadamente previsto que el Consejo ECOFIN considere excesivo. Otra posibilidad es que, mientras el procedimiento de déficit excesivo está en suspenso, el Estado miembro participante no aplique las medidas, o que los datos que los Estados miembros remiten regularmente a la Comisión Europea antes del 1 de marzo y del 1 de septiembre de cada año indiquen que el déficit excesivo no ha sido corregido por un Estado miembro participante dentro de los plazos especificados en las recomendaciones formuladas según el apartado 7 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C). En tal caso, el Consejo ECOFIN tomará inmediatamente la decisión de formular una advertencia al Estado miembro participante en cuestión para que tome, dentro de un determinado plazo, medidas dirigidas a reducir el déficit.
- En el Paso 9, si el Estado miembro participante actúa de acuerdo con las advertencias formuladas por el Consejo ECOFIN según el apartado 9 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C), se suspenderá el procedimiento de déficit excesivo. El periodo de suspensión del procedimiento no se incluirá ni en el plazo de dos meses ni en el de 10 meses mencionados anteriormente en el Paso 8 como límites máximos para la imposición de sanciones. La Comisión Europea y el Consejo ECOFIN supervisarán la aplicación de las medidas tomadas.
- En el Paso 10, si el déficit excesivo ha sido corregido, en opinión del Consejo ECOFIN, se pondrá término al procedimiento, tal como se indica en el Paso 8. Sin embargo, si, a juicio del Consejo ECOFIN, se comprueba que las medidas tomadas por el Estado miembro participante son ineficaces, o si los datos presentados regularmente por los Estados miembros a la Comisión Europea antes del 1 de marzo y del 1 de septiembre de cada año indican que el déficit excesivo no ha sido corregido por un Estado miembro participante dentro del plazo especificado y según las advertencias formuladas de acuerdo con el apartado 9 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C), el Consejo ECOFIN tomará de inmediato la decisión de imponer sanciones de acuerdo con el apartado 11 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C). Las sanciones consistirán, por regla general, en un depósito sin devengo de intereses y el Consejo ECOFIN podrá decidir completar este depósito con las medidas previstas en los dos primeros guiones del apartado 11 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C). Cuando el déficit excesivo provenga del incumplimiento del criterio de déficit, la cuantía del primer depósito incluirá un componente fijo igual al 0,2% del PIB y un componente variable igual a la décima parte de la diferencia existente entre el déficit en porcentaje del PIB del año anterior y el valor

de referencia del 3% del PIB. Cada año siguiente, se repite el Paso 10 hasta que se derogue la decisión sobre la existencia de un déficit excesivo. En su evaluación anual, el Consejo ECOFIN decidirá agravar las sanciones, a menos que el Estado miembro participante haya dado cumplimiento a la advertencia del Consejo. Si se decide exigir un depósito adicional, este será igual a la décima parte de la diferencia entre el déficit en porcentaje del PIB del año anterior y el valor de referencia del 3% del PIB, sin que se exceda el límite máximo del 0,5% del PIB. Por regla general, un depósito se convertirá en una multa si, dos años después de la decisión que exigía al Estado miembro participante hacer un depósito, el déficit excesivo no ha sido

corregido. Estas multas se distribuirán entre aquellos Estados miembros que no presenten déficit excesivos, en proporción a su participación en el PNB total de dichos Estados miembros. De acuerdo con el apartado 12 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C), el Consejo ECOFIN derogará las sanciones a que se refieren los dos primeros guiones del apartado 11 del artículo 104 (antiguo artículo 104 C), dependiendo de la importancia de los progresos realizados por el Estado miembro participante en cuanto a la corrección del déficit excesivo, y todas las sanciones pendientes se levantarán en caso de derogación de la decisión por la que se declara la existencia de un déficit excesivo. Sin embargo, las multas no serán reembolsadas.

Diagrama I

Decisión del Consejo ECOFIN sobre la existencia de un déficit excesivo

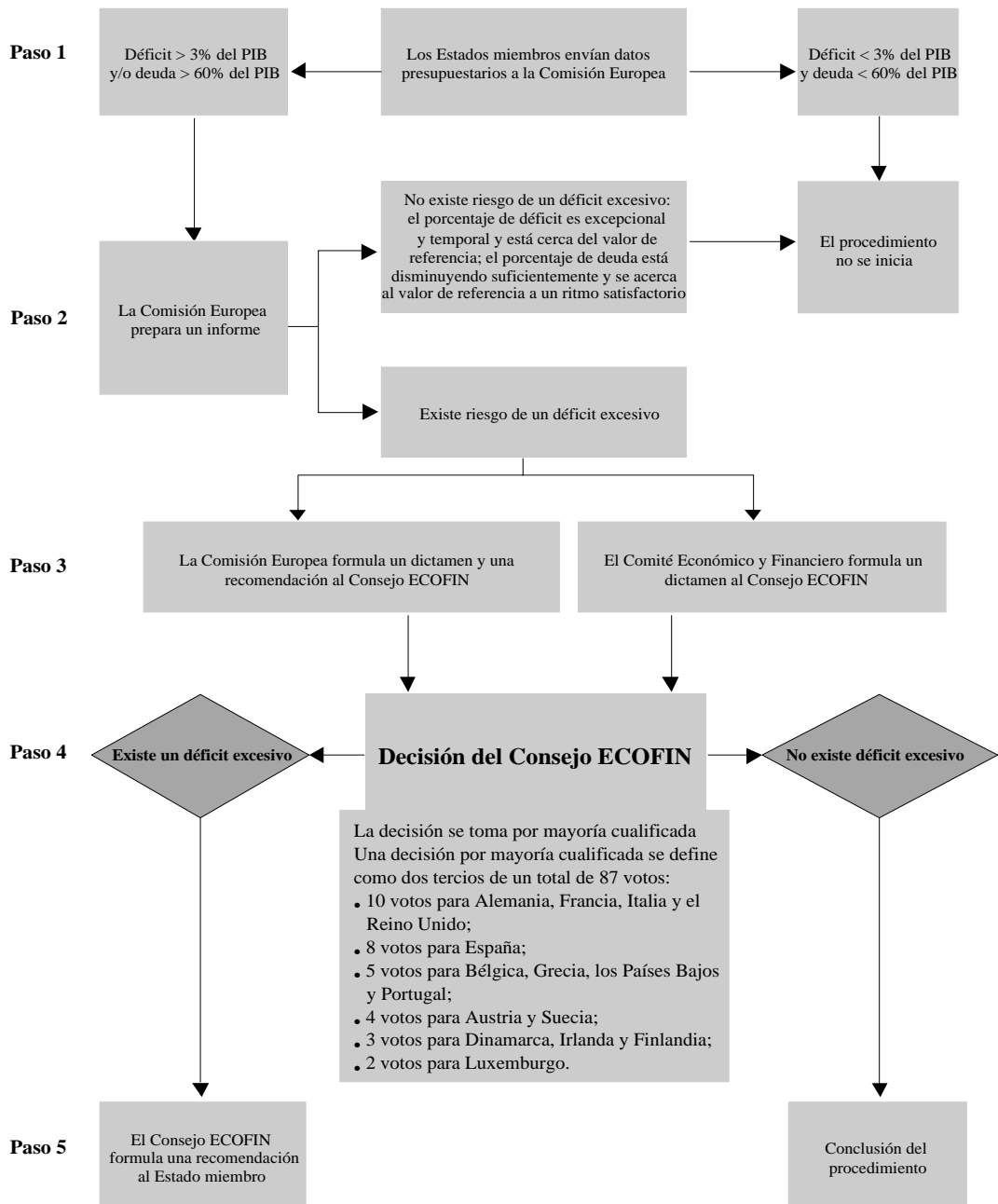
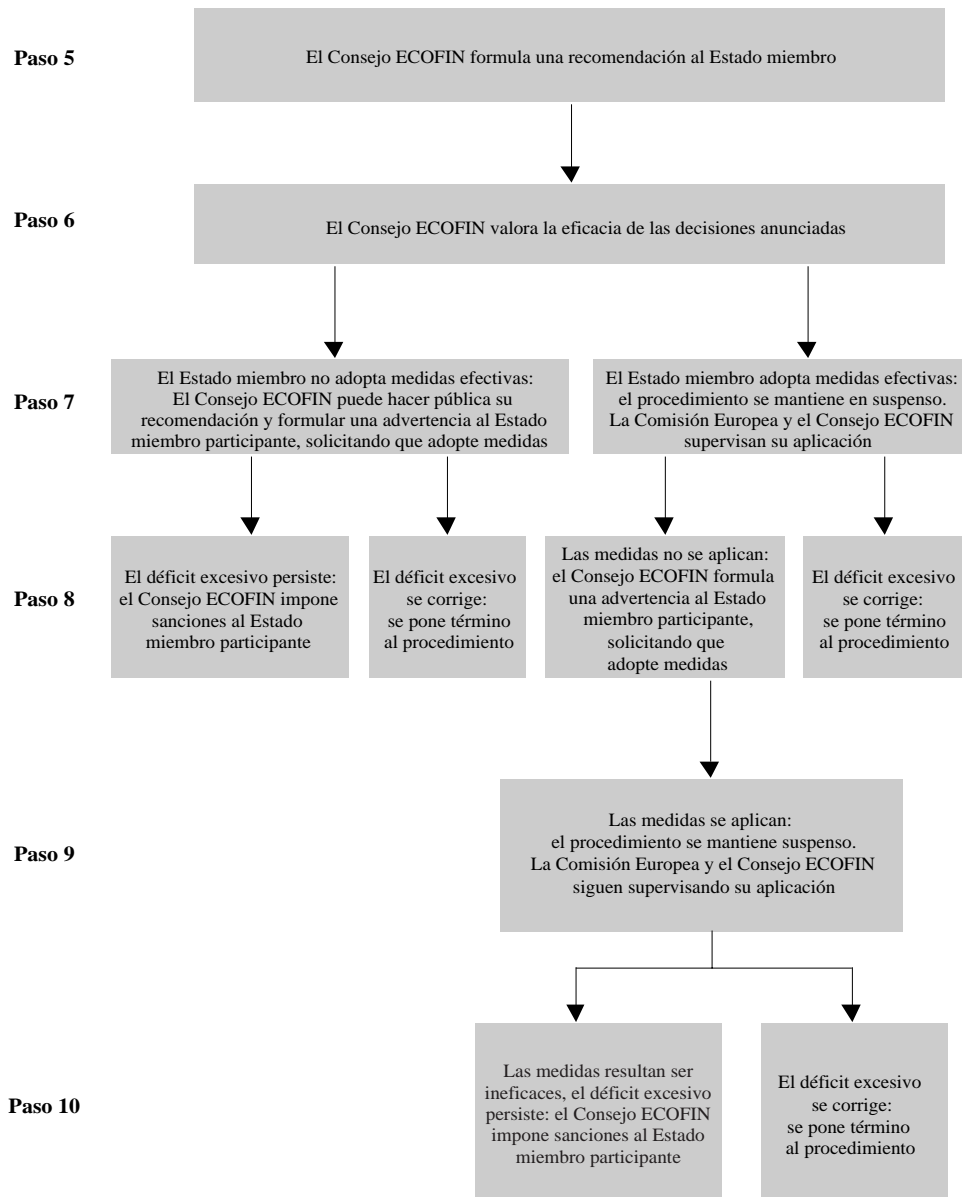


Diagrama 2

Seguimiento de la decisión del Consejo ECOFIN de que existe un déficit excesivo



3 La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El procedimiento para la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento comienza con la presentación de los programas de estabilidad y convergencia de los Estados miembros. Después, la Comisión Europea emite una recomendación sobre cada programa. Esta recomendación constituye la base sobre la cual el Consejo ECOFIN elabora un dictamen, previa consulta al Comité Económico y Financiero, dentro de los dos meses siguientes. El BCE participa en el Comité Económico y Financiero, donde sus miembros tienen la ocasión de discutir extensamente los programas presentados por los Estados miembros. Si el Consejo ECOFIN considera que los objetivos declarados en el programa deben reforzarse, invita al Estado miembro de que se trate a hacerlo. En caso de que se detecten divergencias significativas con los objetivos establecidos en programas anteriores, el Consejo ECOFIN tiene la prerrogativa de formular una recomendación instando al Estado miembro interesado a adoptar medidas compensatorias. Las actualizaciones anuales de los programas deben facilitar una relación detallada de los planes para contrarrestar déficit excesivos a corto plazo. Este último requisito pretende prevenir que el objetivo a medio plazo de un presupuesto equilibrado o con superávit se difiera indefinidamente.

En vista del papel fundamental que desempeñan los programas de estabilidad y convergencia en el proceso de supervisión multilateral, se consideró importante que su contenido informativo fuera adecuado y permitiera comparaciones entre los Estados miembros. Habida cuenta de que los Estados miembros tenían que preparar sus programas para su presentación antes de finales de 1998, como habían acordado los ministros en la declaración conjunta del 1 de mayo de 1998, el Comité Monetario (ahora, Comité Económico y Financiero), basándose en las contribuciones de los servicios de la Comisión Europea, debatió sobre las posibles orientaciones complementarias y acordó que se enviara un Dictamen al Consejo ECOFIN. Este Dictamen se aprobó en la reunión del ECOFIN celebrada en Luxemburgo el 12 de octubre de 1998. Esta sección pre-

senta, en primer lugar, este Dictamen, que estableció un código de conducta sobre la forma y el contenido de los programas de estabilidad y convergencia. Posteriormente, se describe el cumplimiento formal de este código de conducta en las medidas adoptadas hasta la fecha para garantizar la aplicación del Pacto. Por último, se destacan tres asuntos fundamentales que, de conformidad con el Dictamen del Comité Monetario, se trataron en el Consejo ECOFIN cuando se examinó el objetivo presupuestario a medio plazo de alcanzar situaciones próximas al equilibrio o con superávit propuestas en los programas de estabilidad y convergencia.

El código de conducta de los programas de estabilidad y convergencia

El Comité Monetario consideró que los requisitos esenciales de los programas de estabilidad y convergencia, establecidos en el Reglamento (CE) nº 1466/97 del Consejo, podrían complementarse con una serie de orientaciones sobre el contenido y la forma de los programas, basadas en el "código de conducta" anterior, presentado en el informe del Comité Monetario de 14 de febrero de 1994. La experiencia acumulada hasta entonces con los "antiguos" programas de convergencia mostraba, según el Dictamen del Comité Monetario, que dichas orientaciones no solo ayudaban a los Estados miembros a preparar sus programas, sino que también facilitaban su examen por parte de la Comisión Europea, el Comité Monetario y el Consejo ECOFIN. Las orientaciones y sugerencias acordadas sobre la forma y el contenido de los programas de estabilidad y convergencia (véase anejo 7), teniendo en cuenta el hecho de que los programas son responsabilidad de las autoridades nacionales y de que las posibilidades y las prácticas difieren de un país a otro, son de carácter indicativo.

Las principales consideraciones incluidas en el Dictamen del Comité Monetario pueden resumirse como sigue:

- Un elemento fundamental de los programas de estabilidad y convergencia es el objetivo a medio plazo de alcanzar una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit. Estaba claro, por lo tanto, de acuerdo con el Dictamen del Comité Monetario, que la evaluación de la adecuación de los objetivos a medio plazo de los Estados miembros y el examen de su cumplimiento tenían que tener en cuenta, de forma explícita, la posición cíclica y su efecto sobre el presupuesto. El horizonte temporal, en términos de la interpretación de "medio plazo" sería, por lo tanto, la longitud del ciclo económico. En la práctica, hay que adoptar un enfoque aproximado cuando se analiza cómo la evolución presupuestaria actual y esperada se puede comparar con el requisito de alcanzar una posición presupuestaria a medio plazo próxima al equilibrio o con superávit. En concreto, hay que evaluar el posible impacto de los efectos cíclicos sobre la evolución actual y futura de los presupuestos. Este ejercicio requiere la adopción de un método adecuado.
- Obviamente, cada método tiene sus ventajas y sus inconvenientes y, por lo tanto, los resultados hay que interpretarlos con cautela. Teniendo esto en cuenta, el Comité Monetario adoptó el método actual de ajuste cíclico de los servicios de la Comisión Europea, que se consideró un enfoque útil para evaluar la evolución presupuestaria. Se necesitarían análisis adicionales, que tuvieran en consideración otros factores significativos, como las circunstancias específicas a cada país, para poder realizar una valoración mejor fundada. Al llevar a cabo esta valoración, también pueden considerarse, cuando sea apropiado, los resultados de otros métodos.
- Basándose en el método de ajuste cíclico, los servicios de la Comisión Europea examinaron, para cada Estado miembro, el saldo presupuestario estructural (ajustado del ciclo) que permitiría hacer frente a una evolución cíclica adversa, al tiempo que respetara el valor de referencia del déficit público. Claramente, también es importante tener en cuenta otras consideraciones al fijar un objetivo a medio plazo adecuado

que cumpla los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tales como la necesidad de considerar otras fuentes de variabilidad e incertidumbre en los presupuestos, con el fin de garantizar un descenso rápido de las elevadas ratios de deuda y de atender a los costes asociados con el envejecimiento de la población. En línea con esto, los Estados miembros que deseen hacer uso de una política discrecional deben crear el margen de maniobra necesario.

- Es importante evitar que la situación presupuestaria a medio plazo próxima al equilibrio o con superávit se convierta en un objetivo cambiante. El Comité Monetario consideró que los programas de estabilidad y convergencia que se debían presentar, a más tardar, a finales de 1998, debían mostrar que el objetivo a medio plazo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento podía alcanzarse tan pronto como fuera posible. Además, el Comité Monetario estimó, basándose en el análisis de la Comisión Europea, que este objetivo debería lograrse, como muy tarde, a finales del 2002.

Cumplimiento del código de conducta

De conformidad con el Reglamento del Consejo sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento citado anteriormente, todos los países de la UE presentaron sus programas de estabilidad y convergencia al Consejo ECOFIN y a la Comisión Europea antes de la fecha límite del 1 de marzo de 1999. La mayor parte de los programas llegó antes de que concluyera 1998, como habían acordado los ministros en su declaración conjunta de 1 de mayo de 1998.

Se entendió que, por regla general, los programas de estabilidad y convergencia cumplían formalmente el código de conducta esbozado anteriormente en cuanto al horizonte temporal cubierto, la amplitud de la información facilitada y la firmeza del compromiso con políticas orientadas hacia la estabilidad manifestado por los gobiernos. Algunos países sobrepasaron los criterios mínimos acordados, al proporcionar informes detallados sobre la evolución a largo plazo de importantes partidas de gasto.

Sin embargo, durante el debate mantenido en el Comité Económico y Financiero, también se identificaron algunas deficiencias formales. Cuatro programas solo presentaron previsiones hasta el año 2001, por lo que no proporcionaban información valiosa sobre el final del período recomendado por las orientaciones. Si bien, por lo general, parecían realistas, se comprobó que, en algunos casos, los supuestos macroeconómicos externos e internos no estaban actualizados o que, incluso, eran ligeramente optimistas, a pesar de las incertidumbres de las previsiones económicas a medio plazo. A menudo se mostraba una gran determinación respecto de las políticas necesarias para alcanzar los objetivos, aunque no siempre se concretaba en un conjunto detallado de medidas. Tampoco era siempre posible discernir con claridad la tendencia o la evolución planeada de los componentes presupuestarios primarios. Además, dado que en la mayoría de los países la inversión pública se vio sujeta a un ajuste desproporcionado en los años anteriores a 1998, se consideró que, probablemente, en futuras actualizaciones de los programas habría que prestar más atención a este componente del gasto. Por último, en algunos casos, el Comité Económico y Financiero lamentó el uso de previsiones muy agregadas o una falta total de evidencia sobre las variables económicas fundamentales que oscurecían la transparencia de los escenarios subyacentes. En ciertos casos, se consideró que la escasa información facilitada —y la ausencia de indicaciones sólidas sobre la sensibilidad de los objetivos oficiales a los cambios en los supuestos macroeconómicos— impedía realizar una valoración adecuada dentro del contexto del ejercicio de supervisión mutua.

La noción de una situación presupuestaria próxima al equilibrio

Además de basarse en los criterios para el cumplimiento formal esbozados anteriormente, una valoración completa de los programas de los distintos países tiene que apoyarse en consideraciones más sustanciales, la cuestión que se plantea es si el ritmo de la reducción del déficit previsto en los programas puede considerarse adecuada para situar a los países en la posición saneada recomendada por el Pacto

de Estabilidad y Crecimiento. En términos generales, este tema puede examinarse desde tres ángulos:

- En primer lugar, un aspecto que puede analizarse es si los objetivos establecidos por los Estados miembros que no cumplen todavía las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento son conformes con el requisito de evitar déficit excesivos ante fluctuaciones cíclicas normales. Como ya se ha destacado anteriormente, puede considerarse que un país ha alcanzado una situación suficientemente "próxima al equilibrio" cuando su estructura económica puede resistir cómodamente las perturbaciones macroeconómicas o cuando su estructura fiscal es relativamente poco sensible a las oscilaciones cíclicas.
- En segundo lugar, también puede cuestionarse el horizonte temporal elegido para completar el proceso de saneamiento presupuestario. En concreto, debería quedar claro si el horizonte temporal indicado en los programas para lograr el pleno cumplimiento de los objetivos de déficit es conforme con el Dictamen del Comité Monetario, tal y como fue adoptado por el Consejo ECOFIN, que exigía que los programas "deben mostrar que el objetivo a medio plazo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento será alcanzado tan pronto como sea posible".
- En tercer lugar, se plantea el problema de si los planes actuales ofrecen a los presupuestos margen de maniobra suficiente para permitir que los países hagan frente a acontecimientos que no estén necesariamente relacionados con la posición cíclica de la economía sin contravenir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Perturbaciones imprevistas sobre los tipos de interés, por ejemplo, y la evolución demográfica esperada pueden afectar a las situaciones presupuestarias y apartar a los países de los planes elaborados con anterioridad. Estas dos fuentes de perturbaciones pueden no estar, en absoluto, relacionadas con la evolución macroeconómica a corto plazo. A este respecto, el anteriormente llamado Comité Monetario reconocía la necesidad de garantizar un descenso rápi-

do de las elevadas ratios de deuda y atender los costes asociados con el envejecimiento de la población como consideraciones de gran importancia para establecer los objetivos a medio plazo adecuados en línea con los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La Comisión Europea cumplió su mandato de evaluar la adecuación de los programas de los Estados miembros, teniendo en cuenta las diferencias nacionales y las distintas situaciones de partida. Sobre la base de las recomendaciones de la Comisión Europea, el Consejo ECOFIN consideró que las estrategias presupuestarias, tal y como se detallan en los programas, cumplían ampliamente el requisito de situar las

finanzas públicas en una situación que resistiera suficientemente los efectos de las fluctuaciones económicas normales. En este sentido, el Consejo ECOFIN reconoció que los países se están dirigiendo hacia el objetivo a medio plazo recomendado por el Pacto. En algunos casos, sin embargo, el Consejo ECOFIN exigió objetivos presupuestarios más ambiciosos y aconsejó a determinados países que continuaran los esfuerzos de saneamiento más allá del horizonte temporal cubierto con el fin de poder hacer frente de forma adecuada a las consecuencias del envejecimiento de la población. Para los países con una deuda elevada, en concreto, subrayó la importancia de mantener elevados superávits primarios para reducir las ratios de deuda pública.

4 Una evaluación de la aplicación de las normas presupuestarias del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El comportamiento presupuestario de los últimos años y los planes presupuestarios para el futuro próximo deben situarse en el contexto de los considerables ajustes efectuados desde el principio de la década. Tras el acusado deterioro de las situaciones presupuestarias estructurales que acompañaron a la fase de expansión cíclica de finales de los años ochenta, los países de la UE realizaron un giro a gran escala en sus políticas presupuestarias, que supuso una mejora de las situaciones presupuestarias estructurales de casi 4 puntos porcentuales del PIB durante los cinco años posteriores a 1992. Los posibles participantes en la UEM, en concreto, encontraron en las directrices establecidas en el Tratado para la ejecución de políticas macroeconómicas saneadas el impulso decisivo para el ajuste presupuestario (véase gráfico 1). Algunos de estos países, al adoptar decididamente la cultura de la estabilidad impuesta por el Tratado, pudieron evitar que inminentes crisis de confianza se convirtieran en verdaderas crisis financieras de dimensiones impredecibles.

El proceso de disciplina fiscal se aceleró tras la interrupción de 1995. En los 11 Estados miembros que adoptaron la moneda única el 1 de enero de 1999, el compromiso firme de cumplir

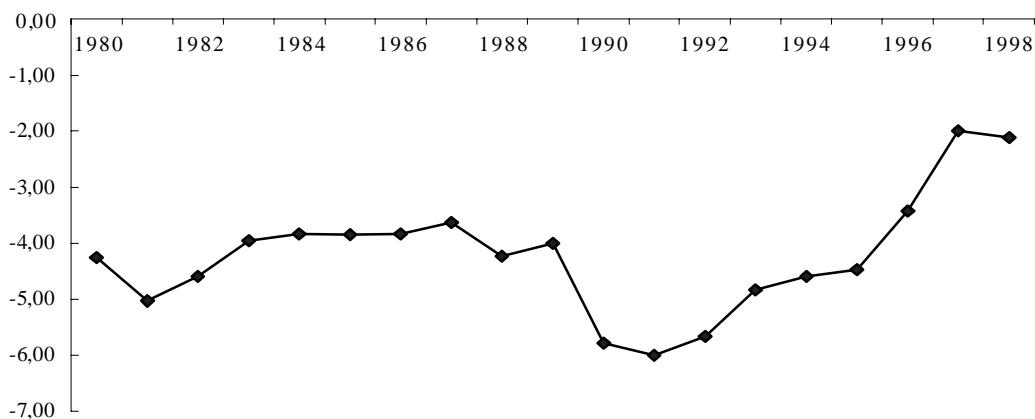
los criterios de convergencia para participar en la UEM desde sus comienzos exigió la adopción de medidas fiscales a una escala sin precedentes. En algunos países, la magnitud del ajuste exigido sugirió la necesidad de recurrir a disposiciones *ad hoc* con un respaldo político limitado, como complemento de actuaciones más significativas y duraderas. Así, los gobiernos llevaron a cabo reducciones en la inversión pública y ajustes de carácter transitorio con la idea de que, tras el comienzo de la tercera fase de la UEM, un entorno económico más favorable permitiría una pronta sustitución de las correcciones transitorias por mejoras sostenibles y definitivas de las situaciones presupuestarias estructurales.

El año 1998 ofreció una oportunidad única para satisfacer esta promesa. La actividad económica fue intensa en la mayor parte de la UE, hasta un punto que no se había observado desde el comienzo de la década de los ochenta. La rápida convergencia hacia el nuevo tipo de interés de intervención adoptado en diciembre para el área del euro generó importantes reducciones en la carga del servicio de la deuda a corto plazo para numerosos Estados miembros, en un momento en el que la desaparición de los riesgos de tipo

Gráfico 1

Saldo presupuestario de la zona del euro ajustado cíclicamente

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

de cambio hacía que los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo se situaran a niveles históricamente bajos. Este escenario favorable pudo haber ayudado a los gobiernos a realizar las tareas que aún les quedaban por completar.

No obstante, esta oportunidad no se aprovechó totalmente. Sólo seis países de la UE (Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Finlandia, Suecia y Reino Unido) cumplieron literalmente, sobre la base de las cuentas públicas de 1998, el requisito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de alcanzar un presupuesto próximo al equilibrio o con superávit. Hay que destacar que solo tres de los seis países mencionados (Irlanda, Luxemburgo y Finlandia) figuran entre los Estados miembros que ya forman parte de la zona del euro. Los demás Estados miembros de la UE se encontraban aún relativamente alejados de los objetivos que habían presentado en sus programas. De los países que ahora participan en la tercera fase de la UEM, cinco (Alemania, Francia, Italia, Austria y Portugal) registraron déficit del 2% del PIB o superiores. Los dos de mayor tamaño (Alemania y Francia), si bien estaban cercanos a su producto potencial, mostraron desequilibrios que no eran suficientemente distantes del valor del 3% del PIB fijado como referencia para los déficit en el punto más bajo de una recesión económica.

La estrategia prevista para el futuro no es alentadora. Los planes confirman, por lo general, el propósito de los países de continuar en la senda de prudencia presupuestaria observada en el pasado reciente. En efecto, la determinación expresada por algunos de destinar los beneficios fiscales extraordinarios procedentes de un crecimiento inesperado a la reducción de la deuda debería, en algunos casos, ser una garantía frente a la tendencia histórica de relajar la orientación de la política fiscal en épocas de prosperidad. No obstante, los escasos márgenes de seguridad de los presupuestos elaborados hasta la fecha y el horizonte temporal de los ajustes previstos no auguran nada positivo sobre la capacidad de las finanzas públicas de la zona del euro para resistir un cambio importante en las perspectivas económicas.

Únicamente los programas de estabilidad de Bélgica y España, entre los presentados por los Es-

tados miembros que aún no están en línea con las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, incorporan de forma explícita saldos equilibrados hacia finales del período cubierto (véase cuadro 1). Los demás países de la zona del euro (Alemania, Francia, Italia, los Países Bajos, Austria y Portugal) consideran implícitamente una necesidad de financiación de alrededor de un 1% del PIB para los años 2001 ó 2002 como la culminación de sus esfuerzos de consolidación presupuestaria. Las tres economías de mayor tamaño pretenden alcanzar un ajuste del saldo primario, entre 1998 y 2001 ó 2002, inferior a un punto del PIB como media. Dos países esperan que sus superávit primarios se estabilicen en los niveles actuales (Austria) o que, incluso, desciendan (Países Bajos).

Al tiempo que los países han respetado en general —aunque a veces sólo de forma vaga— los niveles mínimos que les permitirían absorber las fluctuaciones normales sin contravenir el valor de referencia para los déficit establecido en el Tratado, se han mostrado, lamentablemente, poco ambiciosos. Este enfoque minimalista en la aproximación a la estabilidad presupuestaria no es satisfactorio por una serie de motivos.

En primer lugar, parece reflejar la noción de una relación de intercambio entre saneamiento y reforma estructural. Algunos programas incorporan la idea de que la estructura del ajuste debe considerarse una prioridad, siendo menos importante la magnitud de las correcciones necesarias. Esta idea no es justificable. El hecho de que los planes de política económica se hayan centrado, hasta un punto sin precedentes en el pasado reciente, en reducciones impositivas más que en el aumento de los impuestos es, ciertamente, fundamental para compensar las pérdidas de eficiencia que se habían acumulado durante décadas de crecimiento continuo del tamaño de los gobiernos. Además, el objetivo expresado por los países con sistemas de bienestar consolidados de recomponer el gasto público a favor de inversión pública y en detrimento de las transferencias corrientes puede convertirse en un instrumento para revitalizar el potencial de crecimiento de sus economías. Sin embargo, la corrección del déficit es una parte indispensable de la misma política de reformas estructurales.

Cuadro I**Supuestos macroeconómicos y objetivos fiscales contenidos en los programas de estabilidad y convergencia de los Estados miembros**

País	Crecimiento del PIB real				Saldo presupuestario (% del PIB)				Ratio de deuda (% del PIB)			
	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
Bélgica	2,4	2,3	2,3	2,3	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3	114,5	112,2	109,6	106,8
Dinamarca	1,7	2,0	2,0	-	2,5	2,8	2,6	-	56	51	49	-
Alemania	2		2,5		-2	-2	-1,5	-1	61	61	60,5	59,5
Grecia	3,7	3,9	4,5	-	-2,1	-1,7	-0,8	-	105,8	102,5	99,8	-
España	3,8		3,3		-1,6	-1,0	-0,4	0,1	66,4	64,3	61,9	59,3
Francia	2,7		3,0		-2,3			-0,8	58,7			57,1
Irlanda	6,7	6,4	5,8	-	1,7	1,4	1,6	-	52	47	43	-
Italia	2,5	2,8	2,9	-	-2,0	-1,5	-1,0	-	114,6	110,9	107,0	-
Luxemburgo	3,4		3,7		1,1	1,2	1,3	1,7	- ¹⁾	- ¹⁾	- ¹⁾	- ¹⁾
Países Bajos	2,9	2,25 (1999 - 2002)			-1,3	-	-	-1,1	66,4	-	-	64,5
Austria	2,8	2,6	2,1	2,2	-2,0	-1,7	-1,5	-1,4	63,5	62,2	61,2	60,0
Portugal	3,5	3,5	3,2	3,3	-2,0	-1,5	-1,2	-0,8	56,8	55,8	54,7	53,2
Finlandia	4,0	2,7	2,6	2,6	2,4	2,2	2,1	2,3	48,5	46,4	44,8	43,2
Suecia	2,2	2,6	2,5	-	0,3	1,6	2,5	-	71,4	66,7	58,0	-
Reino Unido ²⁾	1	2,5	2,75	2,5	-0,3	-0,3	-0,1	0,2	46,7	45,4	43,7	42,0

1) Según el plan de estabilidad de Luxemburgo, la deuda de las Administraciones Públicas, que en total representaba el 6,7% del PIB en 1998, no aumentará en el periodo considerado.

2) Presentado de acuerdo con el ejercicio financiero.

Aquellos países de la UE que han sido los primeros en corregir los desequilibrios fiscales, al tiempo que aplicaban medidas estructurales de gran alcance, desmienten la idea de que las dos líneas de política económica deban considerarse alternativas. Por el contrario, deberían considerarse opciones complementarias de la misma estrategia, que se refuerzan mutuamente.

En segundo lugar, los gobiernos de una gran parte de los Estados miembros de la UE no han desarrollado políticas significativas para reducir los déficit ajustados del ciclo. Los objetivos de reducción de los déficit se basan en acciones discrecionales muy limitadas y solo se alcanzarán si el crecimiento se mantiene en un contexto de estabilidad financiera. En el escenario más optimista, a comienzos del próximo siglo, varios países importantes de la UE se encontrarán en una situación en la cual apenas les será posible hacer frente a fluctuaciones macroeconómicas normales sin arriesgarse a sobrepasar el valor de referencia del déficit público. No dispondrán de márgenes de ma-

niobra en sus cuentas públicas para contrarrestar las perturbaciones originadas en los mercados financieros o para responder a acontecimientos imprevistos. La misma UEM puede amplificar este último problema. El aumento de las bases impositivas y la movilidad de los factores dentro de la zona del euro pueden debilitar la capacidad de recaudación de aquellos Estados miembros con mayores cargas impositivas sobre las rentas brutas del trabajo y del capital. Esto modificará de forma desfavorable los supuestos de ingresos en los que se basan actualmente los planes presupuestarios. Las posibles reducciones en la transferencia de los fondos estructurales de la UE a países que son actualmente receptores netos pueden llevar a caídas similares de los ingresos. Algunos países pueden necesitar, también, un mayor grado de libertad presupuestaria para garantizar una política fiscal activa, como sustitutivo de la pérdida del tipo de cambio, con el fin de estar en disposición de enfrentarse a perturbaciones asimétricas. Una previsión presupuestaria puntual de estas contingencias podría evitar, posiblemente, las medi-

das que sería necesario establecer en fechas posteriores, cuando los riesgos se hubieran materializado finalmente.

En tercer lugar, las medidas adoptadas se oponen, por lo general, hacia el final del horizonte temporal previsto. La tendencia a retrasar la convergencia hacia el objetivo añade incertidumbre política —en cuanto a las prioridades de los gobiernos que estarán en el poder en dos o tres años— a los riesgos ya implícitos en los escenarios subyacentes. Así, la aceleración del ritmo del ajuste eliminaría, al menos, una fuente de riesgo.

Finalmente, y tal vez más importante, se ha hecho muy poco para situar a los presupuestos en condiciones de afrontar con éxito las tensiones que se espera que surjan a partir de mediados de la década siguiente. Se ha calculado que la evolución demográfica incrementará en unos siete puntos porcentuales del PIB el gasto en pensiones y en sanidad en la zona del euro a finales de la tercera década del próximo siglo. Estudios recientes han estimado la magnitud de la corrección fiscal inmediata que necesitaría Europa tanto para absorber el impacto acumulativo de estos compromisos implícitos

como para evitar que aumenten los ratios de deuda. Con escasas excepciones, si los países pretendieran cumplir con este margen prudencial adicional, tendrían que pasar inmediatamente de su posición actual a una situación de saldos equilibrados. Algunos de ellos tendrían que proceder a un ajuste incluso mayor.

Una previsión temprana del impacto presupuestario de estos acontecimientos extraordinarios presenta, al menos, dos aspectos. Uno es, naturalmente, mejorar rápidamente las posiciones de endeudamiento de los gobiernos para proporcionar un margen de maniobra con el que abordar las presiones de gasto cuando estas se intensifiquen finalmente. El cumplimiento estricto de la letra del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de equilibrar, al menos, los saldos en el medio plazo (es decir, a lo largo del ciclo económico, según interpreta el Comité Monetario, véase anejo 7) aceleraría el descenso de la deuda pública en porcentaje del PIB. Esto reduciría de manera importante la carga del servicio de la deuda y podría compensar parcialmente las crecientes exigencias de gasto. El segundo aspecto, una pronta y profunda reforma de los programas de bienestar, compensaría la parte restante del aumento previsto en pensiones de jubilación.

5 Conclusiones

En el pasado reciente, se ha progresado en la consolidación fiscal en la UE. Los déficits públicos, que inciden negativamente en el ahorro privado y una disminución de los recursos productivos, se han reducido. Las cargas de la deuda, aunque todavía considerables, se han desviado de las trayectorias alcistas pasadas.

El código de conducta de la política fiscal, que los gobiernos aceptaron como base de sus políticas cuando se firmó el Tratado y se adoptó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es un instrumento útil para mantener unas finanzas públicas saneadas bajo el nuevo régimen de política económica. Los programas de estabilidad y convergencia presentados entre finales de 1998 y comienzos de 1999 han reafirmado el compromiso político de continuación de las políticas seguidas en el pasado reciente. Los gobiernos parecen estar dispuestos a garantizar que el ajuste fiscal sea duradero, compensando las medidas de carácter transitorio adoptadas en el pasado, cuyos efectos beneficiosos en términos de la reducción de los déficits desaparecen con el tiempo. También resulta alentador que los objetivos fijados anteriormente para 1999 se hayan reafirmado en la notificación enviada por los Estados miembros a la Comisión Europea.

El saneamiento presupuestario es, sin embargo, un proceso continuo que exige esfuerzos adicionales. La actitud mantenida sobre la magnitud y el momento del ajuste muestra una estrategia de establecer objetivos poco ambiciosos pero consistentes con el cumplimiento formal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Algunos países han preparado sus programas sobre la base de predicciones macroeconómicas y financieras relativamente favorables, que podrían resultar, a posteriori, demasiado optimistas. Además, al tiempo que están dispuestos a reformar sus estructuras económicas de una manera encomiable, algunos países parecen creer que los intentos de abordar aspectos estructurales podrían justificar a veces instrumentar un calendario más holgado para completar el ajuste. Esta actitud no

es justificable a la luz de la experiencia más reciente de aquellos Estados miembros que se han anticipado en la corrección de los desequilibrios fiscales y de los problemas estructurales existentes.

En el caso de un repentino empeoramiento de las perspectivas nacionales e internacionales, no está totalmente clara cuál será la repuesta de política económica. Tampoco está claro si, en tales circunstancias, se cumpliría el horizonte establecido para la convergencia con el objetivo programado o si se permitiría su ampliación. Estas incertidumbres se ven agravadas por la práctica de aplazar el ajuste previsto, posponiéndose las medidas a un futuro más lejano e incierto. La falta de previsión puede hacer que las estructuras presupuestarias sean vulnerables a una rápida inversión de las condiciones macroeconómicas. En términos más generales, la falta de ambición provocará seguramente que las finanzas públicas de una serie de países no estén preparadas para hacer frente a los retos fundamentales que se plantearán en el futuro.

Las políticas presupuestarias saneadas y la baja presión fiscal no solo tienden a contribuir al recorte de los tipos de interés reales a largo plazo, a la reducción de las incertidumbres y al aumento de la formación de capital privado, sino también a que el crecimiento real y el empleo a medio plazo sean más elevados. También facilitan la función de la política monetaria de mantener la estabilidad de precios. El mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo es la mejor contribución que la política monetaria puede hacer para mejorar las perspectivas de crecimiento y empleo a largo plazo. Esto es lo que ocurre, independientemente de la evolución presupuestaria. No obstante, las políticas presupuestarias no saneadas tienden a incrementar las expectativas de inflación y obligan a la política monetaria a mantener los tipos de interés a corto plazo relativamente altos, reduciendo, así, los beneficios netos asociados con la estabilidad de precios.

I. La coordinación de las políticas económicas en la tercera fase de la UEM (extractos del Tratado)

Artículo 98 (antiguo artículo 102 A)

Los Estados miembros llevarán a cabo sus políticas económicas con vistas a contribuir a la realización de los objetivos de la Comunidad, definidos en el artículo 2, y en el marco de las orientaciones generales contempladas en el apartado 2 del artículo 99. Los Estados miembros y la Comunidad actuarán respetando el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos y de conformidad con los principios enunciados en el artículo 4.

Artículo 99 (antiguo artículo 103)

1. Los Estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán en el seno del Consejo, conforme a lo dispuesto en el artículo 98.

2. El Consejo, por mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la Comisión, elaborará un proyecto de orientaciones generales para las políticas económicas de los Estados miembros y de la Comunidad y presentará un informe al respecto al Consejo Europeo.

Sobre la base del informe del Consejo, el Consejo Europeo debatirá unas conclusiones sobre las orientaciones generales de las políticas económicas de los Estados miembros y de la Comunidad.

Con arreglo a estas conclusiones, el Consejo, por mayoría cualificada, adoptará una recomendación en la que establecerá dichas orientaciones generales. El Consejo informará de su recomendación al Parlamento Europeo.

3. Con el fin de garantizar una coordinación más estrecha de las políticas económicas y una convergencia sostenida de los resultados económicos de los Estados miembros, el Consejo, basándose en informes presentados por la Comisión, supervisará la evolución económica de cada uno de los Estados miembros y de la Comunidad, así como la coherencia de las políticas eco-

nómicas con las orientaciones generales contempladas en el apartado 2, y procederá regularmente a una evaluación global.

A efectos de esta supervisión multilateral, los Estados miembros informarán a la Comisión acerca de las medidas importantes que hayan adoptado en relación con su política económica, así como de todos los demás aspectos que consideren necesarios.

4. Cuando, con arreglo al procedimiento previsto en el apartado 3, se compruebe que la política económica de un Estado miembro contradice las orientaciones generales mencionadas en el apartado 2 o supone un riesgo para el correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria, el Consejo, por mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la Comisión, podrá formular al Estado miembro en cuestión las recomendaciones necesarias. El Consejo, por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión, podrá decidir hacer públicas sus recomendaciones.

El presidente del Consejo y la Comisión informarán al Parlamento Europeo acerca de los resultados de la supervisión multilateral. Si el Consejo hubiere hecho públicas sus recomendaciones, se podrá invitar a su presidente a que comparezca ante la comisión competente del Parlamento Europeo.

5. El Consejo, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 252, podrá adoptar normas relativas al procedimiento de supervisión multilateral contemplado en los apartados 3 y 4 del presente artículo.

Artículo 100 (antiguo artículo 103 A)

1. Sin perjuicio de los demás procedimientos previstos en el presente Tratado, el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá acordar por unanimidad medidas adecuadas a la situación económica, en particular si surgieren dificultades graves en el suministro de determinados productos.

2. En caso de dificultades o en caso de serio riesgo de dificultades graves en un Estado miembro, ocasionadas por acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar, el Consejo, por unanimidad y a propuesta de la Comisión, podrá decidir la concesión, en determinadas condiciones, de una ayuda financiera comunitaria al Estado miembro en cuestión. Cuando las graves dificultades tuvieren su origen en catástrofes naturales, el Consejo se pronunciará por mayoría cualificada. El presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo acerca de la decisión tomada.

2. Restricciones a la financiación del sector público (extractos del Tratado)

Artículo 101 (antiguo artículo 104)

1. Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, denominados en lo sucesivo "bancos centrales nacionales", en favor de instituciones u organismos comunitarios, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales, u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el BCE o los bancos centrales nacionales.

2. Las disposiciones del apartado 1 no afectarán a las entidades de crédito públicas, que, en el marco de la provisión de reservas por los bancos centrales, deberán recibir por parte de los bancos centrales nacionales y del BCE el mismo trato que las entidades de crédito privadas.

Artículo 102 (antiguo artículo 104 A)

1. Queda prohibida cualquier medida que no se base en consideraciones prudenciales que establezca un acceso privilegiado a las entidades financieras para las instituciones u organismos de la Comunidad, Gobiernos centrales, autoridades regionales, locales, u otras

autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros.

2. Antes del 1 de enero de 1994, el Consejo, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 252, especificará definiciones para la aplicación de la prohibición a que se refiere el apartado 1.

Artículo 103 (antiguo artículo 104 B)

1. La Comunidad no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos.

2. Si fuere necesario, el Consejo, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 252, podrá especificar definiciones para la aplicación de las prohibiciones mencionadas en el artículo 101 y en el presente artículo.

3. Normas de disciplina presupuestaria y procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo (extractos del Tratado, artículo 104 (antiguo artículo 104 C y Protocolo nº 5 anejo al Tratado))

Artículo 104 (antiguo artículo 104 C)

1. Los Estados miembros evitarán déficit públicos excesivos.

2. La Comisión supervisará la evolución de la situación presupuestaria y del nivel de endeudamiento público de los Estados miembros con el fin de detectar errores manifiestos. En particular, examinará la observancia de la disciplina presupuestaria atendiendo a los dos criterios siguientes:

a) si la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto sobrepasa un valor de referencia, a menos que:

- la proporción haya descendido sustancial y continuadamente y llegado a un nivel que se aproxime al valor de referencia;
- o que el valor de referencia se sobrepase sólo excepcional y temporalmente, y la proporción se mantenga cercana al valor de referencia;

b) si la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto rebasa un valor de referencia, a menos que la proporción disminuya suficientemente y se aproxime a un ritmo satisfactorio al valor de referencia.

Los valores de referencia se especifican en el Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, anejo al presente Tratado.

3. Si un Estado miembro no cumpliera los requisitos de uno de estos criterios o de ambos, la Comisión elaborará un informe, en el que también se tendrá en cuenta si el déficit público supera los gastos públicos de inversión, así como todos los demás factores pertinentes, incluida la situación económica y presupuestaria a medio plazo del Estado miembro.

La Comisión también podrá elaborar un informe cuando considere que, aun cumpliéndose los requisitos inherentes a los criterios, existe el riesgo de un déficit excesivo en un Estado miembro.

4. El Comité previsto en el artículo 114 emitirá un dictamen sobre el informe de la Comisión.

5. Si la Comisión considerare que un Estado miembro presenta o puede presentar un déficit excesivo, informará de ello al Consejo.

6. El Consejo, por mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la Comisión, considerando las posibles observaciones que formule el Estado miembro de que se trate, y tras una valoración global, decidirá si existe un déficit excesivo.

7. Cuando, de conformidad con el apartado 6, el Consejo decida declarar la existencia de un déficit excesivo, dirigirá al Estado miembro de que se trate recomendaciones con vistas a poner fin a esta situación en un plazo determinado. Salvo lo dispuesto en el apartado 8, dichas recomendaciones no se harán públicas.

8. Cuando el Consejo compruebe que no se han seguido efectivamente sus recomendaciones en el plazo fijado, el Consejo podrá hacerlas públicas.

9. Si un Estado miembro persistiere en no llevar a efecto las recomendaciones del Consejo, éste podrá decidir que se formule una advertencia a dicho Estado miembro para que adopte, en un plazo determinado, las medidas dirigidas a la reducción del déficit que el Consejo considere necesaria para poner remedio a la situación.

En tal caso, el Consejo podrá exigir al Estado miembro de que se trate la presentación de informes con arreglo a un calendario específico para examinar los esfuerzos de ajuste de dicho Estado miembro.

10. En el marco de los apartados 1 a 9 del presente artículo, no podrá ejercerse el derecho de recurso previsto en los artículos 226 y 227.

11. Si un Estado miembro incumpliere una decisión adoptada de conformidad con el apartado 9, el Consejo podrá decidir que se aplique o, en su caso, que se intensifique una o varias de las siguientes medidas:

- exigir al Estado miembro de que se trate que publique una información adicional, que el Consejo deberá especificar, antes de emitir obligaciones y valores;
- encomendar al BEI que reconsidere su política de préstamos respecto al Estado miembro en cuestión;
- exigir que el Estado miembro de que se trate efectúe ante la Comunidad un depósito sin devengo de intereses por un importe apropiado, hasta que el Consejo considere que se ha corregido el déficit excesivo;
- imponer multas de una magnitud apropiada.

El presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo acerca de las decisiones tomadas.

12. El Consejo derogará algunas o la totalidad de sus decisiones mencionadas en los apartados 6 a 9 y 11 cuando considere que el déficit excesivo del Estado miembro en cuestión se ha corregido. Si anteriormente el Consejo hubiere hecho públicas sus recomendaciones, hará, en cuanto haya sido derogada la decisión adoptada en virtud del apartado 8, una declaración pública en la que se afirme que el déficit excesivo ha dejado de existir en el Estado miembro en cuestión.

13. Por lo que respecta a las decisiones del Consejo mencionadas en los apartados 7 a 9 y en los apartados 11 y 12, el Consejo se pronunciará sobre la base de una recomendación de la Comisión, por mayoría de dos tercios de los votos de sus miembros ponderados de conformidad con el apartado 2 del artículo 205 y excluidos los votos del representante del Estado miembro de que se trate.

14. En el Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo anejo al presente Tratado se recogen disposiciones adicionales relacionadas con la aplicación del procedimiento descrito en el presente artículo.

El Consejo, por unanimidad, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE, adoptará las disposiciones apropiadas que sustituirán al mencionado Protocolo.

Sin perjuicio de las restantes disposiciones del presente apartado, el Consejo, antes del 1 de enero de 1994, por mayoría cualificada, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo, fijará normas de desarrollo y definiciones para la aplicación de las disposiciones del mencionado Protocolo.

Protocolo nº 5 sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo

Artículo 1

Los valores de referencia que se mencionan en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado serán:

- 3% en lo referente a la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto a precios de mercado;
- 60% en lo referente a la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios de mercado.

Artículo 2

A efectos del artículo 104 (antiguo artículo 104 C) del Tratado y a los del presente Protocolo, se entenderá por:

- Público, lo perteneciente a las Administraciones Públicas, es decir, a la Administración Central, a la Administración Regional o Local y a los fondos de la seguridad social, con exclusión de las operaciones de carácter comercial, tal como se definen en el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas;

- Déficit, el volumen de endeudamiento neto, con arreglo a la definición del Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas;
- Inversión, la formación bruta de capital fijo, tal como se define en el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas;
- Deuda, la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada dentro de los sectores del gobierno general, con arreglo a la definición del primer guión.

Artículo 3

A fin de garantizar la eficacia del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, los

Gobiernos de los Estados miembros serán responsables, con arreglo a dicho procedimiento, de los déficit del gobierno general con arreglo a la definición del primer guión del artículo 2 (antiguo artículo 2). Los Estados miembros garantizarán que los procedimientos nacionales en materia presupuestaria les permitan atender, en dicho ámbito, a sus obligaciones derivadas del Tratado. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión, sin demora y de forma periódica, sus déficit previstos y reales y el nivel de su deuda.

Artículo 4

La Comisión suministrará los datos estadísticos utilizados para la aplicación del presente Protocolo.

4. Los compromisos de los Estados miembros, de la Comisión Europea y del Consejo Europeo (extractos de la Resolución del Consejo Europeo de 17 de junio de 1997)

Los Estados miembros

1. se comprometen a respetar el objetivo presupuestario a medio plazo establecido en sus programas de estabilidad o convergencia consistente en conseguir situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, y a tomar las medidas presupuestarias correctoras que estimen necesarias para alcanzar los objetivos fijados en sus programas de estabilidad y convergencia, tan pronto dispongan de información que ponga de manifiesto divergencias significativas, tanto reales como previstas, respecto de dichos objetivos;

2. están invitados a hacer públicas, por propia iniciativa, las recomendaciones que les haga el Consejo con arreglo a lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 103;

3. se comprometen a adoptar las medidas correctoras que estimen necesarias en materia de presupuesto para poder alcanzar los objetivos establecidos en sus programas de estabilidad o convergencia una vez que hayan recibido una advertencia mediante una recomendación del Consejo emitida con arreglo a lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 103;

4. pondrán en marcha sin demora los ajustes presupuestarios correctores que estimen necesarios cuando reciban información que señale un riesgo de déficit excesivo;

5. corregirán los déficit excesivos tan pronto como sea posible una vez que éstos se hayan producido; dicha corrección deberá haber terminado no más tarde del año siguiente al de la identificación del déficit excesivo, salvo que concurran circunstancias especiales;

6. están invitados a hacer públicas, por propia iniciativa, las recomendaciones emitidas con arreglo al apartado 7 del artículo 104 C;

7. se comprometen a no acogerse a lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 2 del Reglamento del Consejo relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo, salvo que se encuentren en un período de grave recesión; para evaluar si su recesión económica es grave, los Estados miembros tomarán, como norma general, como punto de referencia una caída anual del PIB real del 0,75%, como mínimo.

La Comisión

1. ejercerá su derecho de iniciativa, de conformidad con el Tratado, de manera tal que facilite un funcionamiento riguroso, oportuno y eficaz del Pacto de estabilidad y crecimiento;

2. presentará sin demora los informes, dictámenes y recomendaciones necesarios para que el Consejo pueda adoptar decisiones con arreglo a lo dispuesto en los artículos 103 y 104 C; ello facilitará un funcionamiento eficaz del sistema de alerta rápida así como una rápida puesta en marcha y una aplicación rigurosa del procedimiento de déficit excesivo;

3. se compromete a elaborar un informe, con arreglo a lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 104 C, cuando exista el riesgo de déficit excesivo o cuando el déficit público real o previsto supere el valor de referencia del 3% del PIB, iniciando así el procedimiento a que se refiere el apartado 3 del artículo 104 C;

4. se compromete, en caso de que no considere excesivo un déficit superior al 3% del PIB y esta opinión no coincida con la del Comité económico y financiero, a presentar por escrito al Consejo las razones que sirvan de fundamento a su posición;

5. se compromete, previa solicitud del Consejo en virtud del artículo 109 D, a hacer, por norma general, una recomendación de decisión del Consejo sobre la existencia o no de déficit excesivo con arreglo a lo dispuesto en el apartado 6 del artículo 104 C.

El Consejo

1. se compromete a aplicar, de modo riguroso y a su debido tiempo, todos los elementos del Pacto de estabilidad y crecimiento que sean de su competencia; adoptará lo antes posible las decisiones necesarias en virtud de lo dispuesto en los artículos 103 y 104 C;

2. está emplazado a considerar como límites máximos los plazos para la aplicación del procedimiento de déficit excesivo; en particular, en virtud del apartado 7 del artículo 104 C, el Consejo recomendará que los déficit excesivos se corrijan tan pronto como sea posible después de que surjan y no más tarde del año siguiente a la identificación del déficit excesivo, salvo que concurran circunstancias especiales;

3. impondrá en todo momento sanciones si un Estado miembro dejase de tomar las medidas necesarias para poner término a una situación de déficit excesivo, con arreglo a las recomendaciones que le dirija el Consejo;

4. en todos los casos en que el Consejo decida imponer sanciones a un Estado miembro participante con arreglo a lo dispuesto en el apartado 11 del artículo 104 C, exigirá un depósito sin devengo de intereses;

5. una vez transcurridos dos años a partir de la fecha en la que se haya tomado la decisión de imponer sanciones con arreglo a lo dispuesto en el apartado 11 del artículo 104 C, convertirá sistemáticamente el depósito en multa en todos los casos en que, a su juicio, no se hubiese corregido la situación de déficit excesivo;

6. en los casos en que, tras la correspondiente recomendación de la Comisión, el Consejo no actuara en alguna fase de los procedimientos de déficit excesivo o de supervisión de las situaciones presupuestarias, está invitado a exponer siempre y por escrito las razones que justifiquen su decisión de no actuar y, en ese supuesto, a hacer públicos los votos emitidos por cada Estado miembro.

5. El procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo en la tercera fase de la UEM (extractos del Reglamento (CE) nº 1467/97 del Consejo de 7 de julio de 1997: Sección I DEFINICIONES Y VALORACIONES)

Artículo 1

1. El presente Reglamento establece las disposiciones para acelerar y clarificar el procedimiento de déficit excesivo, con el objetivo de impedir los déficit públicos excesivos y, en caso de que se produzcan, propiciar su pronta corrección.

2. A efectos del presente Reglamento se entenderá por "Estados miembros participantes", los Estados miembros que adopten la moneda única de conformidad con el Tratado, y por "Estados miembros no participantes", los que no hayan adoptado la moneda única.

Artículo 2

1. Un déficit público superior al valor de referencia se considerará excepcional y temporal, a efectos de lo previsto en el segundo guión de la letra a) del apartado 2 del artículo 104 C, cuando obedezca a una circunstancia inusual sobre la cual no tenga ningún control el Estado miembro afectado y que incida de manera significativa en la situación financiera de las administraciones públicas, o cuando obedezca a una grave recesión económica.

Asimismo, se considerará que el exceso sobre el valor de referencia es temporal cuando las previsiones presupuestarias facilitadas por la Comisión indiquen que el déficit se situará por debajo del valor de referencia al término de la circunstancia inusual o de la grave recesión económica.

2. Al elaborar un informe con arreglo a lo previsto en el apartado 3 del artículo 104 C, la Comisión considerará, como norma general, que la superación del valor de referencia debido a una grave recesión económica es excepcional únicamente cuando se registre una disminución anual del PIB real del 2%, como mínimo.

3. Cuando, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 6 del artículo 104 C, el Consejo decida si existe déficit excesivo, tendrá en cuenta en su valoración global todas aquellas observaciones presentadas por el Estado miembro afectado que demuestren que, pese a ser inferior al 2%, la disminución anual del PIB real es, no obstante, excepcional a la luz de otros datos complementarios, referentes, en particular, a la brusquedad de la recesión o la pérdida acumulada de la producción en relación con anteriores tendencias.

6. El contenido de los programas de estabilidad y convergencia en la tercera fase de la UEM (extractos del Reglamento (CE) nº 1466/97 del Consejo de 7 de julio de 1997)

Sección 1: Objeto y definiciones

Artículo 1

El presente Reglamento establece las normas que regulan el contenido, la presentación, el examen y el seguimiento de los programas de estabilidad y de los programas de convergencia en el marco de la supervisión multilateral por el Consejo, para impedir, en una fase inicial, que se produzcan déficits públicos excesivos e impulsar la supervisión y coordinación de las políticas económicas.

Artículo 2

A efectos del presente Reglamento, se entenderá por "Estados miembros participantes", aquellos Estados miembros que hayan adoptado la moneda única conforme a lo dispuesto en el Tratado, y por "Estados miembros no participantes", aquellos que no hayan adoptado la moneda única.

Sección 2 : Programas de estabilidad

Artículo 3

1. Todos los Estados miembros participantes deberán presentar al Consejo y a la Comisión la información necesaria a efectos de la supervisión multilateral periódica prevista en el artículo 103 del Tratado, en forma de un "programa de estabilidad", que facilite una base esencial para la estabilidad de los precios y para un fuerte crecimiento sostenible que conduzca a la creación de empleo.

2. El programa de estabilidad contendrá la siguiente información:

a) el objetivo a medio plazo en términos de situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit y la trayectoria de ajuste para al-

canzar este objetivo en lo que respecta al déficit o superávit público, así como la tendencia prevista para la proporción de la deuda pública;

b) los principales supuestos sobre la evolución económica esperada y las variables económicas importantes que son relevantes para la realización del programa de estabilidad, tales como el gasto público de inversión, el crecimiento del producto interior bruto (PIB) real, el empleo y la inflación;

c) una descripción de las medidas presupuestarias y otras medidas de política económica que se estén adoptando y/o se propone adoptar para alcanzar los objetivos del programa, y, en el caso de las principales medidas presupuestarias, una evaluación de sus efectos cuantitativos sobre el presupuesto;

d) un análisis del efecto que la modificación de los principales supuestos económicos producirá en la situación presupuestaria y en la deuda.

3. La información referente a la evolución del déficit o superávit público y a la proporción de la deuda, así como a los principales supuestos económicos citados en las letras a) y b) del apartado 2, se facilitarán en base anual y abarcarán, además del año corriente y el precedente, al menos los tres años siguientes.

Artículo 4

1. Los programas de estabilidad se presentarán antes del 1 de marzo de 1999. Posteriormente, se presentarán programas actualizados con periodicidad anual. Los Estados miembros que adopten la moneda única en una fase posterior presentarán un programa de estabilidad en el plazo de seis meses a contar desde la fecha en que el Consejo adopte la decisión sobre su participación en la moneda única.

2. Los Estados miembros harán públicos sus programas de estabilidad y sus programas actualizados.

Artículo 5

1. Basándose en los análisis efectuados por la Comisión y el Comité creado en virtud del artículo 109 C del Tratado, el Consejo, en el ejercicio de la supervisión multilateral prevista en el artículo 103 del Tratado, examinará si el objetivo presupuestario a medio plazo establecido en el programa de estabilidad aporta un margen de seguridad para evitar que se produzca un déficit excesivo, si los supuestos económicos en los que se basa el programa son realistas y si las medidas que se están adoptando o se propone adoptar bastan para alcanzar la trayectoria de ajuste de manera que pueda conseguirse el objetivo presupuestario a medio plazo.

El Consejo examinará asimismo si las medidas del programa de estabilidad facilitan una coordinación más estrecha de las políticas económicas y si las políticas económicas del Estado miembro de que se trate son coherentes con las orientaciones generales de política económica.

2. El Consejo examinará el programa de estabilidad contemplado en el apartado 1 en el plazo máximo de dos meses a contar de la presentación del programa. El Consejo, sobre la base de una recomendación de la Comisión y tras consultar al Comité creado mediante el artículo 109 C, emitirá un dictamen sobre el programa. Si, con arreglo al artículo 103, considerase que es preciso reforzar los objetivos y medidas del programa, el Consejo invitará en su dictamen al Estado miembro de que se trate a que ajuste su programa.

3. Los programas de estabilidad actualizados serán examinados por el Comité creado mediante el artículo 109 C, basándose en el análisis efectuado

por la Comisión; si fuera necesario, los programas actualizados podrán ser examinados también por el Consejo, con arreglo al procedimiento establecido en los apartados 1 y 2 del presente artículo.

Artículo 6

1. Como parte de la supervisión multilateral prevista en el apartado 3 del artículo 103 del Tratado, el Consejo vigilará la aplicación de los programas de estabilidad basándose en la información aportada por los Estados miembros participantes y en las valoraciones efectuadas por la Comisión y el Comité creado en virtud del artículo 109 C del Tratado, en particular con el propósito de detectar desviaciones importantes, reales o previsibles, de la situación presupuestaria respecto del objetivo presupuestario a medio plazo o de la trayectoria de ajuste necesaria para lograrlo, tal como esté fijado en el programa para el déficit o superávit público.

2. Si el Consejo detectara desviaciones importantes de la situación presupuestaria respecto del objetivo presupuestario a medio plazo o de la trayectoria de ajuste necesaria para lograrlo, formulará una recomendación al Estado miembro de que se trate con objeto de alertar rápidamente para impedir que se produzca un déficit excesivo, conforme a lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 103, para que adopte las medidas de ajuste necesarias.

3. Si, en posteriores controles, el Consejo estimase que las desviaciones de la situación presupuestaria respecto del objetivo presupuestario a medio plazo o de la trayectoria de ajuste necesaria para lograrlo persisten o se agravan, con arreglo al apartado 4 del artículo 103, el Consejo formulará una recomendación al Estado miembro de que se trate para que adopte con prontitud medidas correctoras y, según lo dispuesto en dicho artículo, podrá hacer pública dicha recomendación.

7. Formato y contenido de los programas de estabilidad y de convergencia (Apéndice del Dictamen del Comité Monetario sobre esta cuestión, aprobado por el Consejo ECOFIN y publicado después de su reunión de 12 de octubre de 1998 en Luxemburgo)

Rango de las orientaciones

La Comisión propone que las orientaciones establecidas en el presente informe se adopten con la consideración de código de conducta y como guía para los Estados miembros, con vistas a la elaboración de sus programas de estabilidad o convergencia, facilitando así el examen y la discusión de dichos programas.

El Comité no recomienda que estas orientaciones sean obligatorias, si bien los Estados miembros deberán justificar cualquier desviación respecto de las mismas.

Compromiso político

De conformidad con lo dispuesto en el Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo, los Estados miembros deberán presentar unos programas de estabilidad o convergencia. Por lo tanto, está claro que los gobiernos asumen la responsabilidad de los mismos. Sería útil que cada programa indicara el grado de apoyo recibido a otros niveles, principalmente del parlamento nacional. En particular, sería conveniente especificar el estado de aplicación de las medidas previstas en el programa.

Clase de datos

Deberá determinarse claramente la información cuantitativa que debe figurar en los programas. Para facilitar su valoración, los conceptos utilizados deberán estar en consonancia con las normas establecidas a nivel europeo, en particular en el contexto del Sistema Europeo de Cuentas. Esta información podrá completarse con la inclusión de conceptos contables específicos que sean particularmente importantes para el país en cuestión.

Contenido

Los artículos 3 y 7 definen la información básica que deberá incluirse en los programas de estabilidad y convergencia.

Objetivos

Los programas deberán especificar el objetivo a medio plazo de situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit y, en su caso, la trayectoria de ajuste para alcanzar este objetivo, así como la tendencia prevista para la ratio de deuda pública (letra a) del apartado 2 del artículo 3 y letra a) del apartado 2 del artículo 7). El horizonte temporal que corresponde al medio plazo deberá interpretarse como la longitud del ciclo económico. La situación presupuestaria a medio plazo deberá tener en cuenta la posibilidad de tener que hacer frente a una evolución cíclica adversa, al tiempo que se respete el valor de referencia del déficit público. Obviamente, también es importante tener en cuenta otras consideraciones al fijar un objetivo a medio plazo adecuado que cumpla los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tales como la necesidad de considerar otras fuentes de variabilidad e incertidumbre en los presupuestos, de garantizar un descenso rápido de las elevadas ratios de deuda y de atender a los costes asociados con el envejecimiento de la población. A estos efectos, los Estados miembros que deseen aplicar una política discrecional deberán contemplarla en sus programas.

Los Estados miembros deberán especificar y explicar los factores en que se sustenta la elección de sus objetivos presupuestarios a medio plazo. En su caso, podrán indicarse los objetivos de inversión pública. Los programas de convergencia deberán, asimismo, señalar los objetivos a

medio plazo de política monetaria y su relación con la estabilidad de los precios y de los tipos de cambio.

Para facilitar la comprensión de los objetivos de equilibrio presupuestario y de ratio de deuda pública y de la estrategia presupuestaria, en general, deberá incluirse información complementaria sobre los ratios de ingresos y gastos, indicando los pagos por intereses por separado, y sobre los ingresos por privatizaciones y otros factores que influyan en la ratio de deuda. Lógicamente, cuanto más se avance en el año considerado, menos precisa será la información.

Los saldos presupuestarios se desglosarán por subsectores de las administraciones públicas (administración central, administraciones locales, administraciones de seguridad social), en los casos en que este desglose sea significativo.

Supuestos

Los programas deberán indicar los principales supuestos sobre la evolución económica esperada y las variables económicas importantes que son relevantes para su realización, tales como el gasto público de inversión, el crecimiento del PIB real, el empleo y la inflación (letra b) del apartado 2 del artículo 3 y letra b) del apartado 2 del artículo 7). Los supuestos sobre el crecimiento del PIB real deberán basarse en una indicación de las fuentes esperadas de crecimiento. Además, los programas deberán facilitar suficiente información sobre la evolución del PIB para permitir un análisis de la situación cíclica de la economía. Cuando sean particularmente importantes para las finanzas públicas, deberán indicarse también los supuestos técnicos sobre tipos de interés.

Aunque, en principio, el Comité apoyó intensamente el uso de un conjunto de previsiones macroeconómicas comunes, se reconoció la dificultad práctica de ponerse de acuerdo sobre las mismas. Por consiguiente, no se recomienda el uso de un conjunto de previsiones macroeconómicas comunes para todos los programas. Sin embargo, deberán especificarse

claramente las previsiones macroeconómicas para la economía nacional y mundial en que se basan los programas. La Comisión deberá señalar cualquier diferencia significativa con respecto a sus propias previsiones y el Estado miembro en cuestión deberá justificar sus supuestos.

Reflejando la necesidad de normalizar la información cuantitativa, mencionada anteriormente, los supuestos de inflación deberán indicarse en términos del deflactor del PIB y, si un Estado miembro lo considera necesario, del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

Medidas

Los programas deberán describir las medidas presupuestarias y otras medidas de política económica que se estén adoptando o se propone adoptar para alcanzar los objetivos del programa y, en el caso de las principales medidas presupuestarias, una evaluación de sus efectos cuantitativos sobre el presupuesto (letra c) del apartado 2 del artículo 3 y letra c) del apartado 2 del artículo 7). Las medidas deberán ser acordes con las orientaciones generales de política económica. Las medidas que tengan importantes efectos aislados deberán señalarse expresamente. Los Estados miembros se han comprometido a adoptar las medidas correctoras que consideren necesarias para alcanzar los objetivos de sus programas de estabilidad o convergencia, cuando dispongan de información que señale unas desviaciones importantes actuales o esperadas respecto de estos objetivos. Deberán contemplarse reformas estructurales si pueden contribuir a alcanzar los objetivos de los programas. La Comisión deberá considerar en su análisis el efecto desbordamiento sobre otros Estados miembros, lo que no impide que los Estados miembros tengan en cuenta estos efectos en sus programas. Será igualmente útil que los programas describan las modificaciones introducidas para mejorar el control del gasto, la eficacia de la recaudación fiscal, etc. En su caso, los programas deberán indicar también otras posibles reformas institucionales, en particular en la elaboración del presupuesto.

Análisis de sensibilidad

Los programas deberán incluir un análisis del efecto que la modificación de los principales supuestos económicos producirá en la situación presupuestaria y en la deuda (letra d) del apartado 2 del artículo 3 y letra d) del apartado 2 del artículo 7). Este análisis deberá completarse con un análisis de sensibilidad del impacto de diferentes supuestos de tipos de interés sobre la situación presupuestaria y la deuda pública.

Horizonte temporal

La información referente a la evolución del déficit o superávit público y a la ratio de deuda, así

como a los principales supuestos económicos, se facilitará con periodicidad anual y abarcará, además del año en curso y el precedente, al menos los tres años siguientes (apartado 3 del artículo 3 y apartado 3 del artículo 7). Los Estados miembros podrán elegir un período más largo, si así lo desean.

Actualización de los programas

Los programas de estabilidad y convergencia deberán actualizarse con periodicidad anual, comparando los resultados con los objetivos. Si existen importantes desviaciones, la actualización deberá incluir las medidas previstas para corregir la situación.



Estadísticas de la zona 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 adjudicadas mediante subastas	6*
1.4	Estadísticas de reservas mínimas	7*
1.5	Posición de liquidez del sistema bancario	8*
2	Evolución monetaria y financiera en la zona del euro	
2.1	Balance agregado del Eurosistema	9*
2.2	Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema	11*
2.3	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluyendo el Eurosistema	12*
2.4	Agregados monetarios	14*
2.5	Créditos concedidos por IFM a hogares y empresas no financieras por tipo y plazo a la emisión	16*
2.6	Tipos de interés del mercado monetario	17*
2.7	Rendimientos de la deuda pública	18*
2.8	Índices de los mercados bursátiles	19*
2.9	Tipos de interés de operaciones bancarias	20*
3	Mercado de valores: emisiones y amortizaciones en la zona del euro (<i>no incluido en esta edición</i>)	
4	IAPC y otros precios en la zona del euro	
4.1	Índice Armonizado de Precios de Consumo	21*
4.2	Otros indicadores de precios y costes	22*
5	Indicadores de la economía real en la zona del euro	
5.1	Indicadores de producción y demanda	23*
5.2	Indicadores del mercado laboral	24*
5.3	Encuestas de opinión	24*
6	Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro	25*
7	Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona	26*
8	Balanza de pagos de la zona del euro y posición de reservas del Eurosistema	
8.1	Balanza de pagos: resumen	27*
8.2	Cuentas corriente y de capital	28*
8.3	Cuenta de renta (<i>no incluido en esta edición</i>)	
8.4	Cuentas de inversión directa y de cartera	29*
8.5	Cuenta de otras inversiones	30*
8.6	Reservas del Eurosistema y otros activos	31*
9	Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro	32*
10	Tipos de cambio	35*
11	Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE	36*
12	Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE	
12.1	Evolución económica y financiera	37*
12.2	Ahorro, inversión y financiación	38*
	Notas generales	39*

I Estadísticas de política monetaria

Cuadro I.1

Estado financiero consolidado del Eurosistema¹⁾

(millones de euros)

1. Activo

		Oro y derechos en oro	Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	Préstamos a entidades financieras de contrapartida de la zona del euro	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales de ajuste
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999 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
Feb	5	99.589	231.709	7.454	6.702	177.831	130.994	44.993	0
	12	99.589	231.409	8.104	6.176	173.248	126.879	44.993	0
	19	99.589	232.211	8.448	5.277	173.527	126.830	44.993	0
	26	99.589	228.797	9.338	4.430	186.437	139.938	45.001	0
Mar	5	99.589	228.538	8.591	4.890	190.857	144.836	45.001	0
	12	99.589	227.441	9.834	3.990	188.013	141.819	45.001	0
	19	99.589	228.150	9.027	4.445	165.292	119.020	45.001	0
	26	99.589	228.549	8.925	3.780	192.221	146.030	45.005	0
Abr	2	105.323	242.761	10.618	3.492	187.687	140.975	44.994	0
	9	105.323	243.199	10.331	3.789	152.226	105.607	44.994	0
	16	105.323	241.250	11.488	4.146	180.495	133.600	44.994	0
	23	105.323	240.702	11.963	4.033	168.543	117.043	44.994	0
	30	105.323	240.747	11.683	4.002	174.322	128.023	44.999	0

2. Pasivo

		Billetes en circulación	Depósitos en euros de entidades financieras de contrapartida de la zona del euro	Cuentas corrientes (incluidos los depósitos vinculados al sistema de reservas mínimas)	Facilidad de depósito	Depósitos a plazo	Operaciones temporales de ajuste	Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Certificados de deuda emitidos
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999 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
Feb	5	328.262	109.138	108.127	1.010	0	0	1	11.650
	12	327.341	106.048	105.821	226	0	0	1	11.650
	19	324.490	97.297	95.419	1.870	0	0	8	11.650
	26	325.207	99.970	99.261	705	0	0	4	11.650
Mar	5	328.763	115.173	114.900	210	0	0	63	11.650
	12	328.646	108.092	107.621	436	0	0	35	11.650
	19	327.281	87.857	84.427	3.410	0	0	20	11.650
	26	327.128	100.416	100.274	130	0	0	12	11.650
Abr	2	335.331	104.850	104.298	536	0	0	16	10.158
	9	333.367	79.332	79.117	213	0	0	2	10.158
	16	330.839	120.752	120.462	283	0	0	7	10.158
	23	328.984	90.190	89.605	580	0	0	5	10.158
	30	332.280	104.395	104.241	119	0	0	35	10.158

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

								Total	
Operaciones temporales estructurales	Facilidad marginal de crédito	Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Otros préstamos	Valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro	Créditos en euros a las AAPP	Otros activos			
9	10	11	12	13	14	15	16		
0	6.372	26	2.420	21.650	60.125	84.683	697.160	1999	Ene 1
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
0	592	101	997	22.549	60.185	81.428	687.447		Feb 5
0	210	102	1.064	23.255	60.185	78.270	680.236		12
0	592	95	1.017	23.868	60.185	78.786	681.891		19
0	423	102	973	24.281	60.185	79.584	692.641		26
0	97	62	861	24.638	60.185	80.785	698.073		Mar 5
0	161	95	937	25.365	60.185	78.637	693.054		12
0	188	118	965	25.036	60.185	76.559	668.283		19
0	171	149	866	26.107	60.185	80.040	699.396		26
0	665	178	875	26.640	60.186	81.041	717.748		Abr 2
0	710	72	843	26.511	60.186	77.903	679.468		9
0	1.019	128	754	25.871	60.186	76.831	705.590		16
0	5.591	138	777	26.181	60.186	74.786	691.717		23
0	500	47	753	26.088	60.186	75.945	698.296		30

								Total		
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	Contrapartida de los derechos especiales de giro emitidos por el FMI	Cuentas de revalorización	Capital y reservas	Otros pasivos			
9	10	11	12	13	14	15	16	17		
61.477	9.969	595	3.314	5.765	59.931	52.567	60.690	697.160	1999	Ene 1
32.203	11.538	1.051	3.929	5.765	59.681	52.807	63.950	685.128		8
33.020	10.899	1.529	4.068	5.767	59.681	51.197	68.448	686.992		15
43.442	9.148	1.297	4.344	5.767	59.681	51.275	66.492	667.622		22
56.652	14.049	1.618	4.325	5.767	59.658	51.279	77.753	694.638		29
44.017	8.161	810	5.827	5.767	59.658	51.279	62.878	687.447		Feb 5
43.556	7.840	733	6.395	5.767	59.658	51.279	59.969	680.236		12
54.905	8.052	746	7.172	5.767	59.658	51.279	60.875	681.891		19
62.143	7.739	777	6.385	5.767	59.658	51.280	62.065	692.641		26
49.724	7.141	778	6.910	5.767	59.658	51.280	61.229	698.073		Mar 5
53.503	7.820	828	6.860	5.767	59.658	51.281	58.949	693.054		12
49.493	8.100	856	6.729	5.767	59.658	51.281	59.611	668.283		19
64.280	7.663	856	7.780	5.767	59.658	51.281	62.917	699.396		26
48.234	8.468	917	7.381	6.043	78.685	54.146	63.535	717.748		Abr 2
39.644	7.936	940	7.684	6.043	78.479	54.147	61.738	679.468		9
38.048	7.830	930	7.389	6.043	78.479	54.147	50.975	705.590		16
57.279	7.617	969	7.629	6.043	78.479	54.638	49.731	691.717		23
44.993	7.207	994	7.931	6.043	78.479	54.639	51.177	698.296		30

Cuadro 1.2

Tipos de interés de las facilidades permanentes del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

Cuadro 1.3

Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas¹⁾

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

Operaciones principales de financiación						
Fecha de liquidación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés fijo		Subastas a tipo de interés variable	
			Tipo fijo	Tipo marginal	Tipo medio ponderado	Vencimiento a [...] días
	1	2	3	4	5	6
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
10	911.302	65.000	3,00			14
17	896.138	62.000	3,00			14
24	991.109	78.000	3,00			14
Mar 3	1.100.797	67.000	3,00			14
10	950.369	75.000	3,00			14
17	335.249	44.000	3,00			14
24	372.647	102.000	3,00			14
31	118.683	39.000	3,00			14
Abr 7	67.353	67.353	3,00			14
14	781.721	67.000	2,50			14
21	612.275	50.000	2,50			14
28	754.825	78.000	2,50			14
May 5	655.789	42.000	2,50			14

Operaciones de financiación a más largo plazo						
Fecha de liquidación	Importe solicitado	Importe adjudicado	Subastas a tipo de interés fijo		Subastas a tipo de interés variable	
			Tipo fijo	Tipo marginal	Tipo medio ponderado	Vencimiento a [...] días
	1	2	3	4	5	6
1999 Ene 14	79.846	15.000	3,13			42
14	39.343	15.000	3,10			70
14	46.152	15.000	3,08			105
Feb 25	77.300	15.000	3,04			91
Mar 25	53.659	15.000	2,96		2,97	98
Abr 29	66.911	15.000	2,53		2,54	91

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

Fuente: BCE.

1) Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en el cuadro 1.1 (Activo), columnas 6 a 8, debido a operaciones adjudicadas pero no ejecutadas.

Cuadro 1.4**Estadísticas de reservas mínimas****1. Pasivos de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas¹⁾²⁾***(mm de euros; fin de período)*

Pasivos computables en:	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Instrumentos del mercado monetario	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso de más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	7
1999 Ene	8.694,1	4.834,4	83,7	145,0	1.196,8	510,6	1.923,6
Feb	8.730,4	4.800,9	86,9	148,8	1.203,5	543,8	1.946,5
Mar ^(p)	8.775,0	4.804,3	88,6	150,1	1.218,4	550,5	1.963,2

Fuente: BCE.

- 1) Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas a reservas mínimas, al BCE y a los bancos centrales nacionales participantes se excluyen de la base de pasivos computables. Si una entidad no puede presentar evidencia del montante de sus emisiones de valores a menos de 2 años y de sus emisiones de instrumentos del mercado monetario que están en las carteras de las entidades mencionadas arriba, esa entidad puede deducir de la base computable el 10% de dichos pasivos.
- 2) Los períodos de mantenimiento comienzan el día 24 de cada mes y finalizan el día 23 del mes siguiente; las reservas obligatorias se calculan a partir de los pasivos computables al final del mes precedente.

2. Reservas mantenidas¹⁾*(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)*

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias ²⁾	Reservas reales mantenidas ³⁾	Exceso de reservas ⁴⁾	Incumplimientos ⁵⁾	Tipos de interés sobre las reservas obligatorias ⁶⁾
	1	2	3	4	5
1999 Feb	98,3	99,3	1,1	0,1	3,00
Mar	100,6	101,5	0,9	0,1	3,00
Abr	100,1	100,7	0,6	0,0	2,84
May ^(p)	100,1	.	.	.	.

Fuente: BCE.

- 1) Este cuadro contiene datos completos para períodos finalizados de mantenimiento y las reservas obligatorias para el período corriente de mantenimiento. Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.
- 2) El montante de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula individualmente, aplicando a cada una de las categorías de pasivos computables el coeficiente de reservas que le corresponde, utilizando los datos de balance a fin de mes; a continuación, cada entidad deduce, del total así obtenido, una franquicia de 100.000 euros. Posteriormente, las reservas obligatorias positivas resultantes se agregan para determinar el total correspondiente a la zona del euro.
- 3) Suma de las tenencias medias diarias de las entidades obligadas a mantener unas reservas mínimas positivas en sus cuentas de reservas, durante el período de mantenimiento.
- 4) Reservas medias efectivamente mantenidas por encima del nivel obligatorio, calculadas para las entidades que han cumplido las reservas mínimas.
- 5) Reservas medias efectivamente mantenidas por debajo del nivel obligatorio, calculadas para las entidades que no han cumplido las reservas mínimas.
- 6) Este tipo es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado por el correspondiente número de días naturales) a las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase cuadro 1.3).

Cuadro 1.5

Posición de liquidez del sistema bancario¹⁾

(mm de euros; medias de saldos diarios)

Periodo de mantenimiento que finaliza en	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito ⁴⁾	Base monetaria ⁵⁾
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones de política monetaria del Eurosistema				Facilidad de depósito	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ³⁾		
		Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a más largo plazo	Otras operaciones ²⁾	Facilidad marginal de crédito						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999 Feb	328,2	104,6	34,2	30,6	3,8	1,3	329,3	41,1	29,5	100,2	430,8
Mar	323,6	136,4	45,0	0,0	0,4	1,4	326,9	49,9	25,0	102,2	430,5
Abr	338,4	130,1	45,0	0,0	0,7	0,3	331,0	42,9	38,9	101,1	432,4

Fuente: BCE

- 1) La posición de liquidez del sistema bancario se define como el saldo de cuentas corrientes en euros en el Eurosistema de las entidades de crédito de la zona del euro. Los importes se obtienen del estado financiero consolidado del Eurosistema. Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.
- 2) Incluye las operaciones de política monetaria iniciadas por los bancos centrales nacionales en la Segunda Etapa y pendientes al comienzo de la Tercera Etapa (excluyendo las operaciones simples y la emisión de certificados de deuda).
- 3) Resto de partidas del estado financiero consolidado del Eurosistema.
- 4) Diferencia entre el total de factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y el total de factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 9).
- 5) Calculada como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), billetes en circulación (columna 7) y saldo de cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 10) o, alternativamente, como la diferencia entre el total de factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de depósitos de la Administración Central (columna 8) y el resto de factores (neto) (columna 9).



2 Evolución monetaria y financiera en la zona del euro

Cuadro 2.1

Balance agregado del Eurosistema^{1) 2)}

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

1. Activo

	Préstamos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro			Resto del mundo ³⁾	Activo fijo	Otros activos	Total activo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11					12	13	14	15
1998 Ene	234,9	213,3	21,2	0,4	111,7	1,0	109,3	1,5	2,9	0,3	2,6	294,3	7,2	43,0	694,0
Feb	257,7	235,9	21,2	0,7	108,2	1,0	105,8	1,5	2,9	0,4	2,5	294,6	7,3	44,4	715,1
Mar	242,7	221,3	21,2	0,2	106,6	1,2	104,2	1,3	3,0	0,4	2,6	294,0	7,5	41,3	695,1
Abr	237,2	215,6	21,2	0,4	102,5	1,4	100,2	0,9	3,0	0,4	2,6	298,4	7,6	45,8	694,5
May	239,3	217,8	21,2	0,3	101,9	1,6	99,4	0,9	3,0	0,4	2,6	301,7	7,7	48,8	702,4
Jun	325,0	303,7	21,1	0,2	105,4	4,8	99,7	0,8	3,2	0,6	2,6	288,4	7,8	49,9	779,7
Jul	338,2	316,9	21,1	0,2	87,8	1,1	85,9	0,8	4,8	2,1	2,8	292,5	8,0	52,0	783,3
Ago	339,9	318,5	21,1	0,2	88,1	0,9	86,3	0,9	4,8	2,0	2,8	290,4	8,0	56,9	788,1
Sep	326,8	305,5	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,8	2,0	2,8	288,0	8,0	52,1	762,4
Oct	326,6	305,3	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7	4,8	1,9	2,9	297,9	8,1	51,6	762,3
Nov	322,2	300,7	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6	4,8	1,9	2,9	305,1	8,1	53,3	771,5
Dic	225,1	204,5	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,5	1,8	3,6	317,2	8,0	48,9	692,5
1999 Ene	451,0	430,4	20,4	0,2	89,2	1,3	87,3	0,7	8,2	4,1	4,1	416,7	9,8	56,4	1.031,3
Feb	504,5	483,9	20,4	0,2	90,7	1,5	88,6	0,5	8,3	4,2	4,1	364,6	9,9	56,3	1.034,3
Mar ^(p)	512,4	491,8	20,4	0,2	94,1	1,5	92,0	0,6	8,4	4,2	4,1	425,5	9,4	50,1	1.099,9

2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	Instrumentos del mercado monetario			Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Total pasivo	
			IFM	Administración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 Ene	339,9	136,3	83,4	50,7	2,2	13,9	16,3	109,2	16,1	62,3	694,0
Feb	339,9	159,2	93,7	61,5	4,0	13,3	16,5	107,4	15,1	63,7	715,1
Mar	340,5	137,9	88,4	46,8	2,7	11,3	17,2	106,6	15,3	66,3	695,1
Abr	343,8	131,3	84,8	44,3	2,2	12,0	16,9	105,6	16,4	68,5	694,5
May	346,1	141,8	90,9	47,0	4,0	13,1	15,3	105,3	15,9	64,9	702,4
Jun	345,4	208,0	149,3	54,2	4,5	13,5	14,1	113,4	20,8	64,5	779,7
Jul	350,4	199,9	132,8	64,0	3,0	13,9	14,3	112,1	24,0	68,7	783,3
Ago	344,6	208,8	135,5	69,7	3,5	12,4	13,5	112,0	21,6	75,2	788,1
Sep	341,5	195,9	124,4	67,1	4,5	11,2	12,8	108,2	23,2	69,6	762,4
Oct	342,3	198,2	129,2	64,7	4,3	11,7	11,8	108,5	22,6	67,2	762,3
Nov	344,1	210,5	147,3	56,8	6,4	12,5	11,6	105,1	20,0	67,7	771,5
Dic	359,0	146,8	89,0	54,9	2,9	7,2	6,7	97,0	18,6	57,2	692,5
1999 Ene	343,7	383,2	326,7	50,3	6,2	6,3	5,3	123,4	99,3	70,1	1.031,3
Feb	342,3	451,5	389,8	55,0	6,7	6,3	5,3	123,0	49,9	56,0	1.034,3
Mar ^(p)	345,3	454,3	391,4	55,1	7,9	4,9	5,3	137,9	97,7	54,5	1.099,9

Fuente: BCE.

- 1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes a la zona del euro.
- 2) Los datos se han revisado al disponer de nueva información. Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.
- 3) Desde enero de 1999 se incluyen los saldos brutos que el Eurosistema mantiene transitoriamente con los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no participan en la zona del euro, relativos a operaciones realizadas a través del sistema TARGET, con un importe aproximado de 75 mm de euros a final de enero, de 27 mm de euros a final de febrero y 77 mm de euros a final de marzo.

Cuadro 2.2

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

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

1. Activo

		Préstamos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Instrumentos del mercado monetario	Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro		Resto del mundo	Activo fijo	Otros activos	Total activo		
		IFM	AAPP	Otros	de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros		IFM	Otros						
																1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	14	16
1998	Ene	8.501,3	2.974,4	806,4	4.720,6	1.911,0	648,2	1.074,0	188,9	104,8	351,2	102,2	249,0	1.597,3	236,4	826,4	13.528,4
	Feb	8.538,7	2.986,8	807,9	4.744,0	1.932,1	651,8	1.086,2	194,1	106,3	363,7	106,6	257,1	1.623,6	236,7	831,4	13.632,5
	Mar	8.561,6	2.979,8	806,0	4.775,8	1.957,2	654,9	1.103,7	198,6	105,1	384,4	110,9	273,5	1.676,7	238,0	811,4	13.734,4
	Abr	8.617,1	2.999,7	810,9	4.806,5	1.978,1	664,3	1.114,8	199,1	105,7	396,1	114,0	282,1	1.634,0	238,2	830,9	13.800,1
	May	8.618,2	2.994,0	799,7	4.824,4	2.000,0	670,8	1.126,5	202,7	105,7	404,0	116,4	287,7	1.632,9	247,0	845,7	13.853,5
	Jun	8.752,6	3.070,5	805,8	4.876,4	2.014,5	681,3	1.137,6	195,5	104,1	401,0	118,2	282,8	1.674,8	240,2	736,3	13.923,5
	Jul	8.732,2	3.013,8	801,4	4.917,0	2.035,7	697,5	1.137,2	201,0	104,0	392,2	117,2	275,1	1.632,7	235,3	779,8	13.911,9
	Ago	8.756,1	3.035,8	803,9	4.916,4	2.041,4	703,8	1.136,1	201,6	103,7	386,4	118,2	268,3	1.641,1	236,3	769,0	13.934,0
	Sep	8.820,5	3.049,0	806,9	4.964,6	2.047,5	709,6	1.135,8	202,2	102,2	379,7	109,6	270,1	1.624,9	237,0	782,1	13.993,9
	Oct	8.943,6	3.131,9	812,8	4.998,9	2.070,4	709,9	1.154,6	205,9	101,9	386,8	115,7	271,1	1.621,2	239,0	782,2	14.145,1
	Nov	9.072,1	3.209,2	819,6	5.043,3	2.071,8	719,4	1.151,8	200,6	108,9	401,2	116,7	284,5	1.666,1	241,2	795,3	14.356,6
	Dic	9.048,4	3.130,8	821,3	5.096,3	2.033,3	731,4	1.107,5	194,3	102,6	423,0	121,8	301,2	1.587,8	243,8	794,6	14.233,5
1999	Ene	9.267,8	3.345,8	818,3	5.103,8	2.062,2	739,1	1.116,7	206,4	103,8	431,3	102,1	329,2	1.632,7	244,0	947,5	14.689,3
	Feb	9.166,0	3.234,2	821,7	5.110,1	2.079,6	747,0	1.129,5	203,1	108,3	442,5	107,7	334,8	1.586,9	242,9	968,6	14.594,8
	Mar ^(p)	9.166,1	3.185,5	817,7	5.162,8	2.098,8	759,0	1.134,3	205,5	104,9	468,9	114,6	354,2	1.618,3	243,7	906,2	14.606,9

2. Pasivo

		Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro						Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Instrumentos del mercado monetario	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Total pasivo			
			IFM	Administración Central	Otras AAPP y otros			A la vista								A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales
					residentes en la zona del euro	6	7												8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998	Ene	0,4	7.782,1	3.029,5	95,9	4.656,6	1.179,8	1.917,8	1.341,8	217,1	253,7	1.946,6	145,2	690,8	1.436,0	1.273,6	13.528,4	
	Feb	0,4	7.829,7	3.066,1	98,4	4.665,2	1.181,7	1.922,1	1.345,1	216,3	255,7	1.969,9	147,2	696,0	1.469,8	1.263,8	13.632,5	
	Mar	0,4	7.836,4	3.077,0	92,8	4.666,7	1.210,8	1.897,2	1.346,4	212,2	255,5	1.987,2	149,5	710,3	1.521,2	1.273,9	13.734,4	
	Abr	0,4	7.867,3	3.079,7	97,2	4.690,3	1.225,3	1.912,4	1.346,0	206,6	258,3	2.001,5	156,3	702,6	1.492,4	1.321,3	13.800,1	
	May	0,4	7.890,0	3.092,8	88,2	4.709,0	1.242,3	1.910,6	1.347,9	208,2	261,2	2.014,1	150,9	712,2	1.485,2	1.339,5	13.853,5	
	Jun	0,4	7.999,4	3.174,8	94,0	4.730,5	1.289,8	1.890,8	1.346,5	203,4	259,8	2.043,2	145,9	718,7	1.496,1	1.260,0	13.923,5	
	Jul	0,4	7.961,8	3.163,3	92,4	4.706,1	1.250,8	1.893,9	1.345,9	215,5	259,8	2.063,8	152,8	720,1	1.472,9	1.280,3	13.911,9	
	Ago	0,4	7.982,1	3.183,7	95,4	4.702,9	1.241,8	1.905,4	1.347,6	208,2	264,7	2.074,7	152,9	720,1	1.475,8	1.263,3	13.934,0	
	Sep	0,4	8.013,6	3.212,6	96,3	4.704,7	1.260,9	1.889,5	1.346,6	207,7	260,3	2.074,8	153,2	718,4	1.484,9	1.288,3	13.993,9	
	Oct	0,4	8.105,1	3.285,9	97,0	4.722,2	1.266,2	1.887,8	1.349,8	218,3	258,4	2.077,7	160,2	722,5	1.532,4	1.288,4	14.145,1	
	Nov	0,4	8.213,4	3.370,6	98,2	4.744,6	1.306,2	1.887,6	1.352,5	198,3	259,6	2.093,6	168,6	724,3	1.600,1	1.296,6	14.356,6	
	Dic	0,4	8.233,4	3.283,2	101,3	4.848,9	1.379,2	1.907,0	1.384,7	178,0	244,2	2.091,0	165,3	727,5	1.516,1	1.255,6	14.233,5	
1999	Ene	0,4	8.369,7	3.427,5	87,5	4.854,7	1.399,9	1.881,1	1.401,2	172,5	273,5	2.125,5	174,1	738,3	1.603,4	1.404,4	14.689,3	
	Feb	0,4	8.270,9	3.339,4	91,2	4.840,3	1.372,9	1.878,8	1.403,9	184,7	293,2	2.150,5	179,1	742,9	1.600,7	1.357,1	14.594,8	
	Mar ^(p)	0,5	8.263,0	3.320,2	86,1	4.856,7	1.383,3	1.985,5	1.309,0	179,0	286,8	2.174,5	178,6	749,9	1.614,8	1.338,8	14.606,9	

Fuente: BCE.

1) Los datos se han revisado al disponer de nueva información. Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

Cuadro 2.3

Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluyendo el Eurosistema¹⁾²⁾

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

1. Activo: saldos

	Préstamos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Resto del mundo ⁴⁾	Activo fijo	Otros activos	Total activo
	1	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	4	AAPP	Otros residentes en la zona del euro						6	8	9	10	11
1998 Ene	5.548,5	827,5	4.721,0	1.373,6	1.183,2	190,4	251,6	1.891,6	243,6	840,5	10.149,4
Feb	5.573,8	829,1	4.744,7	1.387,6	1.192,0	195,6	259,6	1.918,2	244,0	847,1	10.230,3
Mar	5.603,2	827,2	4.776,0	1.407,7	1.207,9	199,8	276,1	1.970,7	245,5	823,5	10.326,7
Abr	5.639,0	832,1	4.806,9	1.414,9	1.215,0	199,9	284,7	1.932,4	245,8	847,1	10.363,9
May	5.645,6	820,9	4.824,7	1.429,4	1.225,9	203,5	290,3	1.934,6	254,7	865,1	10.419,7
Jun	5.703,4	826,9	4.876,6	1.433,7	1.237,3	196,4	285,4	1.963,3	248,0	755,8	10.389,6
Jul	5.739,7	822,5	4.917,2	1.424,9	1.223,1	201,8	277,9	1.925,2	243,3	801,5	10.412,5
Ago	5.741,6	825,0	4.916,7	1.424,8	1.222,4	202,4	271,1	1.931,5	244,3	795,6	10.408,9
Sep	5.792,8	828,0	4.964,8	1.419,6	1.216,7	202,9	272,9	1.912,9	245,0	804,3	10.447,5
Oct	5.833,1	833,9	4.999,1	1.432,9	1.226,3	206,6	273,9	1.919,1	247,1	804,3	10.510,4
Nov	5.884,4	840,7	5.043,7	1.429,4	1.228,1	201,3	287,4	1.971,2	249,3	818,4	10.640,1
Dic	5.938,1	841,6	5.096,5	1.388,6	1.193,7	194,9	304,9	1.905,0	251,8	807,9	10.596,3
1999 Ene	5.942,6	838,7	5.103,9	1.411,0	1.204,0	207,1	333,3	2.049,4	253,9	973,2	10.963,4
Feb	5.952,4	842,2	5.110,3	1.421,8	1.218,2	203,6	338,9	1.951,5	252,7	995,1	10.912,4
Mar ³⁾	6.001,2	838,2	5.163,0	1.432,3	1.226,3	206,1	358,4	2.043,8	253,1	925,3	11.014,1

2. Pasivo: saldos

	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro				Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ⁴⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total pasivo
			A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	7									8	9	11	12	13	14
1998 Ene	311,4	146,6	4.658,8	1.182,1	1.917,8	1.341,8	217,1	308,0	1.313,8	697,5	1.452,0	1.336,1	-74,8	10.149,4
Feb	311,7	160,0	4.669,2	1.185,6	1.922,1	1.345,1	216,3	309,8	1.333,7	696,5	1.484,9	1.327,4	-62,9	10.230,3
Mar	311,8	139,6	4.669,4	1.213,6	1.897,2	1.346,4	212,2	311,2	1.348,3	705,7	1.536,6	1.339,9	-35,8	10.326,7
Abr	314,8	141,6	4.692,5	1.227,5	1.912,4	1.346,0	206,6	320,9	1.352,7	693,8	1.508,8	1.389,6	-50,8	10.363,9
May	317,2	135,1	4.713,0	1.246,3	1.910,6	1.347,9	208,2	319,4	1.357,1	700,8	1.501,2	1.404,1	-28,2	10.419,7
Jun	315,5	148,2	4.735,0	1.294,3	1.890,8	1.346,5	203,4	315,1	1.371,1	713,4	1.516,9	1.324,5	-50,1	10.389,6
Jul	320,6	156,4	4.709,1	1.253,8	1.893,9	1.345,9	215,5	322,3	1.379,5	713,1	1.496,9	1.349,2	-34,6	10.412,5
Ago	314,9	165,2	4.706,4	1.245,3	1.905,4	1.347,6	208,2	326,2	1.383,4	712,0	1.497,4	1.338,5	-35,1	10.408,9
Sep	311,9	163,3	4.709,2	1.265,4	1.889,5	1.346,6	207,7	322,5	1.377,0	715,0	1.508,1	1.358,1	-17,6	10.447,5
Oct	313,4	161,7	4.726,5	1.270,5	1.887,8	1.349,8	218,3	328,5	1.378,6	713,3	1.555,0	1.355,6	-22,2	10.510,4
Nov	314,3	155,0	4.751,0	1.312,5	1.887,6	1.352,5	198,4	331,8	1.384,8	710,7	1.620,1	1.364,4	8,0	10.640,1
Dic	323,7	156,2	4.851,8	1.382,1	1.907,0	1.384,7	178,0	314,0	1.365,1	700,9	1.534,7	1.313,1	36,8	10.596,3
1999 Ene	313,5	137,9	4.860,9	1.406,1	1.881,1	1.401,2	172,5	350,2	1.390,5	755,6	1.702,7	1.474,1	-22,0	10.963,4
Feb	313,0	146,2	4.847,0	1.379,7	1.878,8	1.403,9	184,7	370,3	1.407,3	754,0	1.650,6	1.413,0	11,0	10.912,4
Mar ³⁾	314,8	141,2	4.864,6	1.391,2	1.985,5	1.309,0	179,0	365,3	1.419,2	769,0	1.712,5	1.393,3	34,2	11.014,1

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. Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.
- 3) Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revaluaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.
- 4) Desde enero de 1999 se incluyen los saldos brutos que el Eurosistema mantiene transitoriamente con los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no participan en la zona del euro, relativos a operaciones realizadas a través del sistema TARGET, con un importe aproximado de 75 mm de euros a final de enero, de 27 mm de euros a final de febrero y 77 mm a final de marzo.

(mm de euros (sin desestacionalizar))

3. Activo: flujos³⁾

	Préstamos a residentes en la zona del euro						Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro		Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro	Resto del mundo	Activo fijo	Otros activos	Total activo	
	1	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	2	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	3	4						5	6	7	8	9	10	11
1998 Feb	26,3	1,6	24,7	14,0	8,8	5,3	8,1	33,1	0,4	6,3	88,2			
Mar	29,5	-1,9	31,5	19,2	15,1	4,2	16,5	40,3	1,5	-23,6	83,4			
Abr	38,5	5,0	33,5	7,8	7,4	0,3	8,6	-6,1	0,3	23,1	72,2			
May	7,2	-11,1	18,4	14,7	11,1	3,7	5,6	14,8	9,0	17,6	68,9			
Jun	65,4	5,9	59,5	2,9	10,7	-7,8	-6,0	9,6	-6,7	-104,5	-39,3			
Jul	39,2	-4,3	43,5	-11,7	-17,3	5,6	-6,8	-16,8	-4,7	46,1	45,3			
Ago	1,0	2,4	-1,4	-0,4	-0,9	0,5	-6,8	-3,3	1,0	-5,6	-14,1			
Sep	57,1	3,3	53,8	-4,7	-5,6	0,9	1,8	48,4	0,6	8,6	111,8			
Oct	39,2	5,9	33,3	12,0	8,5	3,5	0,9	-0,1	2,1	0,2	54,3			
Nov	52,6	6,7	45,9	-3,7	1,7	-5,5	13,5	24,4	2,2	13,4	102,4			
Dic	57,4	1,1	56,3	-39,9	-33,4	-6,4	17,4	-56,0	2,5	-10,0	-28,6			
1999 Ene	61,0	4,3	56,7	11,5	12,3	-0,8	9,4	108,0	-0,4	152,0	341,5			
Feb	7,4	3,1	4,3	8,7	13,9	-5,2	5,6	-137,7	-1,1	21,6	-95,5			
Mar ^(p)	46,7	-4,1	50,8	10,0	7,8	2,2	19,5	59,6	0,4	-71,4	64,8			

4. Pasivo: flujos³⁾

	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro				Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ⁴⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total pasivo	
			A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales								8	9	10	11	12	13	14
1998 Feb	0,4	13,3	10,9	3,7	4,7	3,2	-0,8	1,8	20,5	-0,9	38,2	-7,8	11,8	88,2
Mar	0,0	-20,4	-0,9	27,5	-25,6	1,3	-4,1	1,3	14,7	11,1	41,9	8,5	27,2	83,4
Abr	3,0	2,0	25,8	14,8	16,9	-0,4	-5,6	10,1	8,0	-11,8	-2,3	52,5	-15,1	72,2
May	2,4	-6,5	21,5	19,2	-1,2	1,9	1,6	-1,5	6,7	6,8	1,6	15,4	22,5	68,9
Jun	-1,7	13,1	20,8	47,4	-20,4	-1,4	-4,8	-4,3	14,5	14,9	4,3	-77,1	-23,8	-39,3
Jul	5,2	8,2	-23,8	-39,7	4,3	-0,6	12,1	7,4	11,4	-1,5	-2,7	24,1	17,0	45,3
Ago	-5,7	8,8	-3,7	-8,9	10,8	1,7	-7,3	4,2	2,4	-0,7	-8,2	-10,7	-0,5	-14,1
Sep	-3,1	-1,8	8,8	22,2	-12,1	-0,8	-0,4	-2,9	-0,1	3,2	67,0	23,4	17,3	111,8
Oct	1,5	-1,6	16,3	4,6	-2,1	3,2	10,6	6,0	-1,9	-2,0	44,1	-3,2	-4,9	54,3
Nov	0,9	-6,7	22,3	41,2	-1,6	2,6	-19,9	2,9	4,4	-2,5	41,0	9,9	30,2	102,4
Dic	9,4	1,2	103,3	70,2	21,4	32,2	-20,5	-17,0	-20,0	-9,1	-74,5	-49,7	27,8	-28,6
1999 Ene	-9,4	-6,3	28,1	22,2	-3,0	16,0	-7,2	13,1	26,6	12,4	158,4	156,0	-37,4	341,5
Feb	-0,6	8,3	-23,8	-27,6	-11,1	2,7	12,2	19,5	13,2	-1,7	-88,3	-61,9	39,8	-95,5
Mar ^(p)	1,9	-5,0	14,7	10,6	13,5	-3,7	-5,7	-6,3	8,8	13,5	35,4	-21,4	23,2	64,8

Cuadro 2.4

Agregados monetarios^{1) 2)}

(mm de euros (sin desestacionalizar) y tasas interanuales de variación³⁾)

1. Saldos a fin de período

	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 interanual de variación ³⁾	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Tasa interanual de variación ³⁾			
1998 Ene	311,4	1.253,2	1.564,6	8,1	908,4	1.177,5	3.650,5	4,0	217,1	308,0	74,8
Feb	311,7	1.253,7	1.565,5	8,6	905,1	1.181,6	3.652,1	4,2	216,3	309,8	79,7
Mar	311,8	1.283,4	1.595,2	9,1	878,8	1.183,4	3.657,4	4,4	212,2	311,2	85,9
Abr	314,8	1.295,6	1.610,4	10,6	892,6	1.185,1	3.688,1	5,1	206,6	320,9	86,4
May	317,2	1.312,7	1.629,9	10,3	888,8	1.189,2	3.707,9	5,2	208,2	319,4	89,5
Jun	315,5	1.361,3	1.676,8	9,8	871,2	1.189,0	3.737,1	5,2	203,4	315,1	88,7
Jul	320,6	1.321,4	1.642,0	8,3	872,5	1.189,7	3.704,2	4,4	215,5	322,3	94,3
Ago	314,9	1.312,3	1.627,2	8,4	879,3	1.192,9	3.699,4	4,3	208,2	326,2	88,9
Sep	311,9	1.331,0	1.642,8	8,0	864,6	1.192,9	3.700,3	4,5	207,7	322,5	81,2
Oct	313,4	1.334,9	1.648,3	8,2	867,0	1.196,4	3.711,7	4,4	218,3	328,5	84,6
Nov	314,3	1.376,7	1.690,9	8,5	870,9	1.198,9	3.760,8	4,9	198,4	331,8	81,8
Dic	323,7	1.448,0	1.771,7	9,2	884,8	1.230,5	3.887,0	5,7	178,0	314,0	68,8
1999 Ene	313,5	1.469,8	1.783,4	-	881,5	1.246,6	3.911,4	-	172,5	350,2	54,3
Feb	313,0	1.440,8	1.753,8	-	867,4	1.251,5	3.872,7	-	184,7	370,3	58,1
Mar ^(p)	314,8	1.453,5	1.768,4	-	879,0	1.250,0	3.897,4	-	179,0	365,3	56,1

2. Flujos⁴⁾

	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 interanual de variación ⁴⁾	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Tasa interanual de variación ⁴⁾			
1998 Feb	0,4	0,7	1,1	-	-3,1	4,1	2,1	-	-0,8	1,8	4,9
Mar	0,0	29,3	29,4	-	-26,9	1,8	4,3	-	-4,1	1,9	6,2
Abr	3,0	13,0	16,0	-	15,0	1,8	32,8	-	-5,6	9,8	0,9
May	2,4	17,5	19,9	-	-3,2	4,1	20,7	-	1,6	-1,9	3,3
Jun	-1,7	48,1	46,4	-	-18,1	-0,2	28,1	-	-4,8	-4,5	-1,0
Jul	5,2	-39,2	-34,1	-	2,3	0,7	-31,1	-	12,1	7,2	5,9
Ago	-5,7	-9,4	-15,1	-	6,3	3,2	-5,7	-	-7,3	3,7	-5,6
Sep	-3,1	20,8	17,7	-	-11,8	0,1	6,0	-	-0,4	-3,0	-7,1
Oct	1,5	3,5	5,0	-	2,0	3,5	10,6	-	10,6	6,2	3,1
Nov	0,9	40,9	41,8	-	2,8	2,5	47,1	-	-19,9	2,1	-2,9
Dic	9,4	71,9	81,3	-	15,6	31,2	128,1	-	-20,5	-17,0	-13,0
1999 Ene	-9,4	20,1	10,7	14,1	-6,1	15,6	20,3	7,2	-7,2	13,1	-0,5
Feb	-0,6	-30,2	-30,8	12,0	-15,6	4,9	-41,4	6,0	12,2	19,5	2,8
Mar ^(p)	1,9	11,7	13,6	10,8	10,3	-1,6	22,3	6,5	-5,7	-6,3	-2,2

Fuente: BCE.

- 1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores distintos de las IFM en la zona del euro, excluyendo a la Administración Central.
- 2) Los datos se han revisado al disponer de nueva información. Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.
- 3) Calculada a partir de saldos vivos ajustados, debido a que la disponibilidad de los datos anteriores a septiembre de 1997 es incompleta.
- 4) Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revaluaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

M3			Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM								
Total	Tasa interanual de variación ³⁾	Media móvil de 3 meses (centrada)						Total			
12	13	14	Depósitos		Con preaviso superior a 3 meses	Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	20			
			A plazo superior a 2 años	16					17	18	19	20
4.250,5	4,6	4,5	1.227,7	1.010,0	217,7	1.239,0	697,5	3.164,2	1998	Ene	
4.257,9	4,5	4,6	1.235,2	1.017,7	217,5	1.254,0	696,5	3.185,7		Feb	
4.266,7	4,6	4,7	1.235,8	1.019,1	216,8	1.262,5	705,7	3.203,9		Mar	
4.302,0	5,1	4,9	1.235,2	1.020,5	214,7	1.266,2	693,8	3.195,2		Abr	
4.325,0	4,9	4,9	1.235,3	1.022,3	213,0	1.267,5	700,8	3.203,6		May	
4.344,3	4,8	4,8	1.232,2	1.020,2	212,0	1.282,5	713,4	3.228,0		Jun	
4.336,4	4,6	4,6	1.232,6	1.021,8	210,8	1.285,2	713,1	3.230,9		Jul	
4.322,7	4,3	4,4	1.236,5	1.026,6	209,9	1.294,6	712,0	3.243,0		Ago	
4.311,7	4,2	4,4	1.234,7	1.025,3	209,3	1.295,8	715,0	3.245,5		Sep	
4.343,1	4,7	4,5	1.230,4	1.021,3	209,1	1.294,1	713,3	3.237,8		Oct	
4.372,8	4,5	4,5	1.226,7	1.017,2	209,5	1.302,9	710,7	3.240,3		Nov	
4.447,8	4,4	4,8	1.237,4	1.022,8	214,6	1.296,3	700,9	3.234,6		Dic	
4.488,4	-	-	1.214,8	1.000,4	214,4	1.336,2	755,6	3.306,5	1999	Ene	
4.485,8	-	-	1.225,3	1.012,2	213,2	1.349,2	754,0	3.328,5		Feb	
4.497,9	-	-	1.228,1	1.107,2	120,9	1.363,1	769,0	3.360,2		Mar ^(p)	

M3			Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM								
Total	Tasa interanual de variación ³⁾	Media móvil de 3 meses (centrada)						Total			
12	13	14	Depósitos		Con preaviso superior a 3 meses	Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	20			
			A plazo superior a 2 años	16					17	18	19	20
8,0	-	-	7,6	7,8	-0,2	15,6	-0,9	22,3	1998	Feb	
8,3	-	-	0,5	1,2	-0,8	8,5	11,1	20,1		Mar	
38,0	-	-	-0,1	1,9	-2,0	7,1	-11,8	-4,8		Abr	
23,7	-	-	0,2	1,9	-1,7	3,4	6,8	10,5		May	
17,9	-	-	-3,3	-2,3	-1,0	15,4	14,9	27,0		Jun	
-5,9	-	-	0,7	1,9	-1,2	5,5	-1,5	4,7		Jul	
-14,9	-	-	3,6	4,5	-0,9	7,9	-0,7	10,9		Ago	
-4,5	-	-	-0,9	-0,4	-0,6	7,0	3,2	9,3		Sep	
30,4	-	-	-4,4	-4,2	-0,2	-5,0	-2,0	-11,4		Oct	
26,5	-	-	-4,0	-4,4	0,4	7,3	-2,5	0,8		Nov	
77,6	-	-	11,4	5,9	5,5	-7,1	-9,1	-4,8		Dic	
25,7	5,4	5,0	3,0	3,3	-0,3	27,1	12,4	42,5	1999	Ene	
-6,9	5,1	5,2	3,3	4,5	-1,2	10,4	-1,7	12,0		Feb	
8,1	5,1	-	2,4	3,2	-0,9	11,0	13,5	26,9		Mar ^(p)	

Cuadro 2.5

Créditos concedidos por IFM a hogares y empresas no financieras por tipo y plazo a la emisión^{1) 2)}

(mm de euros (saldos a fin de período; sin desestacionalizar))

	Empresas no financieras ³⁾			Hogares ³⁾						Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares ³⁾		
	1	2	3	4	Crédito al consumo ⁴⁾			Crédito para compra de vivienda ⁴⁾				
					5	6	7	8	9		10	11
1998 Dic ^(p)	2.270,6	825,6	333,7	1111,3	2.505,1	82,9	128,7	212,7	28,4	45,8	1.405,7	41,4

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

2) Los saldos incluyen algunas estimaciones dado que no están todavía disponibles los datos de un Estado miembro.

3) Correspondencia con códigos de sector del SEC95: Empresas no financieras: S11, hogares: S14, instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares: S15.

4) Las definiciones de crédito al consumo y crédito para compra de vivienda no son totalmente homogéneas para la zona del euro. La columna 5 incluye otros préstamos a los hogares.

Cuadro 2.6

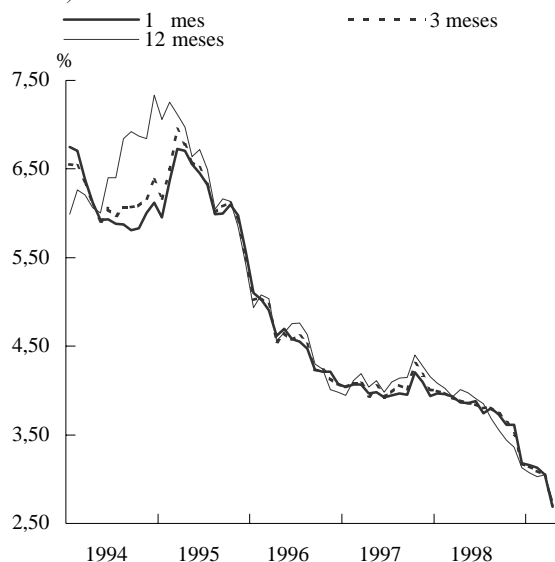
Tipos de interés del mercado monetario¹⁾

(en porcentaje)²⁾

	Zona del euro ^{3) 4)}					Estados Unidos ⁵⁾	Japón ⁵⁾
	Depósitos a 1 día 1	Depósitos a 1 mes 2	Depósitos a 3 meses 3	Depósitos a 6 meses 4	Depósitos a 12 meses 5	Depósitos a 3 meses 6	Depósitos a 3 meses 7
1994	5,24	6,12	6,38	6,83	7,34	6,37	2,34
1995	5,62	5,57	5,49	5,62	5,42	5,44	0,50
1996	4,04	4,08	4,08	4,06	3,98	5,43	0,31
1997	3,98	3,94	4,01	4,05	4,15	5,62	0,36
1998	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1998 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
Feb	3,12	3,13	3,09	3,04	3,03	5,00	0,38
Mar	2,93	3,05	3,05	3,02	3,05	4,99	0,20
Abr	2,71	2,69	2,70	2,70	2,76	4,97	0,18
1999 Abr 2	2,96	2,95	2,93	2,91	2,93	4,98	0,25
9	2,81	2,66	2,66	2,68	2,72	4,98	0,18
16	2,55	2,62	2,63	2,64	2,71	4,93	0,18
23	2,93	2,58	2,59	2,61	2,68	5,00	0,12
30	2,53	2,57	2,58	2,60	2,68	4,99	0,13

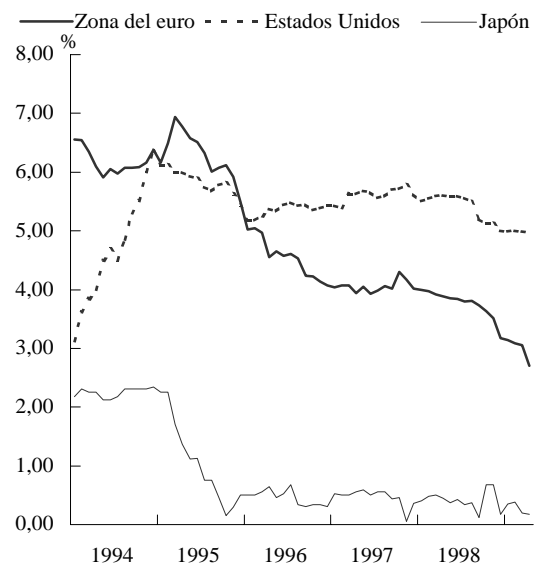
Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro

(mensual)



Tipos a 3 meses del mercado monetario

(mensual)



Fuentes: Reuters y BCE.

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

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

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

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

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

Cuadro 2.7

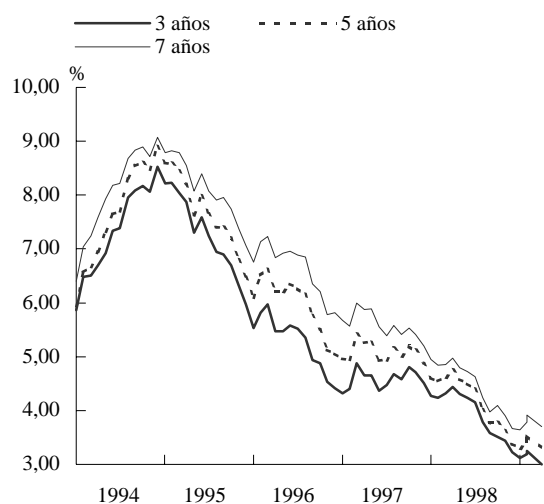
Rendimientos de la deuda pública¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ²⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
1994	8,08	8,52	8,91	9,08	8,18	7,21	4,24
1995	5,69	5,97	6,48	7,06	8,73	6,69	3,32
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	7,23	6,54	3,03
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,99	6,45	2,15
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1998 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
Feb	3,05	3,19	3,43	3,78	3,98	4,99	2,09
Mar	3,08	3,25	3,53	3,92	4,18	5,23	1,72
Abr	2,83	3,00	3,31	3,70	4,04	5,18	1,55
1999 Abr 2	2,93	3,11	3,42	3,84	4,17	5,19	1,64
9	2,82	2,99	3,28	3,65	3,99	5,04	1,53
16	2,83	3,02	3,32	3,70	4,04	5,21	1,61
23	2,76	2,93	3,24	3,64	4,01	5,25	1,54
30	2,78	2,94	3,25	3,68	4,06	5,36	1,41

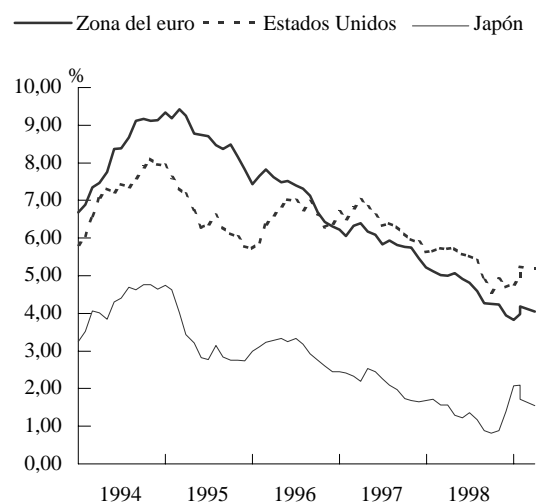
Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensual)



Rendimientos de la deuda pública a 10 años

(mensual)



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

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

Cuadro 2.8

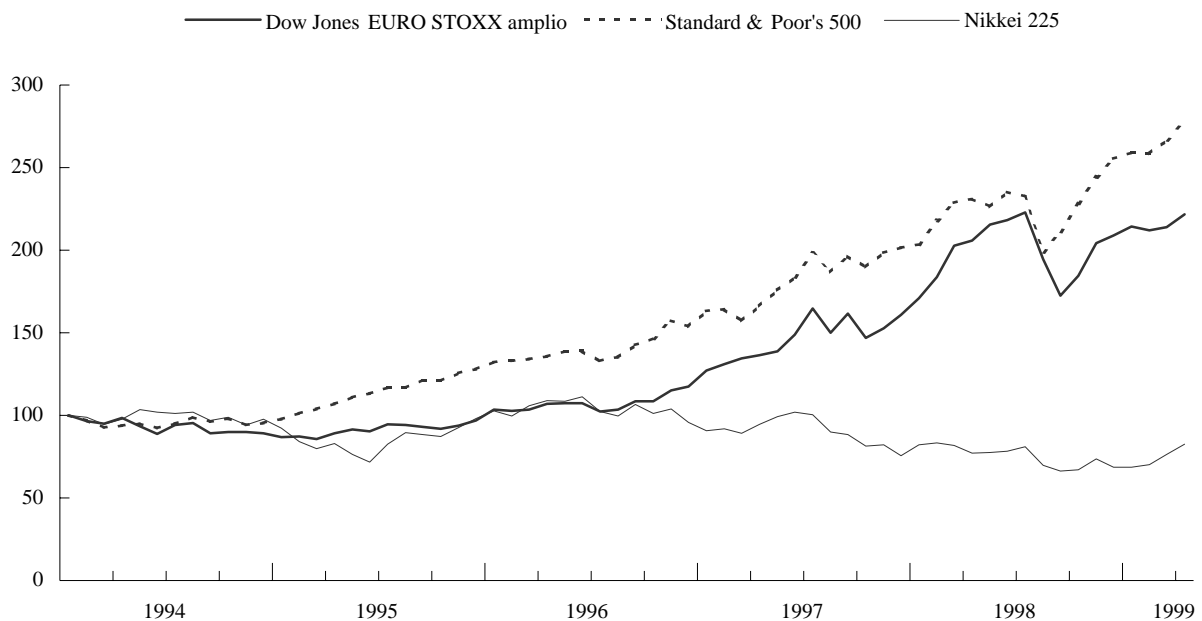
Índices de los mercados bursátiles

(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	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	
	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	
	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	
	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	
	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	
	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	
	Oct	263,49	2.887,11	138,21	147,48	419,19	223,71	206,17	197,45	250,98	300,39	295,80	1.098,67	13.564,51	
	Nov	291,73	3.232,44	147,95	153,01	442,91	237,51	236,66	208,39	270,40	339,22	306,30	1.176,46	14.883,70	
	Dic	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17	
1999	Ene	306,01	3.486,40	146,59	152,92	498,08	226,40	254,13	229,20	301,23	367,41	339,23	1.246,89	13.859,26	
	Feb	302,69	3.450,87	149,74	152,16	496,17	225,01	246,99	229,33	312,25	366,43	330,00	1.244,93	14.168,83	
	Mar	305,52	3.524,19	153,81	155,94	480,73	254,11	249,73	229,77	311,75	374,45	318,57	1.284,56	15.459,81	
	Abr	316,39	3.671,80	172,06	162,67	493,62	276,64	257,18	238,42	334,72	403,94	306,87	1.335,79	16.689,65	
1999	Abr 2	308,97	3.573,60	159,65	159,39	489,85	267,69	252,17	230,87	322,16	391,55	316,17	1.293,72	16.290,19	
	9	317,36	3.689,61	162,16	159,51	512,66	264,29	256,73	240,75	337,37	408,92	320,35	1.348,35	16.855,63	
	16	315,08	3.655,15	182,90	163,73	479,75	279,91	256,54	230,00	330,99	401,94	295,49	1.319,00	16.851,58	
	23	315,69	3.662,31	179,06	163,75	479,48	280,30	256,86	238,13	328,67	411,30	296,75	1.356,85	16.923,25	
	30	323,37	3.757,87	183,21	168,20	488,81	298,90	262,96	247,99	350,03	416,85	299,17	1.335,18	16.701,53	

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 2.9

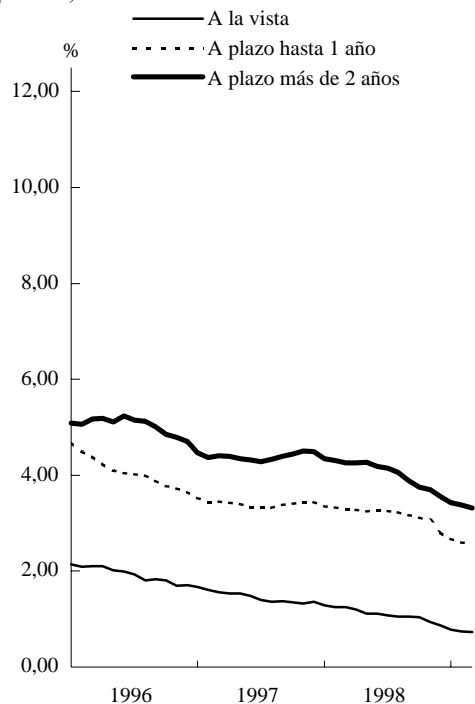
Tipos de interés de operaciones bancarias

(en porcentaje; medias del período)

	Tipos de operaciones pasivas						Tipos de operaciones activas			
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso		A empresas		A hogares	
		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	3,05	3,16	8,84	.	11,57	7,54
1997	1,46	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,56	6,67	10,61	6,68
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,68	5,81	10,05	5,89
1998 Mar	1,25	3,30	3,34	4,26	2,74	3,32	7,00	6,07	10,30	6,21
1998 Abr	1,20	3,28	3,30	4,26	2,71	3,30	6,89	5,99	10,12	6,08
1998 May	1,12	3,24	3,26	4,27	2,71	3,33	6,80	5,95	10,07	6,07
1998 Jun	1,12	3,27	3,28	4,18	2,58	3,34	6,72	5,91	10,06	6,01
1998 Jul	1,08	3,26	3,26	4,15	2,56	3,29	6,60	5,85	10,03	5,88
1998 Ago	1,05	3,23	3,24	4,05	2,55	3,30	6,55	5,77	10,03	5,81
1998 Sep	1,05	3,17	3,18	3,88	2,53	3,21	6,54	5,66	10,01	5,67
1998 Oct	1,04	3,12	3,13	3,74	2,49	3,14	6,46	5,53	9,81	5,50
1998 Nov	0,94	3,06	3,05	3,70	2,48	3,12	6,33	5,44	9,69	5,45
1998 Dic	0,87	2,81	2,81	3,56	2,44	3,03	6,16	5,12	9,62	5,30
1999 Ene	0,79	2,67	2,67	3,43	2,36	2,86	6,00	5,04	9,62	5,12
1999 Feb	0,74	2,60	2,60	3,38	2,33	2,78	5,91	5,00	9,55	5,04
1999 Mar	0,73	2,56	2,56	3,32	2,30	2,79	5,82	4,99	9,51	5,08

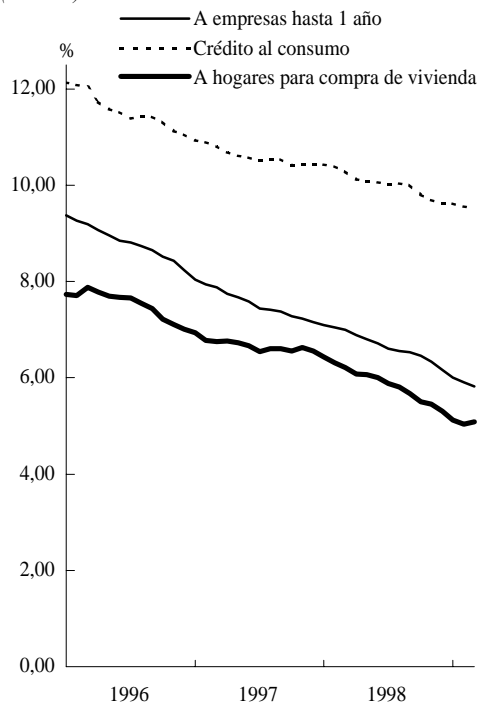
Tipos de interés de operaciones pasivas

(mensual)



Tipos de interés de operaciones activas

(mensual)



Fuente: BCE.

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

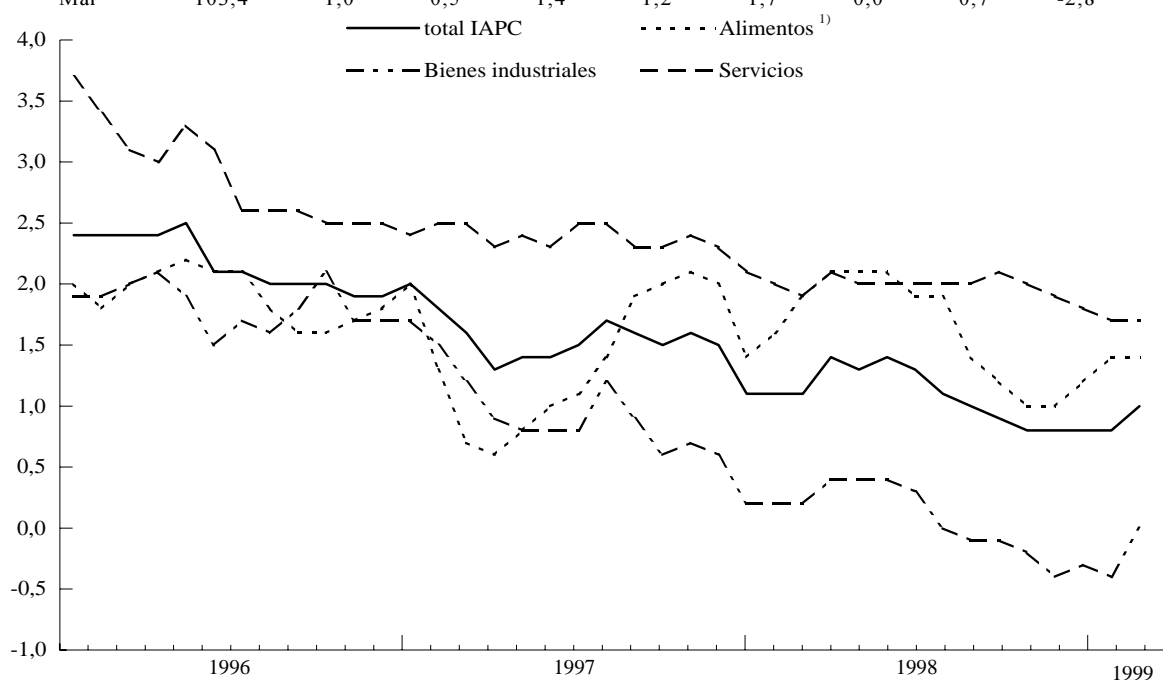
4 IAPC y otros precios en la zona del euro

Cuadro 4.1

Índice Armonizado de Precios de Consumo

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

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



Fuente: Eurostat.

1) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

2) Referido al índice del periodo 1999.

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 duradero	Bienes de consumo no duradero	Construcción ²⁾	Total	Total excluida energía
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	2,2	1,9	2,4	.	0,3	2,1
1996	100,4	0,4	1,0	-1,1	1,2	1,7	1,7	1,7	1,2	6,4	-6,9
1997	101,4	1,1	0,6	1,1	0,2	0,8	0,1	1,2	1,4	10,0	13,0
1998	100,6	-0,8	-0,6	-2,0	0,4	0,4	0,0	0,6	0,3	-21,2	-12,5
1998 I	101,4	0,5	0,6	-0,1	0,3	1,0	-0,2	1,6	0,4	-14,1	-0,1
II	101,0	-0,2	0,0	-0,9	0,4	0,5	0,0	0,9	0,4	-16,6	-10,7
III	100,4	-1,3	-1,1	-2,6	0,6	0,3	0,2	0,4	0,0	-24,3	-18,2
IV	99,5	-2,3	-2,1	-4,2	0,2	-0,2	0,1	-0,3	0,3	-30,0	-20,5
1999 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-17,5	-16,0
1998 Abr	101,2	0,1	0,4	-0,5	0,3	0,7	0,0	1,1	-	-12,2	-6,0
May	101,1	-0,2	-0,1	-0,9	0,4	0,5	0,0	0,7	-	-18,6	-12,8
Jun	100,8	-0,5	-0,3	-1,3	0,4	0,5	0,0	0,8	-	-18,9	-13,3
Jul	100,6	-0,8	-0,6	-1,9	0,6	0,6	0,3	0,7	-	-21,1	-14,4
Ago	100,4	-1,4	-1,2	-2,9	0,6	0,4	0,3	0,4	-	-26,3	-19,0
Sep	100,2	-1,6	-1,5	-3,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-	-25,4	-20,9
Oct	99,8	-2,0	-1,8	-3,7	0,3	-0,1	0,0	-0,2	-	-30,6	-23,6
Nov	99,5	-2,4	-2,1	-4,2	0,2	-0,2	0,1	-0,4	-	-28,6	-18,4
Dic	99,1	-2,6	-2,2	-4,6	0,2	-0,2	0,1	-0,3	-	-30,8	-19,4
1999 Ene	98,8	-2,7	-2,2	-4,9	0,1	.	0,1	.	-	-23,2	-17,2
Feb	98,7	-2,7	-2,1	-4,9	0,1	.	0,1	.	-	-20,6	-16,1
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-8,3	-14,7
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	-	0,3	-12,6

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

	Deflatores del producto interior bruto ³⁾ (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			
1995	100,0	2,8	2,6	3,0	2,1	1,7	3,5	3,7	
1996	102,0	2,0	2,3	2,5	0,7	1,8	3,4	3,5	
1997	103,4	1,4	1,8	2,1	1,0	0,4	2,6	3,0	
1998	105,1	1,6	1,2	1,8	0,3	.	.	.	
1996 II	101,8	2,2	2,6	2,3	0,7	2,0	3,3	3,2	
III	102,2	1,8	2,3	2,2	0,4	1,7	3,5	3,6	
IV	102,6	1,6	2,1	2,3	0,2	1,5	3,3	2,8	
1997 I	102,9	1,5	2,0	2,1	0,6	1,8	2,9	3,1	
II	103,2	1,3	1,6	2,4	0,8	0,3	2,9	3,4	
III	103,6	1,3	1,8	2,0	1,2	-0,1	2,3	2,7	
IV	104,1	1,4	1,7	2,0	1,2	-0,4	2,2	2,8	
1998 I	104,5	1,5	1,4	1,6	0,7	-2,2	1,0	2,2	
II	104,8	1,6	1,4	1,6	0,4	-0,6	1,2	2,8	
III	105,1	1,5	1,1	2,1	-0,2	-0,6	1,3	2,6	
IV	105,6	1,5	1,0	1,7	-0,4	.	.	.	

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.

3) No se ha dispuesto de los datos según el SEC95 a tiempo para incluirlos en esta edición.

5 Indicadores de la economía real en la zona del euro

Cuadro 5.1

Indicadores de producción y demanda

1. Producto interior bruto y sus componentes¹⁾

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

	PIB	Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7
1995	4.487,2	4.392,7	2.748,9	710,1	914,8	1.522,7	1.428,2
1996	4.561,4	4.440,6	2.803,4	718,3	921,7	1.594,1	1.473,4
1997	4.676,1	4.530,4	2.848,5	717,5	940,8	1.749,8	1.604,1
1998	4.811,8	4.690,6	2.929,7	725,2	978,6	1.845,0	1.723,8
1997 IV	1.183,2	1.146,2	718,6	178,2	239,3	455,2	418,2
1998 I	1.193,0	1.164,3	724,9	181,3	243,9	453,5	424,8
II	1.200,2	1.169,2	728,3	182,0	242,0	464,5	433,6
III	1.208,1	1.175,0	735,1	181,6	246,1	468,5	435,3
IV	1.210,5	1.182,1	741,5	180,3	246,6	458,5	430,1

(Tasas interanuales de variación)

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

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	-1,3	1,7	-0,4	2,0	0,3
1996	100,3	0,3	-0,1	-0,2	1,5	0,0	-0,6	-2,5	1,1	6,6
1997	104,6	4,3	4,8	5,4	4,8	2,0	2,3	-1,0	0,8	3,9
1998	108,9	4,0	4,4	3,9	6,6	6,2	1,2	0,3	2,6	7,7
1998 I	108,4	6,5	7,2	7,6	9,0	6,9	1,4	4,1	2,7	12,8
II	109,1	4,7	5,3	4,7	7,1	6,7	2,2	0,1	1,7	3,3
III	109,2	3,9	4,2	3,2	6,6	6,5	1,9	-0,5	2,8	7,4
IV	108,8	1,3	1,3	0,4	4,0	4,9	-0,4	-2,0	3,1	7,5
1999 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,1
1998 Mar	109,1	7,1	7,2	7,5	10,6	9,9	0,9	0,3	3,1	16,6
Abr	109,0	3,6	4,1	4,0	5,9	4,1	1,0	-2,3	0,8	-1,8
May	109,3	7,0	7,9	6,6	10,4	11,2	4,3	2,9	1,8	6,9
Jun	109,1	3,6	4,0	3,7	5,3	5,2	1,5	-0,3	2,6	5,3
Jul	109,4	4,2	4,6	3,5	7,3	6,2	2,5	0,3	3,4	7,2
Ago	109,0	4,2	4,8	3,6	6,9	8,1	2,2	0,3	2,3	7,1
Sep	109,3	3,3	3,4	2,5	5,7	6,0	1,0	-1,9	2,6	7,9
Oct	109,2	2,4	3,1	1,3	5,9	8,8	0,2	-2,0	1,8	1,2
Nov	109,1	2,1	2,0	1,4	4,5	4,7	0,2	-2,3	4,1	15,3
Dic	108,2	-0,8	-1,3	-1,6	1,7	0,7	-1,9	-1,5	3,5	7,3
1999 Ene	108,6	1,6	0,7	0,5	4,1	2,9	1,3	.	0,5	5,1
Feb	108,2	-0,2	-0,8	-1,4	1,4	0,7	1,0	.	1,9	5,6
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,0

Fuentes: Eurostat, excepto columna 23 (BCE: cálculos basados en datos no armonizados) y columna 24 (AEFA/A.A.A. -Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles)

- 1) Entre los componentes no se ha incluido la variación de existencias. No se ha dispuesto de los datos según el SEC95 a tiempo para incluirlos en esta edición.
- 2) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.
- 3) Series ajustadas teniendo en cuenta las variaciones en el número de días laborables.

Cuadro 5.2

Indicadores del mercado laboral

(desestacionalizados)

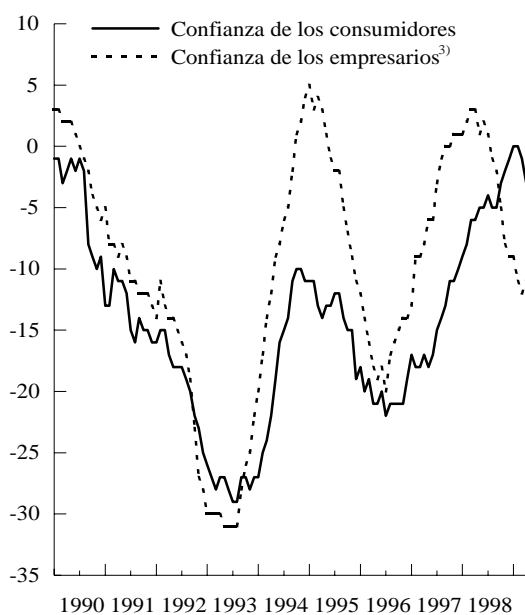
	Ocupados				Parados ²⁾		Productividad laboral	
	Total economía ¹⁾		Manufacturas		Millones	% de la población activa	Total economía ¹⁾ (Tasa interanual de variación)	Manufacturas (Tasa interanual de variación)
	Índice 1995 = 100	Tasa interanual de variación	Índice 1995 = 100	Tasa interanual de variación				
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	100,0	0,4	100,0	-1,1	14,382	11,4	1,8	4,7
1996	100,2	0,2	98,1	-1,9	14,808	11,6	1,6	1,9
1997	100,5	0,3	97,1	-1,0	14,888	11,6	2,3	5,9
1998	101,7	1,3	97,8	0,7	14,053	10,9	.	3,7
1998 I	101,1	1,0	97,6	0,6	14,414	11,2	3,4	6,6
II	101,5	1,1	97,9	1,0	14,147	10,9	1,8	4,3
III	102,0	1,4	97,9	0,9	13,946	10,8	1,8	3,3
IV	102,3	1,5	97,8	0,5	13,707	10,6	.	0,9
1999 I	.	.	.	.	13,466	10,4	.	.
1998 Mar	-	-	97,7	0,7	14,329	11,1	-	6,4
Abr	-	-	97,8	0,9	14,221	11,0	-	3,3
May	-	-	97,9	1,0	14,160	10,9	-	6,8
Jun	-	-	98,0	1,0	14,060	10,9	-	2,9
Jul	-	-	97,9	0,9	13,994	10,8	-	3,6
Ago	-	-	97,9	0,9	13,967	10,8	-	3,8
Sep	-	-	97,9	0,9	13,877	10,7	-	2,6
Oct	-	-	97,9	0,7	13,767	10,6	-	2,5
Nov	-	-	97,8	0,4	13,684	10,6	-	1,5
Dic	-	-	97,7	0,3	13,670	10,6	-	-1,6
1999 Ene	-	-	.	.	13,516	10,5	-	.
Feb	-	-	.	.	13,463	10,4	-	.
Mar	-	-	.	.	13,418	10,4	-	.

Cuadro 5.3

Encuestas de opinión

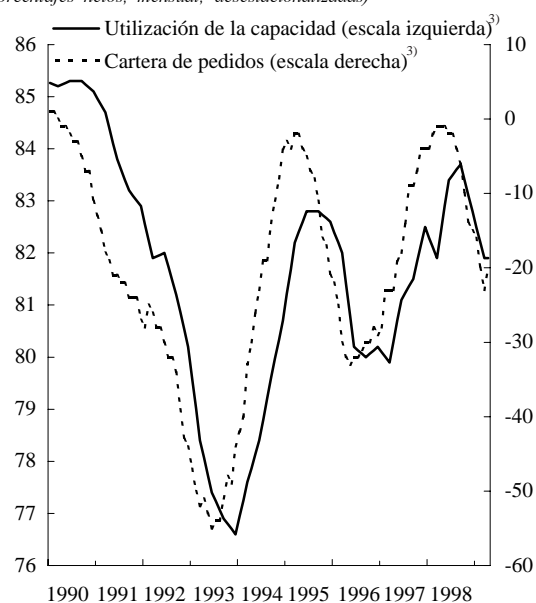
Indicadores de confianza de consumidores y empresarios

(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, 2, 7), Eurostat (columnas 3 a 6, 8) 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.

6 Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro

Cuadro 6

Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

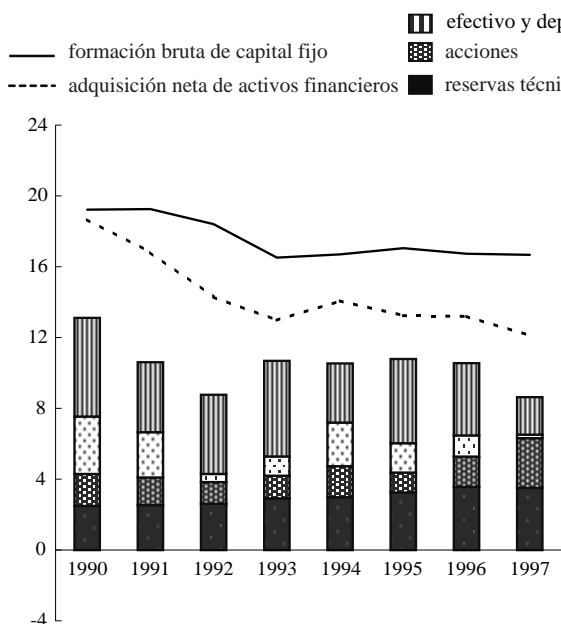
	Ahorro e inversión en la zona del euro ¹⁾			Inversión de los sectores privados no financieros ¹⁾²⁾							
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital fijo	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital fijo	Sociedades no financieras	Adquisición neta de activos financieros	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones	Valores a largo plazo	Acciones	Reservas técnicas de seguro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1990	23,6	22,8	0,1	19,1	13,8	18,7	5,6	4,4	3,2	2,0	2,5
1991	21,9	23,0	-1,3	19,1	14,3	16,8	3,9	3,0	2,6	1,6	2,5
1992	20,9	22,2	-1,0	18,4	13,7	14,3	4,5	1,7	0,5	1,3	2,6
1993	20,0	20,2	0,5	16,6	12,3	13,0	5,4	0,6	1,1	0,9	2,9
1994	20,4	19,8	0,3	16,5	12,3	14,1	3,4	2,3	2,5	1,5	3,0
1995	21,3	20,0	1,0	16,9	12,6	13,2	4,7	1,9	1,7	1,3	3,3
1996	20,9	19,7	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	16,3	12,0	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	Valores a largo plazo	Acciones	Préstamos	Préstamos 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	49,4	39,3
1991	21,0	12,1	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	43,6	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	20,4	10,6	9,9	1,1	1,2	1,9	3,9	3,7	4,1	46,0	32,8
1995	21,4	10,7	5,7	-1,7	-1,8	1,7	4,9	3,0	7,5	43,9	21,1
1996	20,7	10,5	8,7	0,2	0,1	1,9	4,8	3,6	4,5	44,1	29,6
1997	20,1	9,9	7,9	0,0	0,0	1,5	4,9	3,2	4,1	42,5	28,2

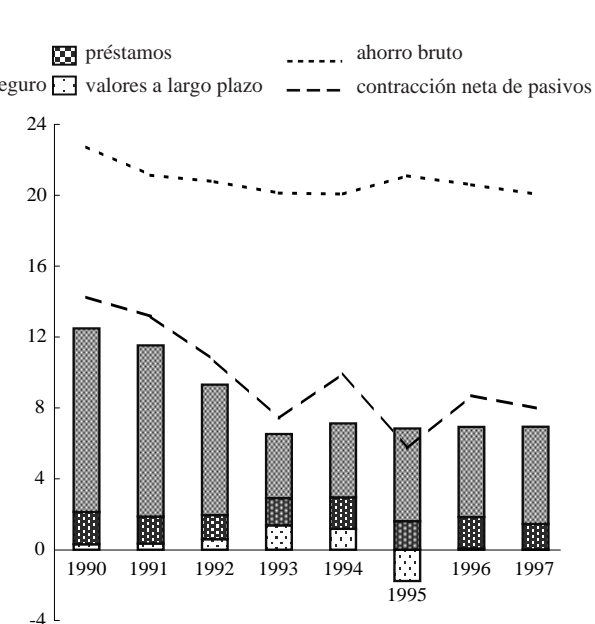
Inversión y financiación de los sectores privados no financieros¹⁾²⁾

(en porcentaje del PIB)

Inversión



Financiación



Fuente: BCE.

1) Principales categorías de financiación e inversión.

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

7 Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona

Cuadro 7

Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas

(porcentajes del PIB)

1. Recursos y empleos de la zona del euro^{1) 2)}

	Recursos							Empleos							
	Total	Recursos corrientes	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Recursos de capital	Total	Empleos corrientes	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transferencias a los hogares	Empleos de capital	Inversión
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1991	48,0	47,5	12,3	12,9	17,3	2,5	0,4	52,4	47,7	11,8	5,5	4,9	21,3	4,6	3,0
1992	49,2	48,4	12,3	13,0	17,7	2,7	0,8	53,8	49,3	12,1	5,5	5,5	22,2	4,5	3,0
1993	49,9	49,4	12,5	13,2	18,1	2,8	0,5	55,4	51,0	12,3	5,7	5,7	23,1	4,5	2,9
1994	49,1	48,6	12,0	13,4	18,1	2,7	0,5	54,2	50,1	12,0	5,5	5,4	23,1	4,2	2,7
1995	49,1	48,5	12,1	13,3	18,1	2,8	0,6	54,0	49,7	11,8	5,3	5,7	23,1	4,3	2,6
1996	49,3	48,8	12,1	13,4	18,3	2,8	0,5	53,4	49,7	11,9	5,4	5,5	23,2	3,7	2,4
1997	49,7	49,0	12,2	13,5	18,3	2,7	0,7	52,2	48,6	11,6	5,2	5,0	23,1	3,6	2,3
1998	49,1	48,5	12,5	14,1	17,2	2,7	0,5	51,2	47,4	11,3	5,1	4,5	22,6	3,7	2,3

2. Déficit y deuda de la zona del euro^{1) 2)}

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

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

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

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

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1991	128,4	40,9	44,6	35,8	92,6	102,0	4,0	79,0	58,2	67,3	23,1
1992	130,6	43,6	47,0	39,9	89,5	109,4	4,9	79,9	58,1	59,9	41,5
1993	137,6	47,5	58,8	45,4	93,1	120,0	5,9	81,1	62,8	63,2	58,0
1994	135,1	49,9	61,3	48,6	86,5	125,7	5,5	77,8	65,6	63,8	59,6
1995	132,2	58,3	64,2	52,8	78,9	125,3	5,8	79,0	69,4	65,9	58,1
1996	128,0	60,8	68,6	55,7	69,4	124,6	6,3	77,0	69,8	64,9	57,8
1997	123,4	61,5	67,5	58,1	61,3	122,4	6,4	71,2	64,3	61,7	54,9
1998	117,3	61,0	65,6	58,5	52,1	118,7	6,7	67,7	63,1	57,8	49,6

Fuentes: BCE para la zona del euro; Comisión Europea para los déficit / superávit y deuda de los países de la zona del euro.

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

2) Zona del euro excluyendo Luxemburgo.

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

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

8 Balanza de pagos de la zona del euro y posición de reservas del Eurosistema

Cuadro 8.1

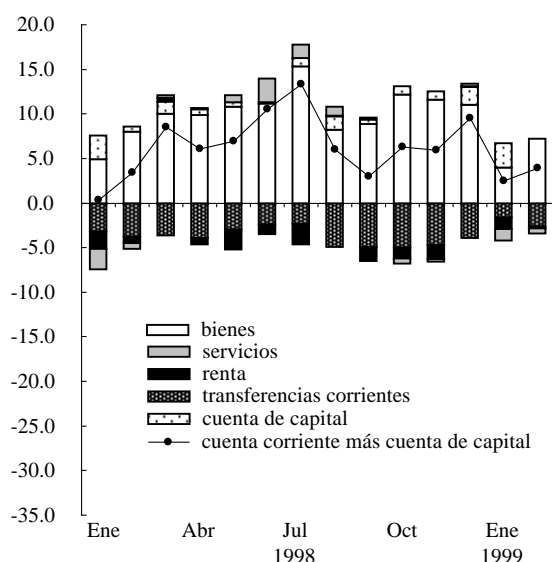
Balanza de pagos: resumen¹⁾

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

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuenta financiera ²⁾						Errores y omisiones ³⁾
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transferencias corrientes		Total ³⁾	Inversión directa	Inversión de cartera ³⁾	Derivados financieros ³⁾	Otras inversiones ³⁾⁴⁾	Activos de reserva ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	67,0	122,1	3,1	-12,6	-45,5	12,6	7,9	-100,2	-90,8	-8,3	198,9	8,3	-87,6
1998 I	7,6	22,9	-2,6	-2,2	-10,5	4,7	-1,6	-11,2	-54,7	0,3	65,2	-1,3	-10,7
II	22,3	31,8	3,7	-4,0	-9,3	1,2	4,1	-14,8	-1,7	-4,1	24,6	0,0	-27,5
III	19,3	32,4	2,7	-3,8	-12,1	3,0	-3,3	-23,1	12,3	1,2	3,5	2,8	-19,0
IV	17,9	34,9	-0,6	-2,8	-13,6	3,7	8,7	-51,1	-46,7	-5,6	105,5	6,7	-30,3
1998 Ene	-2,4	4,9	-2,3	-1,9	-3,2	2,7	13,5	-5,1	-2,0	-1,8	20,0	2,5	-13,9
Feb	2,8	8,0	-0,6	-0,7	-3,8	0,6	-17,6	-4,5	-22,8	0,7	12,9	-3,9	14,2
Mar	7,1	10,0	0,3	0,4	-3,6	1,4	2,5	-1,5	-29,9	1,4	32,3	0,2	-11,0
Abr	5,5	9,9	0,2	-0,7	-3,9	0,6	-29,0	-8,2	-21,9	-0,9	2,9	-0,9	22,9
May	6,4	10,8	0,8	-2,2	-3,0	0,5	19,5	-1,3	9,1	-1,5	12,3	0,9	-26,4
Jun	10,4	11,2	2,7	-1,1	-2,4	0,1	13,6	-5,2	11,1	-1,8	9,5	0,0	-24,1
Jul	12,3	15,3	1,5	-2,3	-2,3	1,0	23,8	-8,6	14,6	-1,4	17,8	1,3	-37,1
Ago	4,5	8,2	1,0	0,1	-4,9	1,5	8,6	-7,9	8,5	2,3	8,3	-2,5	-14,6
Sep	2,5	8,9	0,2	-1,6	-4,9	0,5	-35,7	-6,6	-10,8	0,3	-22,6	4,0	32,6
Oct	5,4	12,2	-0,6	-1,2	-5,0	0,9	-12,3	-16,6	-33,4	-3,0	44,1	-3,3	6,0
Nov	5,0	11,6	-0,3	-1,6	-4,7	0,9	4,7	-33,8	1,8	-2,4	45,1	-6,1	-10,5
Dic	7,5	11,0	0,3	0,1	-3,9	2,0	16,3	-0,7	-15,1	-0,2	16,2	16,1	-25,8
1999 Ene	-0,2	4,0	-1,3	-1,3	-1,6	2,7	11,8	-5,2	8,1	-2,1	13,6	-2,4	-14,3
Feb	3,9	7,2	-0,6	-0,2	-2,6	0,0	6,7	-2,0	-16,8	-0,2	21,2	4,6	-10,6

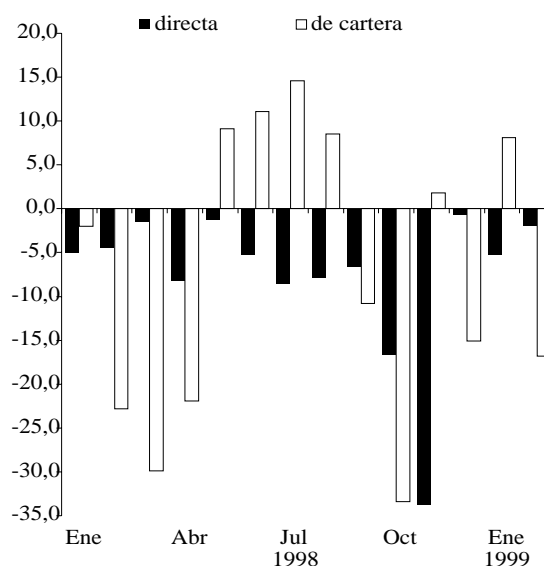
Cuentas corriente y de capital

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



Inversión directa y de cartera

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



Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

2) Entradas (+); salidas (-).

3) Series para las cuales los datos a partir de enero de 1999 no son totalmente comparables con las observaciones anteriores.

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

Cuadro 8.2**Cuentas corriente y de capital¹⁾***(mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998); flujos brutos)*

	Cuenta corriente										Cuenta de capital	
	Total		Bienes		Servicios		Renta		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1998	1.277,8	1.210,7	779,4	657,3	247,6	244,4	190,2	202,9	60,6	106,1	17,6	5,0
1998 I	317,6	310,1	190,8	167,9	56,3	58,9	47,0	49,2	23,5	34,1	5,9	1,2
II	325,7	303,5	199,0	167,2	64,1	60,4	50,3	54,2	12,3	21,6	2,4	1,2
III	316,0	296,7	190,8	158,3	67,4	64,7	45,5	49,3	12,2	24,3	4,1	1,1
IV	318,4	300,5	198,8	163,9	59,7	60,4	47,4	50,1	12,5	6,1	5,2	1,5
1998 Ene	104,7	107,1	58,6	53,7	18,5	20,8	14,6	16,5	13,0	16,2	3,1	0,4
Feb	101,0	98,1	62,3	54,3	17,6	18,2	15,1	15,8	6,0	9,8	0,9	0,4
Mar	112,0	104,9	69,9	60,0	20,2	19,9	17,3	16,9	4,6	8,1	1,8	0,4
Abr	106,4	101,0	66,5	56,6	20,2	20,0	16,2	16,9	3,5	7,4	1,0	0,4
May	104,4	98,0	64,3	53,5	20,7	19,9	15,2	17,3	4,2	7,2	0,9	0,4
Jun	114,9	104,5	68,2	57,1	23,2	20,5	18,9	20,0	4,6	7,0	0,5	0,4
Jul	116,0	103,7	70,6	55,3	24,1	22,6	16,2	18,5	5,0	7,3	1,4	0,4
Ago	94,6	90,1	55,3	47,1	22,3	21,3	13,4	13,3	3,6	8,5	1,8	0,3
Sep	105,4	102,9	64,8	55,9	21,0	20,9	15,9	17,5	3,6	8,5	0,9	0,4
Oct	106,8	101,4	68,2	56,0	20,4	21,0	14,6	15,8	3,6	8,6	1,3	0,4
Nov	101,5	96,5	65,2	53,5	18,1	18,4	14,2	15,8	4,1	8,8	1,3	0,5
Dic	110,1	102,5	65,4	54,4	21,2	20,9	18,6	18,5	4,8	8,7	2,6	0,6
1999 Ene	94,3	94,5	53,0	49,0	14,5	15,8	14,2	15,5	12,6	14,2	3,1	0,5
Feb	93,7	89,8	58,1	50,9	16,0	16,6	14,3	14,4	5,3	7,9	0,5	0,5

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

Cuadro 8.4

Cuentas de inversión directa y de cartera^{1) 2)}

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

	Inversión directa		Inversión de cartera									
	En el exterior	En la zona del euro	Total		Acciones		Instrumentos de deuda					
			Activos	Pasivos ³⁾	Activos	Pasivos ³⁾	Activos			Pasivos ³⁾		
							Total	Obligaciones y pagarés	Instrumentos del mercado monetario	Total	Obligaciones y pagarés	Instrumentos del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1998	-177,9	77,7	-307,1	216,3	-82,4	68,5	-224,7	-206,9	-17,9	147,8	119,4	28,3
1998 I	-46,4	35,2	-114,1	59,4	-29,6	14,8	-84,5	-74,9	-9,5	44,6	39,9	4,6
II	-39,6	24,9	-83,3	81,6	-25,6	24,8	-57,6	-55,1	-2,5	56,7	44,3	12,4
III	-25,3	2,2	-55,0	67,3	-9,8	-0,4	-45,2	-42,5	-2,7	67,7	50,5	17,3
IV	-66,6	15,4	-54,7	8,0	-17,3	29,2	-37,4	-34,3	-3,1	-21,2	-15,2	-6,0
1998 Ene	-9,8	4,7	-20,8	18,7	-5,7	4,7	-15,1	-16,3	1,2	14,0	11,3	2,7
Feb	-15,0	10,5	-51,1	28,3	-11,4	3,2	-39,7	-33,0	-6,7	25,1	26,0	-1,0
Mar	-21,6	20,1	-42,3	12,4	-12,5	6,9	-29,7	-25,7	-4,0	5,5	2,6	2,9
Abr	-20,7	12,5	-34,0	12,1	-8,0	1,2	-26,0	-30,9	4,9	10,9	10,6	0,3
May	-12,3	10,9	-19,6	28,7	-6,7	5,5	-12,9	-10,0	-2,9	23,2	15,8	7,5
Jun	-6,6	1,4	-29,7	40,8	-10,9	18,2	-18,7	-14,2	-4,6	22,6	17,9	4,7
Jul	-2,8	-5,8	-23,0	37,6	-3,2	9,1	-19,8	-20,9	1,1	28,6	17,0	11,6
Ago	-4,0	-4,0	-14,5	23,0	0,5	-5,4	-15,0	-14,1	-0,9	28,4	22,4	6,0
Sep	-18,6	12,0	-17,5	6,7	-7,1	-4,1	-10,4	-7,4	-2,9	10,8	11,1	-0,3
Oct	-11,7	-5,0	-6,9	-26,6	-1,4	-6,1	-5,5	-8,0	2,5	-20,4	-24,8	4,3
Nov	-41,1	7,3	-30,3	32,1	-9,0	33,0	-21,3	-15,7	-5,6	-0,9	1,1	-2,0
Dic	-13,8	13,1	-17,6	2,5	-7,0	2,4	-10,6	-10,6	0,0	0,1	8,4	-8,3
1999 Ene	-11,6	6,3	-17,2	25,3	-6,3	5,9	-10,9	-7,4	-3,5	19,3	23,5	-4,1
Feb	-5,4	3,4	-19,8	3,0	-3,1	2,8	-16,7	-18,5	1,8	0,1	-5,8	5,9

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

2) Entradas (+); salidas (-).

3) Series para las cuales los datos a partir de enero de 1999 no son totalmente comparables con las observaciones anteriores.

Cuadro 8.5

Cuenta de otras inversiones^{1) 2) 3)}

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

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluyendo el Eurosistema)						Otros sectores	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-37,0	235,8	-0,7	2,5	-1,4	-8,2	-18,1	211,0	-38,3	36,6	20,3	174,4	-16,8	30,5
1998 I	-31,2	96,4	0,4	-0,1	-1,9	-2,4	-9,6	88,7	-7,6	11,1	-1,9	77,6	-20,1	10,2
II	-1,5	26,2	-1,0	0,5	-2,9	-1,0	-1,8	20,7	-13,7	7,7	11,9	13,1	4,2	5,9
III	-79,3	82,8	0,4	-0,6	0,4	-1,9	-73,6	78,7	-14,7	1,4	-58,8	77,3	-6,5	6,6
IV	75,0	30,4	-0,5	2,7	3,1	-2,8	66,9	22,8	-2,3	16,4	69,1	6,4	5,6	7,8
1998 Ene	-14,4	34,3	0,1	0,2	-2,4	-1,6	3,1	32,8	-4,4	3,6	7,5	29,2	-15,2	2,9
Feb	-14,1	27,0	0,3	-0,3	-0,8	-1,3	-6,6	24,6	-4,3	7,3	-2,3	17,4	-7,0	4,0
Mar	-2,7	35,0	0,0	0,1	1,2	0,5	-6,0	31,3	1,1	0,2	-7,1	31,1	2,1	3,3
Abr	6,7	-3,8	0,0	0,3	0,5	0,2	12,9	-7,2	-4,1	4,0	17,0	-11,3	-6,6	2,9
May	-0,7	12,9	0,0	-0,3	-1,2	-0,6	-5,9	13,5	-3,9	0,8	-1,9	12,7	6,4	0,4
Jun	-7,6	17,0	-0,9	0,6	-2,2	-0,6	-8,8	14,5	-5,6	2,9	-3,2	11,6	4,4	2,6
Jul	-3,2	20,9	0,2	-0,1	0,3	-3,4	6,4	21,9	-3,3	0,9	9,7	21,1	-10,0	2,5
Ago	-10,2	18,5	0,1	-0,1	0,5	0,5	-22,8	17,4	-6,1	-1,6	-16,7	19,0	12,0	0,7
Sep	-65,9	43,3	0,1	-0,4	-0,3	0,9	-57,1	39,4	-5,3	2,1	-51,9	37,3	-8,5	3,4
Oct	5,5	38,7	0,0	0,4	0,2	0,4	14,8	33,6	-1,0	4,6	15,7	29,0	-9,5	4,3
Nov	10,2	34,9	-0,1	-2,7	1,1	1,5	2,5	33,1	0,5	2,3	2,1	30,9	6,7	3,0
Dic	59,4	-43,2	-0,4	5,0	1,8	-4,7	49,6	-43,9	-1,8	9,6	51,4	-53,5	8,4	0,5
1999 Ene	-59,2	72,8	2,7	0,0	-0,5	-5,6	-58,5	75,1	-13,2	8,2	-45,3	67,0	-3,0	3,2
Feb	20,4	0,7	-4,9	0,0	-2,1	-0,7	39,4	-3,2	-0,7	-3,0	40,2	-0,2	-12,0	4,6

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

2) Entradas (+); salidas (-).

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

Cuadro 8.6**Reservas del Eurosistema y otros activos^{1) 2)}***(mm de euros; saldos a fin de período, salvo indicación en contrario)*

			Activos de reserva						Pro memoria:	
			Total	Oro monetario	En onzas troy de fino (millones)	Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles	Otros activos	otros activos
			1	2						3	4	5	6	7	8
1999	Ene	1	330,2	99,6	405	5,8	22,7	201,5	0,7	7,6
	Ene		337,5	101,6	405	5,6	22,7	206,0	1,7	7,4
	Feb		340,2	105,6	405	2,6	22,8	208,5	0,7	9,4
	Mar		348,9	105,3	405	3,4	23,6	214,7	1,8	10,1

*Fuente: BCE**1) Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.**2) Los datos no son totalmente comparables con los del cuadro 1.1 por diferencias en cobertura y valoración.*

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

Cuadro 9

1. Exportaciones¹⁾

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

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros	Indices de exportaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	622,5	46,8	14,5	11,1	79,5	182,8	271,3	16,4	100,0	100,0	100,0
1996	669,7	48,6	13,7	13,0	85,1	194,3	293,5	21,6	107,6	104,6	102,8
1997	762,4	52,8	16,3	14,4	98,9	216,4	342,6	20,8	122,5	115,9	105,7
1998	790,5	.	.	.	.	.	.	.	127,0	.	.
1996 III	162,6	11,9	3,3	3,1	21,7	48,4	69,3	4,9	104,5	102,0	102,5
IV	182,2	13,3	3,6	3,5	21,7	52,0	82,0	6,0	117,1	114,8	101,9
1997 I	170,7	12,0	3,8	3,7	22,6	48,9	74,7	5,0	109,7	104,1	105,3
II	191,7	13,4	4,1	3,6	25,1	53,8	86,4	5,3	123,2	117,3	105,1
III	193,4	13,0	4,2	3,4	25,6	55,6	86,5	5,1	124,3	116,5	106,6
IV	206,6	14,4	4,2	3,7	25,6	58,1	95,1	5,5	132,8	125,6	105,7
1998 I	193,9	13,1	4,1	3,4	26,5	54,3	87,5	5,0	124,6	115,5	107,9
II	203,5	13,9	3,9	3,3	26,9	56,0	94,5	5,0	130,8	122,3	106,9
III	194,5	12,7	3,9	2,9	25,7	54,5	90,0	4,7	125,0	117,1	106,7
IV	198,6	.	.	.	.	.	.	.	127,7	.	.
1997 Nov	66,3	4,7	1,3	1,2	8,2	18,8	30,4	1,7	127,8	121,1	105,6
Dic	67,1	4,5	1,3	1,2	8,1	18,1	32,0	1,8	129,4	122,3	105,8
1998 Ene	58,4	4,0	1,3	1,2	8,4	16,2	25,8	1,6	112,6	104,6	107,7
Feb	63,6	4,3	1,4	1,0	8,6	18,0	28,8	1,6	122,7	113,8	107,8
Mar	71,9	4,8	1,5	1,2	9,6	20,2	32,9	1,7	138,5	128,2	108,1
Abr	67,9	4,7	1,3	1,1	9,2	18,8	30,9	1,8	130,9	122,3	107,0
May	65,7	4,5	1,3	1,1	8,7	18,1	30,5	1,6	126,7	118,4	107,0
Jun	69,9	4,7	1,3	1,1	9,1	19,1	33,1	1,6	134,8	126,3	106,7
Jul	72,7	4,5	1,3	1,1	9,2	20,9	34,0	1,6	140,2	131,1	106,9
Ago	56,2	4,0	1,2	0,9	7,7	15,4	25,4	1,5	108,3	102,2	105,9
Sep	65,6	4,2	1,3	0,9	8,8	18,2	30,6	1,6	126,5	118,1	107,1
Oct	68,3	4,5	1,3	1,0	8,6	19,3	32,2	1,4	131,7	124,6	105,7
Nov	66,1	4,5	1,3	0,9	8,0	17,7	31,9	1,8	127,4	121,6	104,7
Dic	64,3	.	.	.	.	.	.	.	123,9	.	.
1999 Ene	54,1	.	.	.	.	.	.	.	104,3	.	.

Fuentes: Eurostat y BCE; desglose de productos según la CUCI, Rev 3.

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

2) Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

2. Importaciones¹⁾

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

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros	Índices de importaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	562,7	46,0	39,8	62,1	52,1	163,7	177,4	21,6	100,0	100,0	100,0
1996	593,9	46,7	36,5	73,8	53,8	166,1	191,3	25,7	105,5	102,8	102,6
1997	674,0	49,7	41,3	81,2	62,0	188,1	228,7	23,0	119,8	110,3	108,6
1998	707,8	.	.	.	.	.	.	.	125,8	.	.
1996 III	140,9	11,2	8,3	17,8	12,7	41,8	43,5	5,7	100,2	98,1	102,1
1996 IV	157,9	12,1	9,0	22,2	13,7	41,4	51,3	8,1	112,2	108,8	103,1
1997 I	159,1	11,4	9,7	21,2	14,7	44,6	51,8	5,8	113,1	105,9	106,8
1997 II	168,0	12,6	11,0	18,6	16,0	46,5	57,5	5,7	119,4	111,4	107,2
1997 III	166,6	12,2	10,0	20,0	15,2	48,9	55,6	4,7	118,4	106,9	110,8
1997 IV	180,3	13,5	10,6	21,4	16,1	48,2	63,8	6,8	128,2	116,9	109,6
1998 I	180,5	12,6	10,8	17,5	17,6	51,2	64,5	6,2	128,3	119,6	107,3
1998 II	178,7	12,5	11,1	15,9	17,2	50,0	65,8	6,1	127,0	121,4	104,6
1998 III	170,6	12,2	9,6	14,7	16,2	50,1	62,4	5,3	121,3	119,2	101,8
1998 IV	178,1	.	.	.	.	.	.	.	126,6	.	.
1997 Nov	58,0	4,2	3,5	6,8	5,2	15,4	20,8	2,0	123,7	112,4	110,0
1997 Dic	58,8	4,4	3,4	7,1	5,1	15,3	21,0	2,5	125,5	116,3	107,9
1998 Ene	57,9	4,1	3,5	6,2	5,6	16,4	20,1	2,0	123,5	114,7	107,6
1998 Feb	58,2	4,0	3,5	5,7	5,5	16,6	20,7	2,2	124,2	115,1	107,9
1998 Mar	64,4	4,6	3,8	5,6	6,5	18,2	23,7	2,0	137,3	128,9	106,5
1998 Abr	60,0	4,3	3,7	5,4	5,7	16,6	22,3	2,0	127,9	121,1	105,6
1998 May	57,1	4,0	3,5	5,5	5,6	15,7	20,9	1,8	121,7	116,0	104,9
1998 Jun	61,6	4,2	3,9	4,9	5,9	17,7	22,7	2,3	131,4	127,1	103,4
1998 Jul	59,1	4,3	3,6	4,9	5,9	17,7	20,9	1,9	126,1	123,4	102,2
1998 Ago	50,0	3,7	2,8	4,7	4,7	14,7	17,9	1,5	106,7	105,3	101,3
1998 Sep	61,5	4,2	3,3	5,0	5,7	17,7	23,6	1,9	131,1	128,8	101,8
1998 Oct	61,8	4,3	3,3	5,0	5,7	17,1	24,4	2,0	131,8	132,7	99,3
1998 Nov	59,0	4,1	3,1	4,4	5,3	15,9	24,1	2,1	125,7	130,5	96,3
1998 Dic	57,3	.	.	.	.	.	.	.	122,2	.	.
1999 Ene	53,5	.	.	.	.	.	.	.	114,2	.	.

Fuentes: Eurostat y BCE; desglose de productos según la CUCI, Rev 3.

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadro 8.2). Gran parte de la diferencia tiene su origen en el tratamiento de los seguros y fletes en el registro de las importaciones.

2) Cálculos del BCE basados en Eurostat.

Cuadro 9

3. Saldo comercial¹⁾

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

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	59,7	0,8	-25,3	-51,0	27,4	19,0	93,9	-5,2
1996	75,8	2,0	-22,7	-60,9	31,3	28,1	102,1	-4,2
1997	88,4	3,2	-25,0	-66,8	37,0	28,3	114,0	-2,2
1998	82,7	.	.	.	.	.	.	.
1996 III	21,7	0,7	-5,0	-14,7	9,0	6,6	25,8	-0,8
IV	24,2	1,2	-5,5	-18,7	8,0	10,6	30,7	-2,1
1997 I	11,6	0,6	-5,8	-17,5	7,9	4,3	22,8	-0,8
II	23,7	0,7	-6,9	-15,0	9,1	7,4	28,9	-0,4
III	26,8	0,9	-5,9	-16,6	10,4	6,7	30,9	0,3
IV	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	9,9	31,3	-1,3
1998 I	13,4	0,5	-6,7	-14,1	9,0	3,1	22,9	-1,2
II	24,8	1,4	-7,2	-12,6	9,7	6,0	28,7	-1,1
III	23,8	0,5	-5,8	-11,7	9,5	4,4	27,6	-0,6
IV	20,6	.	.	.	.	.	.	.
1997 Nov	8,3	0,4	-2,1	-5,6	3,0	3,4	9,6	-0,3
Dic	8,3	0,1	-2,1	-5,8	3,0	2,8	11,0	-0,7
1998 Ene	0,5	-0,1	-2,3	-5,0	2,8	-0,2	5,7	-0,4
Feb	5,4	0,4	-2,2	-4,7	3,1	1,4	8,1	-0,6
Mar	7,5	0,2	-2,3	-4,4	3,1	1,9	9,1	-0,3
Abr	7,9	0,4	-2,4	-4,3	3,4	2,2	8,7	-0,1
May	8,7	0,5	-2,3	-4,5	3,1	2,3	9,6	-0,2
Jun	8,3	0,5	-2,6	-3,8	3,2	1,4	10,4	-0,8
Jul	13,6	0,2	-2,2	-3,8	3,4	3,3	13,1	-0,2
Ago	6,1	0,3	-1,6	-3,8	3,1	0,7	7,6	-0,1
Sep	4,1	0,0	-2,0	-4,1	3,1	0,5	7,0	-0,3
Oct	6,5	0,2	-2,0	-4,0	2,9	2,2	7,8	-0,6
Nov	7,1	0,3	-1,8	-3,5	2,8	1,9	7,8	-0,3
Dic	7,0	.	.	.	.	.	.	.
1999 Ene	0,6	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y BCE; desglose de productos según la CUCI, Rev 3.

1) Al existir diferencias en las definiciones, la cobertura y el momento de registro, los datos de comercio (elaborados por Eurostat) no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos elaborados por el BCE (cuadro 8.1). Gran parte de la diferencia tiene su origen en el tratamiento de los seguros y fletes en el registro de las importaciones.

10 Tipos de cambio

Cuadro 10

Tipos de cambio¹⁾

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

	Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro								
	Dólar estadounidense 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
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
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
1999 I	1,122	130,7	1,599	0,687	8,97	7,44	322,7	8,60	1,696
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
1999 Feb	1,121	130,8	1,598	0,689	8,91	7,44	322,0	8,65	1,679
1999 Mar	1,088	130,2	1,595	0,671	8,94	7,43	322,5	8,51	1,651
1999 Abr	1,070	128,2	1,602	0,665	8,91	7,43	325,5	8,32	1,594
% var. sobre mes anterior ²⁾	-1,6	-1,6	0,4	-0,9	-0,3	0	0,9	-2,2	-3,4

	Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro								Tipo de cambio efectivo (TCE) del área del euro ³⁾	
	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	
	1995	1,765	1,993	10,01	999,7	1,833	34,28	8,35	97,8	98,7
1996	1,623	1,847	9,68	1.007,9	1,765	34,39	9,52	98,3	99,1	
1997	1,528	1,715	8,75	1.073,2	1,678	32,50	8,95	90,4	90,7	
1998	1,787	2,097	8,69	1.568,9	1,876	37,64	10,30	92,3	92,1	
1998 I	1,630	1,879	8,42	1.745,8	1,817	36,07	9,17	89,6	89,7	
1998 II	1,754	2,063	8,53	1.537,0	1,810	37,09	9,55	91,3	91,1	
1998 III	1,867	2,199	8,67	1.486,8	1,935	38,71	10,62	93,5	93,4	
1998 IV	1,887	2,236	9,16	1.516,6	1,942	38,64	11,84	94,6	94,1	
1999 I	1,770	2,087	8,69	1.342,6	1,911	36,60	11,18	91,0	90,5	
1998 Abr	1,673	1,971	8,47	1.520,2	1,749	36,07	9,29	89,6	89,4	
1998 May	1,762	2,062	8,60	1.552,4	1,817	37,13	9,53	92,2	91,9	
1998 Jun	1,824	2,151	8,53	1.539,8	1,866	38,06	9,83	92,2	92,0	
1998 Jul	1,776	2,116	8,51	1.423,6	1,878	37,79	9,78	92,0	92,1	
1998 Ago	1,868	2,196	8,55	1.450,4	1,939	38,33	10,34	93,3	93,3	
1998 Sep	1,962	2,289	8,97	1.592,4	1,994	40,10	11,83	95,2	94,9	
1998 Oct	1,932	2,284	9,31	1.615,7	1,969	39,81	12,21	95,8	95,3	
1998 Nov	1,834	2,180	9,05	1.511,9	1,913	38,08	11,64	94,1	93,6	
1998 Dic	1,893	2,241	9,11	1.426,3	1,941	38,02	11,65	94,0	93,5	
1999 Ene	1,839	2,159	8,99	1.362,5	1,950	37,43	11,83	92,7	92,1	
1999 Feb	1,751	2,062	8,68	1.330,2	1,905	36,41	11,21	90,9	90,5	
1999 Mar	1,726	2,045	8,43	1.336,2	1,881	36,04	10,60	89,5	89,1	
1999 Abr	1,668	1,972	8,30	1.292,2	1,834	35,22	10,10	88,4	87,7	
% var. sobre mes anterior ²⁾	-3,3	-3,6	-1,6	-3,3	-2,5	-2,3	-4,7	-1,2	-1,5	
% var. sobre año anterior ²⁾								-1,4	-1,9	

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

3) Cálculos del BPI; hasta diciembre de 1998, basados en medias ponderadas de los TCE de los países de la zona 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 constantes	Índice de producción industrial ⁵⁾	Tasa de desempleo normaliza- da en % sobre la población activa (d)	Agregado monetario amplio ⁶⁾	Tipo de interés ¹⁾ a 3 meses en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Dinamarca												
1995	-	-2,4	72,1	8,27	7,33	.	1,7	3,0	4,4	7,2	-2,0	6,20
1996	2,1	-0,9	67,4	7,19	7,36	.	1,0	3,3	1,4	6,8	7,2	3,98
1997	1,9	0,4	63,6	6,26	7,48	0,6	2,8	3,1	4,6	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	0,8	58,1	4,94	7,50	-1,4	2,8	2,9	1,6	5,1	4,6	4,27
1998	I	1,6	-	5,30	7,53	-1,0	2,1	4,2	6,1	5,5	3,0	3,90
	II	1,4	-	5,12	7,52	-1,8	1,6	1,3	-0,8	5,2	5,1	4,21
	III	1,2	-	4,82	7,50	1,5	3,1	3,7	2,7	5,1	6,6	4,47
	IV	1,1	-	4,51	7,44	-4,0	4,4	2,7	-1,3	4,7	3,7	4,51
1999	I	1,4	-	4,22	7,44	.	.	.	.	4,8	4,5	3,64
1998	Oct	1,1	-	4,67	7,44	.	.	.	1,6	4,8	4,0	4,85
	Nov	1,1	-	4,59	7,44	.	.	.	0,0	4,7	4,1	4,43
	Dic	1,1	-	4,27	7,45	.	.	.	-5,5	4,7	2,9	4,23
1999	Ene	1,2	-	4,03	7,44	.	.	.	.	4,9	3,7	3,87
	Feb	1,3	-	4,19	7,44	.	.	.	.	4,8	4,3	3,62
	Mar	1,7	-	4,43	7,43	.	.	.	.	4,7	5,5	3,46
	Abr	.	-	.	7,43	.	.	.	.	.	.	3,12
Grecia												
1995	-	-10,3	110,1	-	303,0	-2,8	11,6	2,1	2,1	7,1	6,4	16,09
1996	7,9	-7,5	112,2	-	305,5	-3,7	10,6	2,4	0,6	7,5	9,8	13,54
1997	5,4	-3,9	109,4	9,92	309,3	-4,0	7,1	3,2	1,0	7,9	14,5	12,48
1998	4,5	-2,4	106,5	8,48	330,7	.	.	.	3,4	.	4,0	13,53
1998	I	4,2	-	10,45	319,1	.	.	.	3,1	8,1	4,6	16,27
	II	5,0	-	7,90	339,9	.	.	.	6,1	10,3	3,4	12,77
	III	4,8	-	7,83	332,7	.	.	.	3,7	11,7	2,3	13,18
	IV	4,0	-	7,76	331,5	.	.	.	0,8	.	5,6	11,94
1999	I	3,4	-	6,08	322,7	.	.	.	.	.	.	10,56
1998	Oct	4,5	-	8,45	336,5	.	.	.	0,8	10,4	2,4	12,45
	Nov	3,9	-	7,65	329,1	.	.	.	2,7	.	5,4	11,75
	Dic	3,7	-	7,17	328,8	.	.	.	-1,3	.	8,7	11,62
1999	Ene	3,5	-	6,32	323,6	.	.	.	-2,9	.	14,6	11,45
	Feb	3,5	-	5,96	322,0	.	.	.	.	.	.	10,43
	Mar	3,2	-	5,97	322,5	.	.	.	.	.	.	9,84
	Abr	.	-	5,85	325,5	.	.	.	.	.	.	9,85
Suecia												
1995	-	-6,9	77,6	10,24	9,33	.	.	3,9	10,6	8,8	-1,3	8,83
1996	0,8	-3,5	76,7	8,02	8,51	.	.	1,3	1,8	9,6	10,0	6,03
1997	1,8	-0,7	76,7	6,62	8,65	.	.	1,8	7,2	9,9	4,2	4,43
1998	1,0	2,0	75,1	4,99	8,92	2,4	.	2,9	4,1	8,3	3,5	4,36
1998	I	1,9	-	5,51	8,71	3,0	.	2,7	4,5	8,7	2,0	4,70
	II	1,4	-	5,13	8,60	1,1	.	1,8	6,2	8,6	2,6	4,53
	III	0,6	-	4,82	8,95	2,5	.	3,1	4,8	8,1	4,7	4,29
	IV	0,1	-	4,50	9,38	2,8	.	3,8	1,2	7,6	4,5	3,94
1999	I	0,2	-	4,21	8,97	.	.	.	.	7,5	5,4	3,31
1998	Oct	0,1	-	4,72	9,37	.	.	.	4,0	7,6	5,9	4,27
	Nov	0,1	-	4,55	9,31	.	.	.	1,3	7,7	5,6	3,90
	Dic	0,0	-	4,22	9,45	.	.	.	-1,5	7,5	2,1	3,60
1999	Ene	0,0	-	4,02	9,08	.	.	.	-1,1	7,7	4,1	3,42
	Feb	0,2	-	4,18	8,91	.	.	.	.	7,3	5,8	3,31
	Mar	0,5	-	4,44	8,94	.	.	.	.	7,5	6,3	3,23
	Abr	.	-	4,24	8,91	.	.	.	.	.	.	2,99
Reino Unido												
1995	-	-5,7	53,0	8,32	0,829	.	1,7	2,8	1,5	8,7	7,2	6,75
1996	2,5	-4,4	53,6	7,94	0,814	0,0	2,0	2,6	0,4	8,2	9,9	6,11
1997	1,8	-1,9	52,1	7,13	0,692	0,9	3,3	3,5	1,0	7,0	11,2	6,92
1998	1,5	0,6	49,4	5,60	0,676	0,2	.	2,1	0,3	6,3	9,6	7,43
1998	I	1,5	-	6,10	0,660	-0,1	3,1	3,1	0,2	6,4	10,5	7,56
	II	1,8	-	5,89	0,665	-0,8	.	2,3	1,0	6,3	9,9	7,58
	III	1,4	-	5,57	0,676	0,8	.	1,8	0,5	6,3	9,5	7,67
	IV	1,4	-	4,82	0,702	1,0	.	1,1	-0,5	6,3	8,6	6,89
1999	I	1,6	-	4,39	0,687	.	.	.	.	6,3	.	5,60
1998	Oct	1,3	-	4,99	0,705	.	.	.	-0,5	6,2	9,3	7,22
	Nov	1,4	-	4,93	0,701	.	.	.	-0,1	6,2	8,4	6,97
	Dic	1,5	-	4,54	0,702	.	.	.	-1,0	6,4	8,2	6,47
1999	Ene	1,6	-	4,20	0,703	.	.	.	-0,9	6,3	7,6	5,90
	Feb	1,5	-	4,37	0,689	.	.	.	-1,4	.	7,4	5,53
	Mar	1,7	-	4,60	0,671	.	.	.	.	.	.	5,40
	Abr	.	-	4,54	0,665	.	.	.	.	.	.	5,32

Fuentes: Eurostat (columnas 1, 8 y 10 —excepto Grecia—); Comisión Europea (DG II y Eurostat) (columnas 2 y 3); Bloomberg (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.

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

Cuadro 12.1

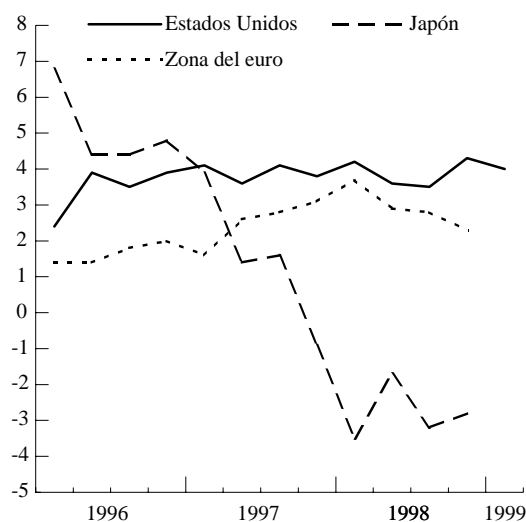
Evolución económica y financiera

(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	-2,2	60,8
1996	2,9	-2,3	3,4	4,8	5,4	4,8	5,43	6,54	1,270	-1,2	59,9
1997	2,3	0,0	3,9	6,7	4,9	5,0	5,62	6,45	1,134	0,1	57,8
1998	1,6	0,7	3,9	4,2	4,5	7,4	5,00	5,33	1,121	1,4	55,4
1998 I	1,5	1,1	4,2	6,0	4,6	6,6	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	-	56,2
1998 III	1,6	1,4	3,5	3,2	4,5	7,3	5,20	5,27	1,118	-	55,4
1998 IV	1,5	-0,8	4,3	2,5	4,4	8,4	5,00	4,72	1,177	-	55,4
1999 I	1,7	-	4,0	2,2	4,3	8,5	4,99	5,00	1,122	-	-
1998 Oct	1,5	-	-	3,0	4,5	8,2	5,12	4,58	1,194	-	-
1998 Nov	1,5	-	-	2,3	4,4	8,4	5,12	4,89	1,164	-	-
1998 Dic	1,6	-	-	2,2	4,3	8,7	5,00	4,69	1,172	-	-
1999 Ene	1,7	-	-	2,0	4,3	8,7	4,99	4,78	1,161	-	-
1999 Feb	1,6	-	-	2,5	4,4	8,5	5,00	4,99	1,121	-	-
1999 Mar	1,7	-	-	2,2	4,2	8,1	4,99	5,23	1,088	-	-
1999 Abr	-	-	-	-	-	-	4,97	5,18	1,070	-	-
Japón											
1995	-0,1	-2,5	1,5	3,4	3,2	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	-	-2,8	-7,1	4,1	4,0	0,18	1,30	146,4	-5,9	-
1998 I	2,0	3,7	-3,5	-4,2	3,7	4,7	0,50	1,65	139,2	-	-
1998 II	0,3	7,1	-1,7	-8,8	4,1	3,7	0,43	1,36	149,5	-	-
1998 III	-0,2	-	-3,2	-8,5	4,3	3,7	0,12	1,14	156,3	-	-
1998 IV	0,5	-	-2,8	-6,8	4,4	4,0	0,18	1,04	140,6	-	-
1999 I	-0,1	-	-	-4,4	-	3,6	0,31	1,96	130,7	-	-
1998 Oct	0,2	-	-	-7,8	4,3	3,9	0,68	0,82	144,2	-	-
1998 Nov	0,8	-	-	-5,9	4,4	4,3	0,68	0,89	140,1	-	-
1998 Dic	0,6	-	-	-6,7	4,4	3,9	0,18	1,39	137,4	-	-
1999 Ene	0,2	-	-	-8,3	4,4	3,6	0,35	2,07	131,3	-	-
1999 Feb	-0,1	-	-	-4,1	4,6	3,4	0,38	2,09	130,8	-	-
1999 Mar	-0,4	-	-	-1,2	-	3,7	0,20	1,72	130,2	-	-
1999 Abr	-	-	-	-	-	-	0,18	1,55	128,2	-	-

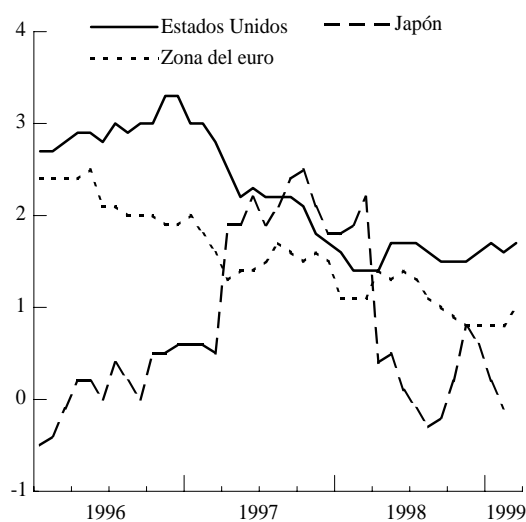
Producto interior bruto a precios constantes

(tasa interanual de variación; trimestral)



Índices de precios de consumo

(tasa interanual de variación; mensual)



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

1) Manufacturas.

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

3) Para más información, véanse cuadros 2.6 y 2.7.

4) Para más información, véase cuadro 10.

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

Cuadro 12.2

Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

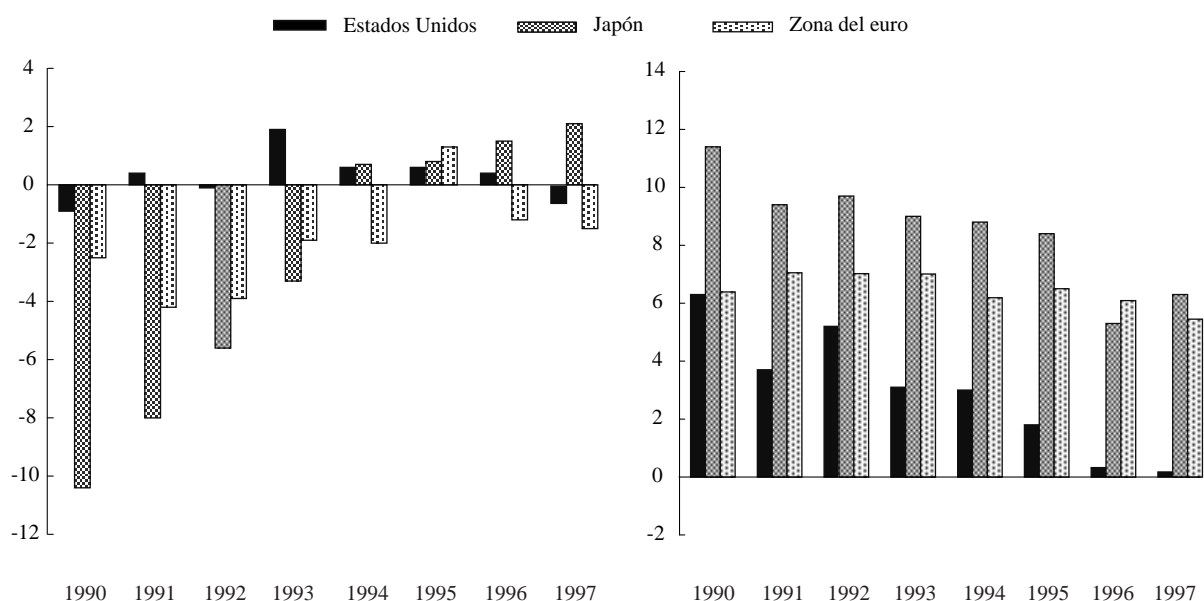
	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las empresas no financieras					Inversión y financiación de los hogares ¹⁾				
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisición neta de activos financieros	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													
1995	16,3	17,4	-1,4	7,8	7,2	6,0	8,3	5,4	2,4	12,2	6,7	13,5	4,9
1996	16,6	17,8	-1,6	7,9	7,5	5,2	8,2	4,8	1,4	12,4	5,4	13,5	5,0
1997	17,3	18,4	-1,7	8,3	7,4	3,7	8,2	4,2	1,8	12,3	4,8	12,8	4,7
1998	17,4	18,9	-2,5	8,3	7,7	4,0	8,2	4,3	0,9	12,7	5,3	11,5	6,0
1997 I	17,0	18,1	-1,6	8,1	7,3	6,1	8,1	5,9	1,3	12,4	2,9	12,9	4,5
1997 II	17,6	18,5	-1,5	8,7	7,5	2,4	8,3	2,9	1,4	12,2	5,8	13,3	4,6
1997 III	17,5	18,4	-1,7	8,2	7,7	3,2	8,4	4,3	2,0	12,3	5,4	12,9	5,5
1997 IV	17,3	18,5	-2,0	8,1	7,3	3,0	8,1	3,9	2,4	12,2	5,2	12,3	4,1
1998 I	17,7	19,1	-2,1	8,7	7,7	5,9	8,2	7,2	2,2	12,5	4,0	11,6	5,6
1998 II	17,2	18,7	-2,5	8,1	7,8	1,8	8,1	2,6	2,7	12,7	7,8	11,5	6,1
1998 III	17,3	18,8	-2,7	8,2	7,6	3,8	8,1	3,7	0,8	12,7	3,9	11,2	5,3
1998 IV	17,3	18,9	-2,7	8,3	7,8	4,4	8,2	3,9	-1,8	13,1	5,7	11,5	7,0
Japón													
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
1998	.	.	.	.	.	4,4	.	-5,7	-1,3	.	5,3	.	-0,3
1997 I	33,4	29,4	1,5	.	.	0,6	.	-8,1	-1,0	.	-3,3	.	-0,9
1997 II	31,2	26,6	2,3	.	.	2,6	.	-1,9	1,4	.	10,7	.	0,7
1997 III	30,2	30,0	2,2	.	.	3,0	.	3,1	0,4	.	-0,3	.	1,5
1997 IV	29,0	29,3	2,6	.	.	6,6	.	10,7	-0,3	.	19,8	.	1,5
1998 I	33,2	27,9	2,4	.	.	0,6	.	-15,3	-2,6	.	-5,4	.	-2,3
1998 II	.	24,1	.	.	.	-0,6	.	1,3	2,2	.	12,2	.	0,0
1998 III	.	26,7	.	.	.	4,1	.	-1,9	0,5	.	-2,2	.	0,5
1998 IV	.	.	.	.	.	12,7	.	-6,7	-4,8	.	15,4	.	0,6

Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(en porcentaje del PIB)

Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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

Notas generales

El documento titulado «Requerimientos estadísticos para la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (*Implementation package*)», que el Instituto Monetario Europeo (IME) y los bancos centrales nacionales (BCN) pusieron a disposición de las asociaciones de bancos y de otras entidades involucradas en los trabajos estadísticos preparatorios para la tercera fase en julio de 1996, estableció las bases para las estadísticas elaboradas y publicadas por el Banco Central Europeo (BCE). El «*Implementation package*» comprende estadísticas monetarias y bancarias, estadísticas de balanza de pagos, estadísticas de posición de inversión internacional, estadísticas de cuentas financieras, estadísticas de precios y costes y otras estadísticas económicas¹.

Estas estadísticas comprenden el zona del euro en su conjunto. En la dirección internet 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 anteriores a 1999, convertidos a ECU de las monedas participantes al correspondiente tipo de cambio del ECU, están afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 en los cuadros 2.1 a 2.5 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 a la zona del euro.

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).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín mensual del BCE es la fecha de la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición fue el 6 de mayo de 1999.

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden revisarse.

Estadísticas monetarias y financieras

En los cuadros 1.1 a 1.5 se recoge el estado financiero consolidado del Eurosistema, los datos de las operaciones del Eurosistema, las estadísticas relativas a las reservas mínimas y la posición de liquidez del sistema bancario. En los cuadros 2.1 a 2.3 se presentan los datos monetarios relativos a las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), incluido el Eurosistema. El cuadro 2.3 es consolidado; no se recogen los saldos entre IFM dentro de la zona del euro, pero todas las diferencias entre la suma de activos y pasivos tal como se registran se recogen en la columna 13. En el cuadro 2.4 figuran los agregados monetarios obtenidos de los balances consolidados de las IFM; incluye también algunos pasivos (monetarios) del Estado. En el cuadro 2.5 se recoge un análisis trimestral por sectores y plazo de vencimiento de los créditos concedidos por las IFM de la zona del euro. Próximamente se ofrecerá un mayor detalle trimestral. En la dirección internet 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 recopila y compila conforme al Reglamento del BCE relativo al balance consolidado del sector instituciones financieras monetarias (BCE/1998/16).

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

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 2.6 a 2.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias. Los detalles relativos a las estadísticas de tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela (cuadro 2.9) 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 a lo largo de 1999.

Indicadores de precios y de la economía real

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

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para el zona del euro (cuadro 4.1) está disponible a partir de 1995. Se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. La implantación del Reglamento (CE) n.º 1165/98 del Consejo de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo, ampliará la cobertura de datos disponibles sobre la zona del euro, 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 la zona del euro.

Las tasas de desempleo se adecúan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT). Los datos sobre empleo para el total de la economía se han obtenido de las fuentes nacionales, utilizando definiciones de empleo similares. Los datos sobre empleo en el sector de manufacturas son datos armonizados enviados en el ámbito del Reglamento relativo a estadísticas a corto plazo (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 zona del euro, con el fin de complementar el análisis monetario y el estudio de la financiación. El objetivo es proporcionar un conjunto de cuentas financieras casi omnicomprensivas, aunque no completas, para el zona del euro, basadas en las estadísticas monetarias y bancarias, las estadísticas de balanza de pagos, las estadísticas de los mercados de capitales, las estadísticas de las instituciones financieras no monetarias y las estadísticas de las Administraciones Públicas que sean acordes con las cuentas nacionales SEC 95. En el cuadro 6 figura un conjunto de estadísticas para la zona del euro basadas en las cuentas nacionales financieras y de capital.

A lo largo de 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 la zona del euro.

Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas

El cuadro 7 muestra los recursos, los empleos, el ahorro y la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro en porcentaje del PIB. Estos datos son agregados obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN.

Además, se ofrecen datos relativos al déficit y la deuda de las Administraciones Públicas para los países de la zona del euro, dada su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Estos datos han sido facilitados por la Comisión Europea.

Balanza de pagos de la zona del euro, posición de reservas del Eurosistema y estadísticas del comercio de bienes y tipos de cambio

El 30 de abril de 1999, el BCE publicó las estadísticas de la balanza de pagos de la zona del euro, que ahora se reproducen en esta edición del *Boletín mensual* del BCE (cuadros 8.1 a 8.5). Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (se publicarán el próximo otoño con saldos a final de 1998) se ajustan, en general, a lo establecido en la 5ª edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la documentación contenida en el Reglamento del BCE de 1 de diciembre de 1998 sobre requisitos de declaración de datos (BCE/1998/17) y a la documentación de Eurostat. La metodología común acordada entre el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) y el método de agregación se explican en el recuadro 2 de la página 30 de esta edición del *Boletín mensual* y en la dirección de Internet del BCE. En esta edición no se incluye el cuadro 8.3 relativo a la renta; se publicará en la edición de agosto, cuando estén disponibles los datos trimestrales de detalle.

La balanza de pagos de la zona del euro la elabora el BCE. Hasta diciembre de 1998 inclusive, los datos se expresan en ECU.

En el cuadro 8.6 se recogen, a partir de 1999, los saldos de los activos de reserva del Eurosistema y de otros activos relacionados con los anteriores. En el cuadro 8.1 aparecen los flujos netos consistentes con dichos saldos. Estos datos no son comparables con los flujos netos de activos de reserva que, hasta diciembre de 1998, aparecen en el cuadro 8.1, ya que estos se han elaborado agregando datos obtenidos de acuerdo con las definiciones nacionales e incluyen instrumentos emitidos por otros residentes de la zona del euro.

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

A partir de enero de 1999, las estadísticas de tipos de cambio (cuadro 10) son tipos de referencia diarios publicados por el BCE.

En la dirección de Internet del BCE, están disponibles las notas metodológicas detalladas sobre las estadísticas de balanza de pagos, comercio exterior y tipos de cambio de la zona del euro.

Otras estadísticas

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

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.

12 de enero de 1999

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

21 de enero de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las dos facilidades permanentes del Eurosistema vuelvan a ser los que se habían establecido al comienzo de la Tercera 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 operaciones similares realizadas anteriormente, es decir, se adjudicarán mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Además, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito sigue siendo el 4,5% y el de la facilidad de depósito el 2%.

18 de febrero de 1999

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

4 de marzo de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación que se liquidarán el 10 y el 17 de marzo de 1999 estén sujetas a las mismas condiciones que las ya liquidadas este año, es decir, que se adjudiquen mediante subastas a tipo fijo con un tipo de interés del 3%. Se decide, además, que el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito siga siendo el 4,5% y el de la facilidad de depósito, el 2%. El Consejo de Gobierno también decide

que, si no se indica lo contrario, las futuras operaciones de financiación a más largo plazo del Eurosistema se lleven a cabo mediante el procedimiento de adjudicación a tipo múltiple (a partir de la operación que se liquidará el 25 de marzo de 1999).

18 de marzo de 1999

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

8 de abril de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales hasta el 2,5%, comenzando con la operación cuya liquidación tendrá lugar el 14

de abril de 1999. Además, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en un punto porcentual hasta el 3,5% y el tipo de interés de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales hasta el 1,5%, ambos con efectos a partir del 9 de abril de 1999.

22 de abril de 1999

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

6 de mayo de 1999

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

Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas al Departamento de Prensa mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

Informe Anual

«Informe Anual 1998», abril 1999.

Boletín mensual

Artículos publicados a partir de enero de 1999:

«El área del euro al inicio de la Tercera Etapa», enero 1999.

«La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», enero 1999.

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

«El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro», abril 1999.

«El sector bancario en el área del euro: características estructurales y tendencias», abril 1999.

«El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación», mayo 1999.

«La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», mayo 1999.

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.

Otras Publicaciones (continuación)

«Third progress report on the TARGET project», noviembre 1998.

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

«Payment systems in the European Union – Addendum incorporating 1997 figures», enero 1999.

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

