



BANCO CENTRAL EUROPEO

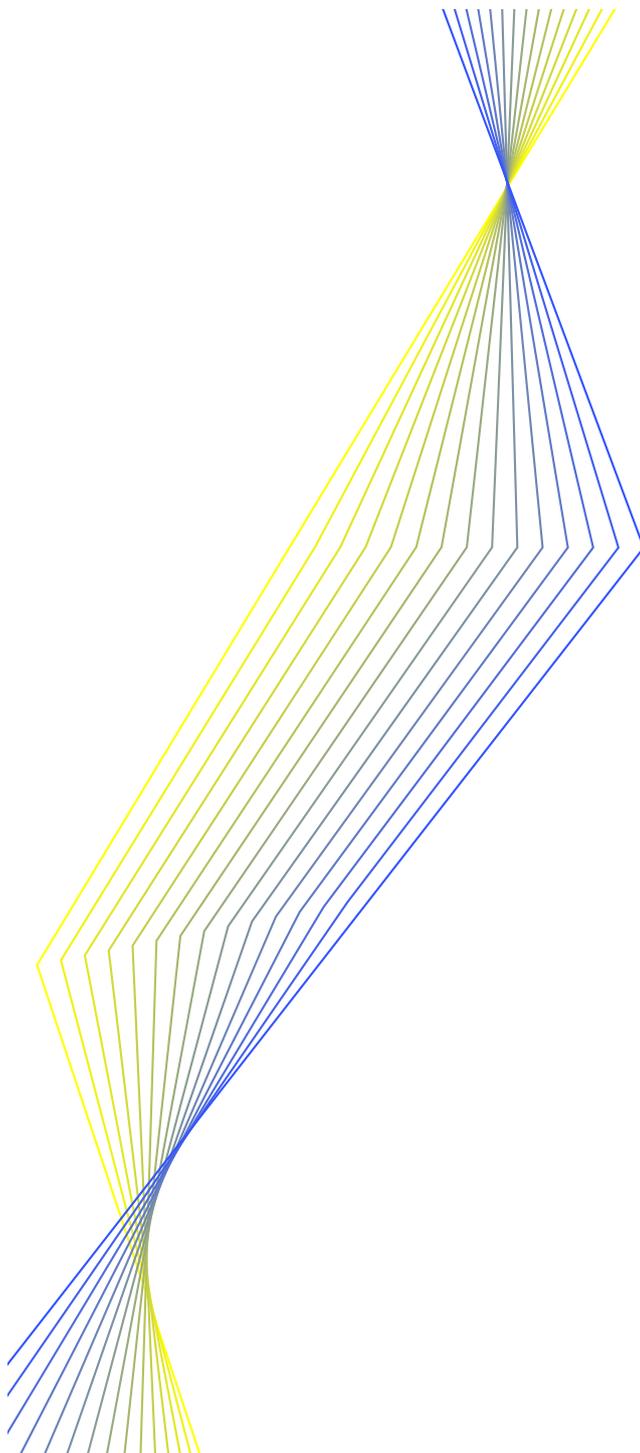
ECB EZB EKT BCE EKP

BOLETÍN
MENSUAL

Julio 1999



BANCO CENTRAL EUROPEO



**B O L E T Í N
M E N S U A L**

Julio 1999

Traducción provisional realizada por el Banco de España. La publicación impresa definitiva del Boletín mensual del BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográficas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al contenido del documento.

© **Banco Central Europeo, 1999**

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

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

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

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

ISSN 1561-0268

Índice

Editorial	5
Evolución económica de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	9
Evolución de precios	21
Producto, demanda y mercado de trabajo	23
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	28
Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro	35
El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales	59
Estadísticas de la zona del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	47*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	51*

Abreviaturas

Países

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

Otras

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

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

Editorial

Desde el cierre de la edición del Boletín mensual del BCE de junio de 1999, han aparecido nuevos datos que apuntan a una estabilización del crecimiento general de la producción a comienzos de 1999 y a una recuperación económica en la segunda parte de 1999 y en el año 2000. En respuesta a estos nuevos datos, los participantes en los mercados financieros parecen haber variado sus expectativas en favor de un ritmo más rápido de crecimiento económico en la zona del euro. Estos datos, junto con la evolución monetaria y crediticia, sugieren que los riesgos de futuras presiones a la baja sobre la estabilidad de precios han disminuido en comparación con el mes anterior. Por consiguiente, todos los indicios existentes permiten concluir que, tanto a corto como a medio plazo, la evolución de los precios seguirá siendo acorde con la definición de estabilidad de precios adoptada por el Eurosistema, es decir que los incrementos del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de toda la zona seguirán siendo inferiores al 2%. En este contexto, y conforme a la estrategia de política monetaria del Eurosistema, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en sus reuniones de 17 de junio y 1 de julio de 1999, mantener sin variación los tipos de interés aplicables a los instrumentos de política monetaria del Eurosistema. 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 en el 3,5% y el 1,5% respectivamente.

En relación con la evolución monetaria, la media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3 correspondiente al período comprendido entre marzo y mayo de 1999 aumentó hasta situarse en el 5,2%, frente al 5,1% registrado en el período comprendido entre febrero y abril. En consecuencia, el crecimiento de M3 se mantuvo por encima del valor de referencia del 4,5% establecido por el Consejo de Gobierno. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 aumentó en mayo hasta el 5,3%, lo que representa un incremento de 0,3 puntos porcentuales con respecto al mes de abril. Este repunte del crecimiento de M3 fue impulsado principalmente por la expansión que registró la demanda de depósitos a la vista.

El crédito concedido a los residentes de la zona del euro continuó con su fuerte ritmo de expansión, aumentando su tasa de crecimiento interanual del 7,3% registrado en abril al 7,9% en mayo. Esta aceleración revistió carácter general, pues resultó evidente en el caso de los préstamos y también del crédito concedido a través de la compra de valores, y se produjo tanto respecto del crédito al sector privado como del concedido a las Administraciones Públicas. Con una tasa de crecimiento de los préstamos concedidos a familias y empresas situada en torno al 10%, consumidores e inversores parecen estar aprovechando el bajo nivel de los tipos de interés en la zona del euro. Tomado conjuntamente con la pauta de crecimiento de M3, este dato indica que el sector privado no afronta restricciones de liquidez a la hora de financiar su gasto. Aunque esta situación no se considera un signo de presiones inflacionistas en la coyuntura actual, convendría revisarla si el crecimiento económico de la zona del euro comenzara a acelerarse.

Por lo que se refiere a los indicadores financieros, los tipos de interés a largo plazo de instrumentos denominados en euros se vieron influidos por la fuerte subida experimentada en los últimos meses por los rendimientos de los bonos en Estados Unidos. En la segunda quincena de junio, los factores internos desempeñaron probablemente un papel más importante que en meses anteriores en la evolución de los mercados de bonos de la zona del euro. En particular, los agentes económicos parecen haber descontado que en el curso de 1999 se va a producir una mejora del ritmo de la actividad económica en la zona del euro, acompañada de un moderado aumento de la inflación en relación con los bajos niveles registrados en los últimos meses.

El tipo de cambio del euro no siguió una trayectoria clara en el mes de junio. La existencia de incertidumbre en torno a cuál sería la política monetaria seguida por la Reserva Federal de Estados Unidos, antes de la decisión que adoptó el 30 de junio de aumentar los tipos de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos, contribuyó a que se produjera a lo largo del mes una evolución muy variable del tipo de cambio euro/dólar. La depreciación del tipo de

cambio nominal efectivo producida durante el segundo trimestre de 1999 fue aproximadamente del 3,5%, si se compara con el primer trimestre del año. Sin embargo, se espera que su repercusión directa en la inflación de los precios de consumo de la zona del euro, a través de la demanda externa neta y de los precios de importación, sea moderada, dado el escaso peso del comercio exterior en la economía de la zona del euro. Además, estos efectos podrían invertirse si el tipo de cambio del euro termina beneficiándose de la mejora de las perspectivas de que se produzca un crecimiento más sostenido en la zona del euro dentro de un contexto de estabilidad de precios.

Las previsiones en relación con la coyuntura exterior a la zona del euro han seguido mejorando durante el mes de junio, con lo cual se consolidan las perspectivas de que se produzca una recuperación sostenida de la economía mundial. Mientras que en Estados Unidos todos los indicios sugieren que se mantendrá el fuerte crecimiento económico, continuó el proceso de recuperación de la actividad económica y de la confianza en el Este Asiático y Latinoamérica, aunque de forma menos marcada en esta última. Las perspectivas económicas en Japón siguen siendo inciertas, puesto que las cifras positivas registradas durante el primer trimestre de 1999 en relación con el crecimiento del PIB real contrastaron con datos menos positivos sobre otros indicadores.

En lo relativo a la actividad económica de la zona del euro, Eurostat publicó las primeras estimaciones referentes al crecimiento del PIB real en el primer trimestre de 1999, así como la revisión de los datos correspondientes a 1998. Esta información debe interpretarse con cautela puesto que las cifras agregadas de la zona del euro combinan información sobre algunos países que se ha obtenido con arreglo a la nueva metodología del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95) con información procedente de otros países que se basa todavía en el antiguo sistema y, además, en algunos casos, se han utilizado estimaciones. Sin embargo, pueden extraerse dos conclusiones generales de estos datos. En primer lugar, mientras que los datos del PIB anteriores sugerían que se había producido una desaceleración

bastante brusca en el último trimestre de 1998, los datos revisados dan a entender que la ralentización del crecimiento del PIB real se distribuyó de manera más uniforme a lo largo de 1998. En segundo lugar, el debilitamiento del crecimiento de la producción se detuvo en el primer trimestre de 1999. Los datos referentes a la producción industrial de abril de 1999 confirman esta impresión. Aunque no se han producido todavía signos inequívocos de recuperación del sector industrial, en los primeros meses de 1999 parece haberse estabilizado el nivel de producción industrial (excepción hecha de la construcción). También han aparecido indicios positivos en relación con la actividad económica de la zona del euro en las últimas encuestas de confianza de empresas y consumidores realizadas en varios países de la zona del euro. La tasa de desempleo de la zona descendió solo ligeramente en los primeros meses del año, lo cual se corresponde en líneas generales con las últimas predicciones formuladas por organismos internacionales (ya analizadas en la edición del Boletín mensual del BCE de junio de 1999), según las cuales se producirá una recuperación dentro de este año. Los riesgos que amenazan las perspectivas económicas parecen estar más equilibrados, dado que la probabilidad de que se sigan produciendo presiones a la baja sobre la actividad económica es ahora menor que en meses anteriores.

La tasa de incremento interanual del IAPC de la zona del euro descendió en mayo al 1%, frente al 1,1% registrado en abril de 1999, pese a la acusada subida de los precios del petróleo que se viene produciendo desde marzo de 1999. De hecho, en mayo, el alza de la tasa de variación del componente energético del IAPC se compensó sobradamente por la mayor desaceleración de la tasa de incremento de los precios correspondientes a la mayoría de los demás componentes del IAPC, en particular, los alimentos y los servicios. En los últimos meses, las subidas de los precios de los servicios han ido remitiendo periódicamente, probablemente a causa de la intensificación de la competencia, en concreto, en el sector de las telecomunicaciones. Además, las modificaciones introducidas en el ámbito de los impuestos indirectos contribuyeron a reducir la tasa de variación interanual de los pre-

cios. Como resultado de ello, la tasa de incremento interanual del IAPC, con excepción de sus componentes más volátiles (los alimentos estacionales y la energía), también descendió en mayo del 1% al 0,9%.

Teniendo en cuenta todos los datos disponibles sobre las últimas tendencias monetarias, de los mercados financieros y de otras variables económicas, las perspectivas de que se mantenga la estabilidad de precios de la zona del euro continúan siendo favorables. A la luz de la evolución monetaria y crediticia y de los indicios aparecidos últimamente sobre el final de la desaceleración de la economía a comienzos de 1999, parece que han disminuido los riesgos de presiones a la baja sobre la estabilidad de precios. A corto plazo, lo más probable es que se produzcan presiones moderadas al alza sobre el IAPC, puesto que los efectos de anteriores subidas de los precios del petróleo y del debilitamiento del tipo de cambio del euro todavía no han repercutido ple-

namente en los precios. Sin embargo, las presiones al alza podrían moderarse por la competencia más intensa que se registra en los mercados de bienes y servicios de la zona del euro, factor que puede continuar ejerciendo durante algún tiempo una presión a la baja sobre las subidas de los precios. Sin embargo, en el futuro, habrá que seguir atentamente cualquier presión al alza que se produzca sobre los precios.

El presente Boletín mensual incluye un artículo, titulado «Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro», en el que se analizan las divergencias y similitudes de la evolución económica de los países que forman actualmente la zona del euro antes del paso a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. Un segundo artículo traza una visión general del marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Evolución económica de la zona del euro

I Evolución monetaria y financiera

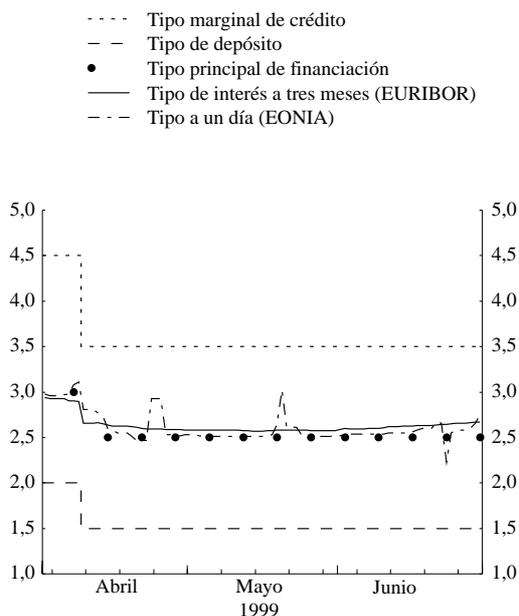
Decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE

En sus reuniones del 17 de junio y el 1 de julio de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE analizó las perspectivas de evolución de los precios en la zona del euro. Como se explica en el «Editorial» del presente número del Boletín mensual, se consideró que las perspectivas de inflación habían permanecido coherentes con el objetivo prioritario del Eurosistema, es decir, con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno no vio razón alguna para modificar los vigentes tipos de interés del BCE. El tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvo, por tanto, en el 2,5%, y los tipos de interés de las facilidades marginales de crédito y de depósito permanecieron en niveles del 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)

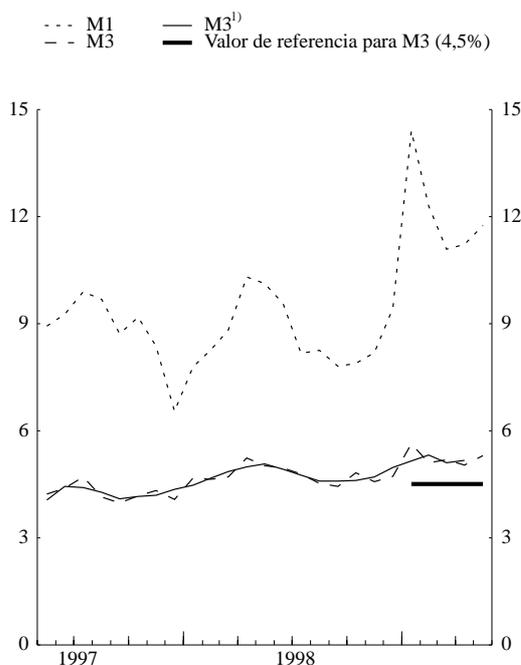


Fuente: BCE.

Gráfico 2

Agregados monetarios en la zona del euro

(tasas interanuales de variación)



Fuente: BCE.

1) Media móvil de tres términos centrada.

Aumento del crecimiento de M3 en mayo

La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó en mayo hasta el 5,3%, desde el 5% correspondiente a abril de 1999. (Esta última cifra fue revisada al alza desde el 4,9%). La media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3, que abarca de marzo a mayo de 1999, aumentó ligeramente al 5,2%, desde el 5,1% registrado en el periodo comprendido entre febrero y abril de 1999. (Esta última cifra fue revisada al alza desde el 5%). El crecimiento de M3 permaneció, así, por encima del valor de referencia del 4,5% establecido por el Consejo de Gobierno (véase gráfico 2).

A finales de junio de 1999, el BCE publicó, por primera vez, información sobre las variaciones mensuales desestacionalizadas de M3 y sus principales componentes, esto es, la suma del efecti-

Cuadro I

M3: Principales componentes

(Variaciones mensuales desestacionalizadas)

	Marzo 1999		Abril 1999		Mayo 1999		Media Marzo-Mayo 1999	
	mm euros	%	mm euros	%	mm euros	%	mm euros	%
M3	33,4	0,8	11,0	0,2	24,8	0,5	23,1	0,5
Efectivo en manos del público y depósitos a la vista (=M1)	8,8	0,5	17,6	1,0	15,6	0,9	14,0	0,8
Otros depósitos a corto plazo (=M2-M1)	27,9	1,3	-15,0	-0,7	3,8	0,2	5,6	0,3
Instrumentos negociables (=M3-M2)	-3,3	-0,6	8,5	1,4	5,4	0,9	3,5	0,6

Nota: Debido a problemas de redondeo, la suma de las variaciones de los componentes de M3 en mm de euros puede no coincidir exactamente con la variación total de M3 que se muestra.

vo en circulación y los depósitos a la vista (este componente es M1, el agregado monetario estrecho); los otros depósitos a corto plazo (es decir, la diferencia entre los agregados monetarios M2 y M1); y el total de los instrumentos negociables incluidos en M3 (es decir, la diferencia entre los agregados monetarios M3 y M2). Los datos relevantes se incluyen en el cuadro 2.4 del epígrafe «Estadísticas de la zona del euro» en el presente Boletín mensual.

Según datos no desestacionalizados, M3 aumentó en 36 mm de euros en mayo de 1999. Alrededor de un tercio de esta variación fue el reflejo de efectos estacionales. En términos de las cifras desestacionalizadas, M3 aumentó en 25 mm de euros (alrededor del 0,5%) en comparación con el mes anterior (véase cuadro I). Este incremento de M3 reflejó una expansión significativa de los componentes de M1 (hasta los 16 mm de euros). Además, se produjeron pequeños aumentos de los otros depósitos a corto plazo (4 mm de euros) y de los instrumentos negociables (5 mm de euros).

El repunte de la tasa interanual de M3 en mayo se debió, principalmente, al mayor crecimiento de los depósitos a la vista, pero reflejó, también, los aumentos de las tasas de variación tanto de las participaciones en los fondos del mercado monetario como de los instrumentos del mercado monetario y de los valores de renta fija emitidos con vencimiento hasta dos años. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista —que supone alrededor de un tercio del valor de M3—

aumentó hasta el 14,2%, desde el 13,5% correspondiente al mes de abril. Al mismo tiempo, el incremento interanual del efectivo en circulación disminuyó hasta el 1,6% en mayo (desde el 1,9% correspondiente al mes de abril). No obstante, y reflejando la mayor tasa de crecimiento de los depósitos a la vista, la tasa de expansión interanual del agregado monetario estrecho M1 aumentó hasta alcanzar el 11,7% en mayo, frente al 11,2% registrado en el mes anterior.

Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista representan casi la mitad de M3. En términos agregados, su tasa de crecimiento interanual disminuyó hasta el 1,7% en mayo, desde el 2,1% correspondiente al mes de abril, continuando así su tendencia de moderación de los dos últimos años. La pequeña disminución de mayo se concentró en los depósitos con vencimiento hasta un año. Al igual que ocurrió en abril, la menor demanda de estos instrumentos financieros puede haber sido reflejo de una reestructuración de las carteras de los inversores a favor de los depósitos a la vista, a raíz del estrechamiento de los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por los bancos a su clientela para estos dos tipos de depósitos.

Por el contrario, no se observaron dichos efectos de sustitución para los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses que, en mayo, siguieron creciendo a un ritmo estable del 5,7%. Esto puede reflejar el hecho de que este instrumento financiero posee rasgos que le hacen más similar a los depósitos a la vista que a los demás

Recuadro I

Composición por monedas de algunos activos y pasivos de las IFM de la zona del euro

El Eurosistema recopila trimestralmente datos detallados sobre la composición por monedas de algunos activos y pasivos de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) de la zona del euro. Recientemente, se han publicado los primeros de estos datos correspondientes a diciembre de 1998 y marzo de 1999. Dichos datos figuran en el Cuadro 2.6 de la sección “Estadísticas de la zona del euro” de la presente edición del Boletín mensual.

Los datos indican que las posiciones de las IFM frente a residentes de la zona del euro que no son IFM (véase rúbrica 1 (a) del cuadro siguiente) se denominan casi íntegramente en euros (incluidas las denominaciones nacionales). El porcentaje de depósitos de residentes de la zona del euro que no son IFM denominados en euros era del 97%. El euro constituía un porcentaje similar de los préstamos otorgados a estos residentes y de las tenencias de valores de las IFM que no son acciones. Por lo que respecta a otras monedas, el 1,8% de los depósitos, el 1,6% de los préstamos y el 1,3% de las tenencias de valores de las IFM que no son acciones estaban denominados en dólares estadounidenses. Las posiciones en otras monedas representaban menos del 1%.

Con respecto a la denominación de los activos y pasivos de las IFM frente a los residentes de la zona del euro que no son bancos (véase rúbrica 2 (a) del cuadro siguiente), las monedas extranjeras adquieren una mayor importancia, sobre todo el dólar. En marzo de 1999, estaban denominados en euros el 42% de los depósitos de estos residentes, mientras que sólo el 35,7% estaban denominados en dólares. Alrededor del 9% de los depósitos de no residentes estaban denominados en monedas de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En cuanto al yen japonés, el porcentaje era del 6,9%. De los préstamos pendientes otorgados a residentes no bancarios de la zona del euro, el 48,9% estaban denominados en dólares y el 35,9% en euros. El porcentaje de préstamos otorgados a residentes de fuera de la zona del euro denominados en monedas de la UE no pertenecientes a dicha zona era del 7,9%. La cifra correspondiente al franco suizo era del 3,8%, lo que representa, aproximadamente, el doble del porcentaje correspondiente al yen japonés. Por último, en marzo de 1999, el 63,3% de las tenencias de valores de las IFM emitidos por residentes no bancarios de fuera de la zona del euro estaban denominadas en dólares, mientras que sólo el 13% estaban denominadas en euros. El 8,5% de estos valores estaban denominados en monedas de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que el 7,7% lo estaban en yenes.

Una situación similar se observa con respecto a las posiciones de las IFM de la zona del euro frente a otras IFM de dicha zona (véase la rúbrica 1 (b) del cuadro siguiente) y frente a bancos no residentes (véase la rúbrica 2(b) del mismo cuadro). El euro representa un porcentaje muy elevado de las posiciones de las IFM dentro de la zona del euro, mientras que en el caso de las posiciones frente a bancos no residentes, otras monedas desempeñan también una función importante.

En cuanto al saldo vivo de valores de renta fija y de instrumentos del mercado monetario emitidos por las IFM de la zona del euro, no se dispone de desglose de las tenencias entre residentes y no residentes (véase rúbrica 3 del cuadro siguiente). El porcentaje de estos instrumentos financieros denominados en euros era del 90,8%, mientras que el dólar representaba un 5% y tanto el yen japonés como el franco suizo representaban un 1,2%.

En el cuadro 2.6 de la sección “Estadísticas de la zona del euro” que se publica en la presente edición del Boletín mensual, figura asimismo un desglose por monedas para diciembre de 1998. No obstante, se recomienda una gran cautela a la hora de comparar los datos de diciembre de 1998 con los de marzo de 1999, ya que la diferencia entre estos dos meses puede deberse, concretamente, a los efectos de las variaciones de los tipos de cambio y a otras variaciones no resultantes de las transacciones.

Composición por monedas de algunos activos y pasivos de las IFM de la zona del euro

(porcentaje del total, marzo de 1999)

	Euros ¹⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				
			USD	JPY	CHF	Otras	
1. Posiciones de las IFM frente a residentes de la zona del euro							
(a) Distintos de IFM							
Depósitos de residentes en la zona del euro	97,0	0,5	2,6	1,8	0,3	0,3	0,2
Préstamos otorgados a residentes de la zona del euro	96,6	0,5	2,9	1,6	0,3	0,9	0,1
Tenencias de valores, distintos de acciones, emitidos por residentes de la zona del euro	97,0	0,7	2,3	1,3	0,8	0,2	0,1
(b) IFM							
Depósitos de IFM residentes en la zona del euro	87,8	1,3	10,9	7,7	0,8	1,4	1,0
Tenencias de valores, distintos de acciones, emitidos por IFM residentes en la zona del euro	95,7	0,8	3,4	2,5	0,5	0,2	0,3
2. Posiciones de las IFM frente a residentes de fuera de la zona del euro							
(a) No bancarios							
Depósitos de no residentes	42,0	9,0	49,0	35,7	6,9	3,0	3,4
Préstamos otorgados a no residentes	35,9	7,9	56,2	48,9	2,0	3,8	1,4
Tenencias de valores, distintos de acciones, emitidos por no residentes en la zona del euro	13,0	8,5	78,6	63,3	7,7	1,1	6,5
(b) Bancos²⁾							
Depósitos de bancos no residentes	43,1	10,5	46,3	36,0	3,7	4,2	2,4
Préstamos otorgados a bancos no residentes	44,2	8,9	46,8	33,7	6,2	2,7	4,2
Tenencias de valores, distintos de acciones, emitidos por bancos no residentes	23,4	18,8	57,7	40,8	6,2	1,1	9,7
3. Posiciones de las IFM no asignadas							
Valores de renta fija e instrumentos del mercado monetario emitidos por IFM	90,8	1,1	8,0	5,0	1,2	1,2	0,6

1) Incluidas las rúbricas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

2) El término «bancos» incluye las IFM residentes en los países del Espacio Económico Europeo que no pertenecen a la zona del euro y las «entidades de depósito», definidas de conformidad con el Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas 1993 (SCN 93), residentes en el resto del mundo.

depósitos a corto plazo. Además, este instrumento se ha beneficiado de una disminución de los costes de oportunidad en los últimos meses, ya que la reducción de los tipos de interés aplicados por las entidades para los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses fue significativamente menor que la correspondiente a los depósitos a plazo inferior a dos años. Reflejando las diferencias entre la evolución del efectivo, de los depósitos a la vista y de otros depósitos a corto plazo, el crecimiento interanual del agregado monetario M2 permaneció estable en el 6,1%.

Los valores negociables incluidos en M3 interrumpieron en mayo su tendencia decreciente. La tasa de variación interanual de estos instrumentos financieros aumentó hasta el 0,4%, desde el -1,1% correspondiente al mes anterior. Esta recuperación se debió a una mayor tasa interanual de variación, tanto de las participaciones en los fondos de inversión del mercado monetario y de los instrumentos del mercado

monetario (14,7% en comparación con el 12,6% correspondiente al mes de abril), como de los valores de renta fija emitidos con vencimiento hasta dos años (que aumentaron hasta el 15,9%, desde el -20,5% del mes anterior). Por el contrario, las cesiones temporales disminuyeron a una tasa interanual del 14,6% en mayo, en comparación con la disminución del 14,3% en abril.

Aumento del crecimiento del crédito en mayo

La tasa interanual de crecimiento del crédito total concedido a residentes en la zona del euro aumentó del 7,3% en abril hasta el 7,9% en mayo. Todos los tipos de créditos concedidos por el sector IFM (incluyendo los préstamos y los créditos otorgados a través de la compra de valores), tanto al sector privado como a las Administraciones Públicas, contribuyeron a dicho aumento. En lo que se refiere al

crédito al sector privado, su tasa interanual de crecimiento aumentó hasta el 10,5%, desde el 10% correspondiente al mes anterior. Entre los componentes del crédito al sector privado, la tasa interanual de crecimiento de los préstamos (que suponen alrededor del 90% del volumen total del crédito concedido al sector privado) aumentó del 9,7% al 10%. La rápida expansión de los préstamos a las familias y a las empresas puede relacionarse, principalmente, con el bajo nivel de los tipos de los préstamos bancarios en la zona del euro, que siguieron disminuyendo en mayo, reflejando un ajuste retardado a la reducción de los tipos de interés del BCE anunciada el 8 de abril de 1999. Por el contrario, la tasa interanual de crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas permaneció en niveles muy bajos en mayo, situándose en el 1,2% en comparación con el 0,4% de abril.

En mayo de 1999, la posición neta de activos exteriores del sector IFM registró una disminución adicional de 41 mm de euros. En comparación con el año anterior, los activos netos exteriores del sector IFM disminuyeron en alrededor de 203 mm de euros. Este cambio en la posición neta de activos exteriores del sector IFM, compensa, en parte, el fuerte crecimiento del crédito en la zona del euro y refleja, principalmente, las salidas de fondos de las entidades que no son IFM en la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro.

En el pasivo del balance consolidado del sector IFM, la tasa interanual de crecimiento de los pasivos financieros a largo plazo permaneció por encima de los niveles mantenidos a finales de 1998 y principios de 1999, aunque disminuyó ligeramente desde el 5,2% registrado en abril, hasta situarse en mayo en el 5%. El crecimiento de los valores de renta fija emitidos con vencimiento hasta dos años tendió a estabilizarse en niveles altos (8,1% en mayo). Por el contrario, el crecimiento de los depósitos a largo plazo siguió siendo débil. Hasta cierto punto, esto puede reflejar el hecho de que, mientras los tipos de interés aplicados por las entidades para los depósitos a largo plazo siguieron disminuyendo en los últimos meses, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron.

Los tipos de interés de mercado a corto plazo tendieron a aumentar en junio

Durante el mes de junio, los tipos de interés de mercado repuntaron a lo largo de toda la estructura de vencimientos. El tipo de interés a un día, medido por el EONIA («índice medio del tipo del euro a un día») aumentó gradualmente a lo largo del quinto período de mantenimiento (que se inició el 24 de mayo y finalizó el 23 de junio de 1999), desde alrededor del 2,52% hasta situarse por encima del 2,6%. El aumento del EONIA se produjo a pesar de la amplia disponibilidad de liquidez existente en el sistema bancario en su conjunto (véase recuadro 2). Solo en el último día del período de mantenimiento, el EONIA disminuyó hasta el 2,23%, reflejando el hecho de que el volumen de liquidez existente en el sistema bancario excedía el volumen necesario para hacer frente a las exigencias de reservas del Eurosistema. En los primeros días del nuevo período de mantenimiento de reservas, el tipo de interés a un día volvió a situarse en torno a un nivel del 2,6%, aunque registró transitoriamente un aumento que hizo que el 30 de junio se situara en el 2,76%, lo que probablemente reflejaba un deseo por parte de los participantes en el mercado financiero de ajustar sus balances de fin de semestre.

Con respecto al resto de los vencimientos en el mercado monetario, el tipo EURIBOR a un mes aumentó 7 puntos básicos, hasta situarse en el 2,64% a finales de junio, mientras que el tipo de interés EURIBOR a tres meses se incrementó 9 puntos básicos, hasta el 2,67%, en el mismo período. Para vencimientos a un año, el tipo de interés se elevó en 25 puntos básicos, hasta alcanzar el 2,94%. En consecuencia, el diferencial entre los tipos de interés EURIBOR a un año y a tres meses, se amplió desde 11 puntos básicos a finales de mayo, hasta 27 puntos básicos a finales de junio (véase gráfico 3).

El aumento de pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se reflejó también en los tipos de interés EURIBOR implícitos en los precios de futuros, que, para contratos con vencimiento a finales de 1999 y en el año 2000, aumentaron más que para vencimientos

Recuadro 2

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

Adjudicaciones de las operaciones de política monetaria

Durante el quinto período de mantenimiento de reservas, que comenzó el 24 de mayo y terminó el 23 de junio de 1999, el Eurosistema llevó a cabo cinco operaciones principales de financiación y una operación de financiación a más largo plazo. Todas las operaciones principales de financiación se realizaron a un tipo fijo del 2,5%. El volumen adjudicado osciló entre 96 mm y 29 mm de euros. Tras un descenso moderado en la cuantía de las solicitudes presentadas por las entidades de contrapartida, de 784,4 mm a 698,4 mm de euros, durante la primera y la segunda operación principal de financiación, las solicitudes volvieron a aumentar de forma continuada en las tres operaciones siguientes, hasta alcanzar los 1.165,5 mm de euros, debido, fundamentalmente, a la diferencia entre el tipo de interés a un día y el tipo de interés de las subastas. En promedio, la cuantía de las solicitudes fue de 895,5 mm de euros y, por tanto, significativamente más elevada que en el cuarto período de mantenimiento, cuando alcanzó los 689,5 mm de euros. El número de entidades de contrapartida participantes siguió una pauta similar a las de las solicitudes, siendo su media de 759. El aumento en la cuantía de las solicitudes se reflejó también en la evolución del porcentaje de adjudicaciones. Mientras que en el cuarto período de mantenimiento, el porcentaje de adjudicaciones osciló entre el 12% y el 6%, según el tamaño de las dos subastas vivas, en el quinto período de mantenimiento de reservas este fluctuó entre el 9,5% y el 4,2%.

Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

	Inyección de liquidez	Drenaje de liquidez	Contribuciones netas
(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema	177,3	0,6	+ 176,7
Operaciones principales de financiación	132,0	-	+ 132,0
Operaciones de financiación a más largo plazo	45,0	-	+ 45,0
Facilidades permanentes	0,3	0,6	-0,3
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0
(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario	339,8	414,6	- 74,8
Billetes en circulación	-	337,0	- 337,0
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	40,4	-40,4
Activos exteriores netos (incluido el oro)	339,8	-	+ 339,8
Otros factores (netos)	-	37,2	- 37,2
(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema			101,9
(d) Reservas mínimas exigidas			101,0

Fuente: BCE.

Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

Utilización de las facilidades permanentes

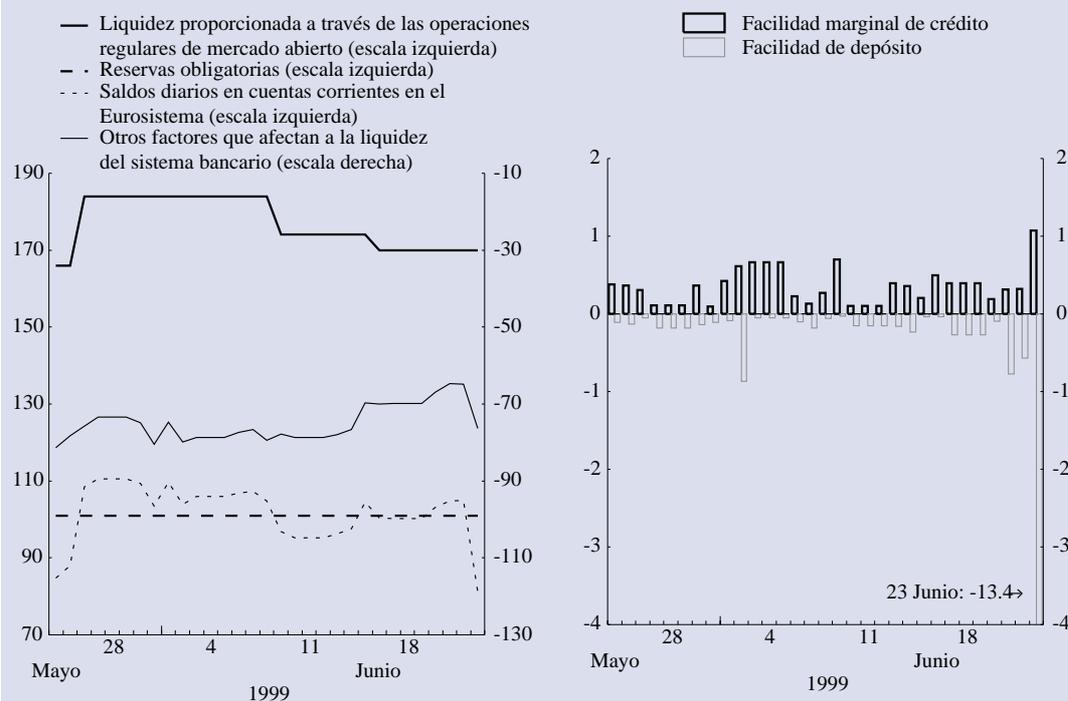
Si se compara con el período de mantenimiento de reservas anterior, la utilización media de la facilidad marginal de crédito descendió de una media diaria de 0,8 mm a 0,3 mm de euros. La utilización de la facilidad de depósito aumentó ligeramente, pasando de una media diaria de 0,4 mm a 0,6 mm de euros. Sin embargo, más de dos tercios del recurso a la facilidad de depósito se produjo en el último día del período (13,5 mm de euros), fecha en que se liquidó una operación principal de financiación. La decisión de adjudicación tuvo que tener en cuenta el hecho de que el principal efecto de la operación sobre la liquidez no ocurriría en el quinto período, sino en el sexto período de mantenimiento de reservas, en el que se esperaba que se retiraran fondos debido a cambios en los factores autónomos. Además, la cantidad adjudicada por el BCE respondió a los elevados niveles de los tipos de interés a un día existentes con anterioridad al final del quinto período de mantenimiento de reservas.

Factores de liquidez que no están relacionados con la política monetaria

El efecto neto de drenaje de liquidez de los factores autónomos (rúbrica (b) del cuadro anterior) fue de 74,8 mm de euros en promedio, es decir, 9 mm de euros más que durante el anterior período de mantenimiento de reservas. Las razones fundamentales de este considerable incremento fueron una subida de 4 mm de euros en los depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema y una ampliación de 3,2 mm de euros de los billetes en circulación. La suma de los factores autónomos osciló entre 64,4 mm y 81,3 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas constituyeron la fuente más importante de estas fluctuaciones (véase Recuadro 3)

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

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

Saldos de las entidades de contrapartida en cuentas corrientes

Los saldos de las entidades de contrapartida en cuentas corrientes del Eurosistema corresponden a la diferencia entre la liquidez proporcionada por las operaciones de política monetaria (incluido el efecto neto de la utilización de las facilidades permanentes) y el efecto neto de los factores autónomos. En el quinto período de mantenimiento de reservas, el saldo medio en cuentas corrientes fue de 101,9 mm de euros, mientras que las reservas mínimas obligatorias alcanzaron 101 mm de euros. Si se compara con el cuarto período de mantenimiento de reservas, la diferencia entre estas dos variables se redujo ligeramente de 1 mm a 0,9 mm de euros. La reducción se debió a un descenso adicional, de 0,3 mm a 0,2 mm, en los saldos en cuentas corrientes que no contribuyen al cumplimiento de las reservas mínimas. Por el contrario, el exceso de reservas de las entidades de contrapartida sujetas al coeficiente de reservas parece haberse estabilizado. Durante tres períodos de mantenimiento seguidos supusieron, aproximadamente, 0,7 mm de euros.

Recuadro 3

Actividades del Tesoro que afectan a la situación de liquidez de la zona del euro

En algunos países de la zona del euro, la cuantía de los depósitos que tiene el Tesoro en el banco central es elevada, y estos son los más variables de los factores autónomos, es decir, de aquellas variaciones en el balance de los bancos centrales que no son resultado de decisiones de política monetaria. La desviación típica de las variaciones diarias en el caso de los depósitos de las Administraciones Públicas desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria es de 5.507 millones de euros, mientras que la de los billetes es de 963 millones de euros y la de los activos exteriores netos, de 506 millones de euros.

Las cuentas del Tesoro se ven influidas por cualesquiera operaciones llevadas a cabo por el Tesoro, tales como emisiones de deuda, amortizaciones y pagos de cupón, recaudación de impuestos y cotizaciones sociales, adquisición de bienes y servicios y pago de salarios, pensiones y otras prestaciones sociales. Normalmente, tales operaciones siguen un calendario definido, que determina el comportamiento de las entradas y las salidas en las cuentas del Tesoro. Sin embargo, estos flujos solo producen efectos sobre la liquidez si el Tesoro mantiene abiertas todas o la mayoría de sus cuentas en el banco central. El hecho de que el Tesoro mantenga sus cuentas en el banco central o en bancos comerciales depende, sobre todo, de dos factores: la regulación, a veces en forma de legislación o de acuerdo con el banco central, y el pago de intereses sobre los depósitos mantenidos en el banco central. En países en los que las cuentas del Tesoro apenas dan lugar a variaciones en la liquidez, o bien hay límites a la cuantía que el Tesoro puede mantener en el banco central o los intereses que se pagan en la cuenta del Tesoro (al menos, por encima de un cierto umbral, relativamente bajo) son a tipo cero o a un tipo de interés inferior al tipo de interés del mercado, de modo que el Tesoro tiene un incentivo para colocar sus fondos en el mercado al final del día.

Los países de la zona del euro pueden dividirse en tres grupos según la variabilidad y la magnitud de los efectos de liquidez provocados por las operaciones del Tesoro. El primer grupo, en el que la variabilidad de las cuentas del Tesoro es poco significativa, comprende Bélgica, Alemania, Luxemburgo, los Países Bajos, Austria y Finlandia. En estos países, los saldos a un día de la cuenta del Tesoro en el banco central son bajos o, incluso, casi nulos, no afectando por lo tanto a la liquidez. En el segundo grupo (Irlanda y Portugal), aunque se produce alguna variabilidad en la cuenta del Tesoro en el banco central, esta no es importante. Finalmente, en el caso del tercer grupo de países (España, Italia, y, en menor medida, Francia), los efectos de liquidez de las operaciones del Tesoro son considerables. Las principales fuentes públicas de información sobre las actividades del Tesoro están disponibles en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>)

Efectos de liquidez relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas

(millones de euros)

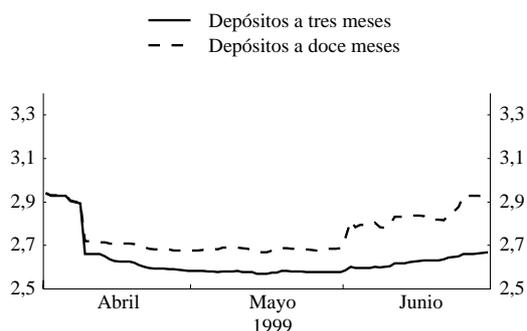


Nota: las líneas verticales indican el día 23 de cada mes, es decir, el último día del período de mantenimiento de reservas. Las cifras que recoge el gráfico ofrecen la media diaria de los depósitos agregados de las Administraciones Públicas en el período de mantenimiento de reservas respectivo.

En el gráfico se puede observar la evolución, desde el comienzo de la Unión Monetaria, de los depósitos agregados de las “Administraciones Públicas” en el Eurosistema, es decir, la partida 4.1 del pasivo del estado financiero semanal consolidado del Eurosistema. Cabe señalar que, en el balance del Eurosistema, la posición de activo frente al sector de AAPP se mantiene, en general, constante alrededor de 60 mm de euros y no debe, por lo tanto, considerarse aquí. La mayor variación en los depósitos del Tesoro durante un período de mantenimiento de reservas tiene su origen en la recaudación tributaria italiana programada para el día 23 de cada mes (o para el siguiente día hábil), es decir, el último día de cada período de mantenimiento de reservas, la cual absorbe liquidez. Los efectos de esta variación en los depósitos del Tesoro italiano se prolongan normalmente hasta el principio del siguiente período de mantenimiento de reservas. Para evaluar el comportamiento de los depósitos del Tesoro, debe también tenerse en cuenta que, al principio de mayo de 1999, se produjo un cambio institucional en Francia. Desde entonces se han pagado intereses sobre los saldos del Tesoro francés en el Banco de Francia por encima de un determinado umbral, a un tipo inferior al de mercado, lo que incentiva que el Tesoro francés mantenga estos fondos en el mercado. La desviación típica de las variaciones diarias de los depósitos agregados del Estado se ha reducido a 4.020 millones de euros desde mayo.

Gráfico 3 Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: EURIBOR a tres y doce meses.

en fechas anteriores. A finales de junio, los tipos de interés a tres meses asociados con los contratos de futuros con vencimiento en septiembre y diciembre de 1999 y en marzo del 2000 se situaron en el 2,75%, el 3,07% y el 3,07%, respectivamente, habiendo experimentado un aumento de 13, 25 y 25 puntos básicos respectivamente, en comparación con el mes anterior. Esta evolución de los tipos de interés a corto plazo actuales y futuros parece reflejar unas expectativas de mercado que corresponden con unas previsiones más positivas para la economía de la zona del euro.

La mencionada evolución del mercado monetario se reflejó en los resultados de la operación mensual de financiación a largo plazo del

Eurosistema que se liquidó el 1 de julio. Como de costumbre, esta operación a largo plazo tenía un vencimiento a tres meses y se realizó utilizando el procedimiento de subasta a tipo múltiple. Los tipos ponderados medios y marginales de adjudicación fueron el 2,64% y el 2,63%, respectivamente, y, al igual que para operaciones anteriores, resultaron ser ligeramente inferiores al tipo EURIBOR a tres meses en la fecha de liquidación.

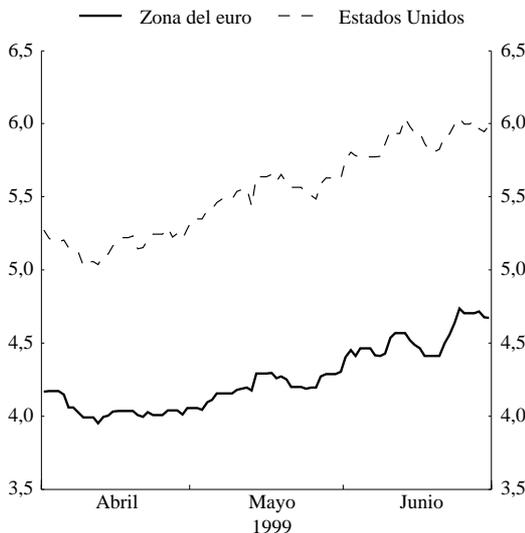
Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo siguieron aumentando en junio

Tras los aumentos observados en mayo de 1999, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo siguió registrando incrementos a lo largo del mes de junio, que fueron de, aproximadamente, 40 puntos básicos (véase gráfico 4). El 30 de junio de 1999, el nivel medio de rendimientos de la deuda pública a 10 años en la zona del euro se situó ligeramente por debajo del 4,7%, lo que significaba un aumento de más de 70 puntos básicos respecto de los niveles observados a finales de 1998, aunque dicho rendimiento se situaba a niveles considerablemente más bajos que los observados, en general, en los años noventa. Como ha sido habitual en la mayor parte del año 1999, el aumento de rendimientos de la deuda pública en junio parece ser reflejo, en parte, de las continuas presiones alcistas provenientes de los aumentos en los rendimientos de los bonos en Estados Unidos.

Gráfico 4

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.

Al mismo tiempo, las expectativas del mercado de que el ritmo de actividad económica en la zona del euro se recuperara, desempeñaron, al parecer, un papel más importante que en los meses anteriores en la determinación de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. En consecuencia, el diferencial de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos respecto de los rendimientos comparables en la zona del euro, que mostró una tendencia a ampliarse desde octubre de 1998, se redujo durante el mes de junio, para situarse el 30 en un nivel alrededor de 120 puntos básicos.

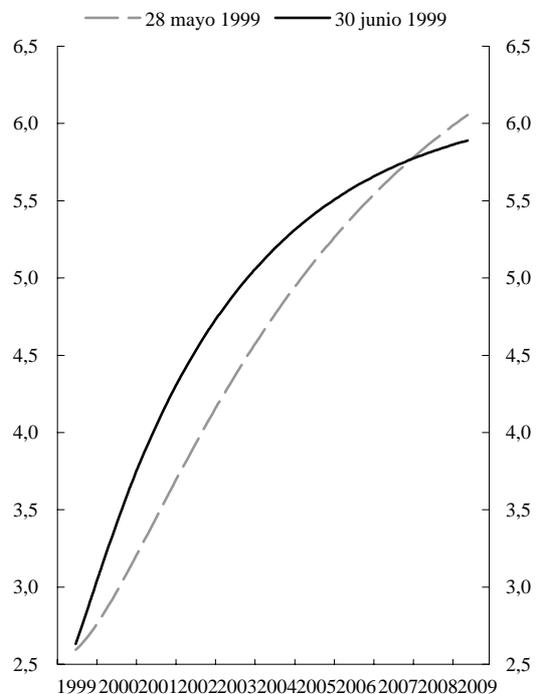
En relación con el contexto internacional, después de los considerables aumentos observados en mayo de 1999, la pauta de evolución de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos en el mes de junio fue volátil, con un aumento de los rendimientos a 10 años de más de 20 puntos básicos, hasta el 5,9%, el día 30 de junio. La volatilidad del mercado estadounidense de deuda pública se produjo en un marco en el que los participantes en el mercado experimentaban una incertidumbre creciente en re-

lación con las potenciales implicaciones que pudieran tener los continuos indicios de un crecimiento económico vigoroso y generalizado en Estados Unidos en términos de la evolución futura de los precios y de las decisiones de política monetaria. La reacción inicial del mercado de deuda pública ante la decisión del Consejo de la Reserva Federal de elevar su referencia para los fondos federales en 25 puntos básicos, eliminando, a la vez, el «sesgo contractivo» de la orientación de su política monetaria, a raíz de la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto del 30 de junio, supuso una corrección a la baja de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos. En Japón, se produjo también un aumento de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de casi 30 puntos básicos entre finales de mayo y el 30 de junio,

Gráfico 5

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.

situándose estos en un nivel cercano al 1,8%, debido fundamentalmente a la cifra excepcionalmente alta de crecimiento del PIB real correspondiente al primer trimestre de 1999.

Aparte de la evolución de los mercados internacionales de deuda pública, las influencias internas representaron un factor adicional que puede haber ejercido presiones alcistas sobre los rendimientos de la deuda en la zona del euro, ya que parecen haber animado unas expectativas de recuperación del ritmo de la actividad económica. Aunque los datos sobre la actividad económica, que incluían aumentos del PIB real y de la confianza de las empresas junto con disminuciones de la confianza de los consumidores, siguieron proporcionando indicios contradictorios en cuanto a las perspectivas económicas futuras, la percepción de los participantes en el mercado fue, en general, que el ritmo de la actividad económica iba a recuperarse. Las expectativas de los mercados financieros sobre una aceleración del ritmo de la actividad económica en la zona del euro pueden haber llevado también a una ligera revisión al alza de las expectativas de inflación.

De acuerdo con la evolución descrita de los mercados de deuda pública de la zona del euro, la curva de rendimientos aumentó su pendiente en junio. Medida como la diferencia entre los tipos de interés de mercado a tres meses y los rendimientos de la deuda pública a 10 años, la pendiente de la curva de rendimientos se situó en un nivel cercano a los 200 puntos básicos el 30 de junio. Esta pendiente era 130 puntos básicos más pronunciada que a finales de 1998 y representaba el nivel más alto registrado desde finales de 1996. Considerando la evolución de la curva de rendimientos a futuros, que, aparte de consideraciones referentes a la prima de riesgo, es indicativa de las expectativas del mercado respecto de los tipos de interés futuros a corto plazo, gran parte del aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en junio reflejó aumentos en las expectativas sobre los tipos de interés para vencimientos a corto o medio plazo. Esto parece indicar que los participantes en el mercado han alterado sus expectativas de corto y medio plazo res-

pecto de la evolución del crecimiento económico y la inflación.

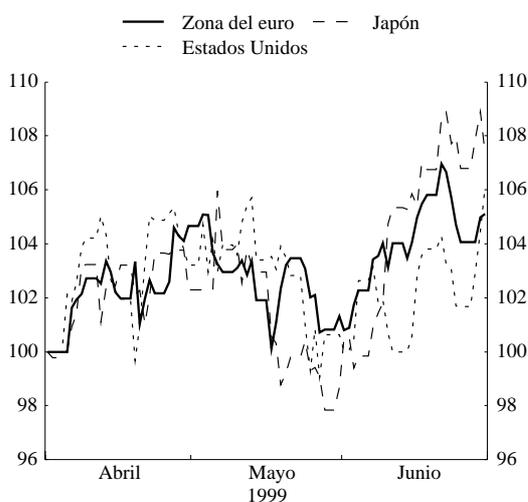
Por otra parte, el ligero aumento del rendimiento real a 10 años de la deuda pública indicia emitida en Francia puede ser señal de unas expectativas de mercado que prevén una recuperación en el ritmo de la actividad económica en el futuro. Al mismo tiempo, la tasa de inflación «equivalente», medida por la diferencia entre los rendimientos a 10 años de la renta fija y la deuda pública indicia emitida en Francia, creció también ligeramente durante el mes de junio.

Recuperación de las Bolsas durante el mes de junio

Las cotizaciones bursátiles en la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, crecieron cerca del 4% desde finales de mayo hasta el 30 de junio de 1999 (véase gráfico 6). Este aumento supuso que el nivel medio de cotizaciones en la zona del euro

Gráfico 6
Índices bursátiles en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

(1 abril 1999=100; datos diarios)



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

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

aumentara hasta un 9% por encima del nivel observado a finales de 1998. Este movimiento parece estar relacionado tanto con el contexto favorable proporcionado por los aumentos en las Bolsas internacionales como con la influencia de factores internos también positivos.

En Estados Unidos, el Índice Standard and Poor's 500 aumentó algo más del 5% desde finales de mayo hasta el 30 de junio. La evolución de las cotizaciones estadounidenses durante el mes de junio parecieron reflejar, en parte, la influencia positiva de la persistente evidencia de un vigoroso crecimiento económico en Estados Unidos. Además, la decisión del Consejo de la Reserva Federal de suprimir el «sesgo contractivo» de la orientación de su política monetaria, después de elevar su referencia para los fondos federales el 30 de junio de 1999, tuvo una influencia positiva sobre el nivel de las cotizaciones estadounidenses. En Japón, después del aumento experimentado durante los primeros cinco meses de 1999, las cotizaciones, medidas por el Índice Nikkei 225, subieron algo menos del 9% durante el período citado. Entre los factores que parecen explicar esta evolución, se encuentra el creciente optimismo por parte de los participantes en el mercado respecto de las perspectivas económicas, relacionado con la alta cifra de crecimiento económico del PIB en el primer trimestre de 1999.

Respecto de las Bolsas de la zona del euro, aparte del favorable contexto financiero proporcionado por unas cotizaciones en alza en los merca-

dos internacionales, también la percepción del mercado de una mejora en el contexto económico real exterior al que se enfrenta la zona del euro parece haber contribuido al aumento de las cotizaciones. En este sentido, las expectativas del mercado sobre una recuperación del ritmo de actividad económica parecen haber desempeñado un importante papel en el aumento de las cotizaciones durante el mes de junio. Este aumento de las cotizaciones resultó destacable en el contexto mencionado de fuerte aumento de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro, y pareció reflejar, también, una mejora en las expectativas de mercado respecto de las perspectivas de rentabilidad de las empresas en la zona del euro.

A pesar de la recuperación de las cotizaciones en la zona del euro durante el mes de junio, el comportamiento entre los diferentes sectores continuó siendo bastante variable, mostrando los sectores que pueden estar más expuestos a la competencia internacional, tales como el sector industrial y el tecnológico, aumentos considerables de alrededor del 30%, en relación con finales de 1998. Además, aquellos sectores de bienes de consumo que se consideran sensibles a la situación cíclica mantuvieron el ritmo de evolución del mercado en su conjunto desde finales de 1998. Por otro lado, los sectores que se consideran menos sensibles a la situación cíclica, tales como los servicios públicos y los sectores de bienes de consumo no cíclicos, continuaron dando muestras de debilidad en su comportamiento, en comparación con el total del mercado.

2 Evolución de precios

La tasa de variación de los precios de consumo descende debido a los precios de los alimentos y de los servicios

Como se mencionó en el *Boletín mensual* de junio, las perspectivas de evolución de los precios en los próximos meses incorporan presiones al alza sobre los precios de consumo, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo y de las materias primas registrada en los primeros meses del año. Sin embargo, a pesar de que los precios del petróleo provocaron, efectivamente, un incremento adicional de los componentes energéticos del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de mayo (véanse gráfico 7 y cuadro 2), la tasa de variación

interanual del IAPC cayó 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1% en mayo.

Esta desaceleración se ha debido a una serie de factores. Refleja, en parte, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, que experimentó una reducción importante, pasando del 1,2% en abril al 0,4% en mayo. Estos precios son, normalmente, muy variables y dependen, en gran medida, de factores estacionales y de las condiciones climatológicas.

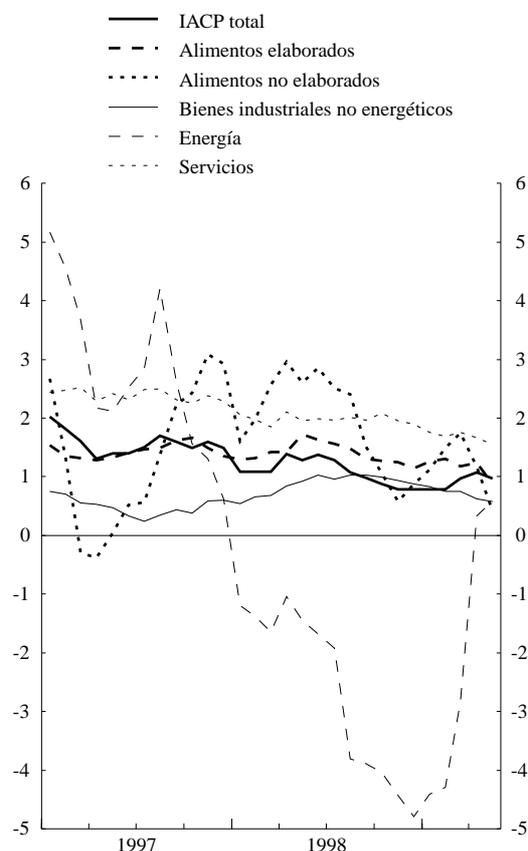
No obstante, también hubo otros factores que influyeron en la desaceleración de los precios, pues el IAPC, excluidos los alimentos estacionales y la energía, aumentó, asimismo, a un ritmo más bajo en mayo (0,9%, en comparación con el 1% observado en abril). Este hecho se debió, en parte, a un efecto base relacionado con el incremento del IVA en Alemania el pasado año, que elevó la tasa interanual de inflación en mayo de 1998 y, por lo tanto, está teniendo ahora un efecto moderador. Además, la tasa interanual de los alimentos elaborados continuó descendiendo desde el 1,2% registrado en abril, al 0,9% de mayo, confirmando, así, la tendencia que se puede apreciar desde el segundo trimestre de 1998. Por último, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios, que se mantuvo relativamente estable, en torno al 2%, durante 1998, disminuyó a comienzos de 1999, hasta alcanzar el 1,5% en mayo. Esta evolución se debe, en parte, a la desregulación de determinados sectores, como el de las telecomunicaciones.

En cuanto a las perspectivas futuras, los precios del petróleo volvieron a aumentar en junio, alcanzando los 15,6 euros por barril, lo que supone casi un 5% más que en mayo. Por lo tanto, incluso sin que se produzcan más cambios en dichos precios, es de esperar un movimiento adicional al alza en la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC durante los meses de verano, debido al efecto base del descenso de los precios energéticos en la segunda mitad de 1998. Además, los precios industriales parecen haberse recobrado en el período que va hasta abril, mes en que la tasa de variación interanual seguía siendo negativa (-1,6%),

Gráfico 7

IAPC en la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas interanuales de variación; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

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

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 1.998.

aunque superior al -2,3% experimentado el mes anterior (véase cuadro 2). En los meses siguientes podrían registrarse algunos movimientos más en esta dirección, como reflejo de las presiones al alza procedentes de la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas en los meses que van hasta junio. Por el contrario, el descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados y, espe-

cialmente, de los servicios indica que factores tales como la desregulación y el aumento de la competencia continúan ejerciendo algunas presiones a la baja sobre los precios. Este hecho pone de manifiesto la posibilidad de que los precios de consumo puedan aumentar solo de forma gradual en los meses siguientes, sobre todo porque el crecimiento de los salarios parece seguir siendo moderado en la zona del euro.

3 Producto, demanda y mercado de trabajo

El crecimiento del producto se estabilizó en el primer trimestre de 1999

De conformidad con las estimaciones preliminares publicadas por Eurostat a mediados de junio, el crecimiento del producto total se estabilizó en el primer trimestre de 1999. En este trimestre, el PIB real aumentó un 0,4% respecto al trimestre anterior, tras la desaceleración gradual observada en el transcurso de 1998 en que se pasó del 0,7% al 0,3% (véase cuadro 3). Las exportaciones experimentaron un descenso adicional a comienzos del presente año y las existencias registraron un importante ajuste a la baja. Sin embargo, las contribuciones negativas al crecimiento resultantes de

estos hechos se vieron ampliamente compensadas por las mayores contribuciones de la formación de capital fijo y del consumo final. Si bien estas cifras preliminares del PIB contienen un porcentaje mayor de estimaciones realizadas por Eurostat de lo que es habitual, las cifras nacionales publicadas posteriormente confirmaron este panorama. La publicación de las estimaciones revisadas de Eurostat, que se basan con mayor fidelidad en las nuevas definiciones del SEC 95, estaba prevista para después de la fecha de cierre de este Boletín. El efecto de los nuevos datos sobre la evolución de la zona del euro, basados en el SEC 95, se abordará de manera separada en un próximo *Boletín mensual* (véase, también, el recuadro 4 sobre el retraso en la introducción del SEC 95).

Recuadro 4

Retraso en la transición al SEC 95 (Julio)

El 14 de junio de 1999, la Comisión Europea (Eurostat) publicó las primeras estimaciones de los principales indicadores de las cuentas nacionales de la zona del euro correspondientes al primer trimestre de 1999. Los datos publicados, que incluyen estimaciones del PIB y de los principales componentes del gasto a precios constantes, se basan, en parte, en la información recopilada conforme al nuevo Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 1995), que los Estados miembros declararon a Eurostat (véanse más detalles sobre el SEC 95 en el Recuadro 3 de la edición de junio del Boletín Mensual del BCE). Dado que, para entonces, no todos los Estados miembros habían declarado sus datos del SEC 95, la estimación para la zona del euro en su conjunto se basó todavía, en parte, en los datos nacionales elaborados conforme a la antigua metodología y, como es habitual, en las propias estimaciones de Eurostat para los países que no habían publicado estimación alguna correspondiente al primer trimestre de 1999.

Se prevé que en la próxima publicación de datos trimestrales relativos a las cuentas nacionales de la zona del euro conforme al SEC 95 por parte de Eurostat -programada para julio de 1999, pero después de la fecha límite de publicación de la presente edición del Boletín Mensual del BCE- se incluirán más datos a precios constantes y, por primera vez, datos a precios corrientes. No obstante, en una fecha posterior, se publicará un conjunto completo de indicadores trimestrales para la zona del euro, conforme a los requisitos establecidos para los Estados miembros a efectos de su transmisión a Eurostat. El retraso en la transición al SEC 95 para los resultados de la zona del euro dificulta el análisis global de la evolución económica de dicha zona. El retraso se debe, en parte, a las excepciones del programa de transmisión otorgadas a algunos Estados miembros, al amparo del Reglamento del SEC 95.

Los datos del SEC 95 publicados por los Estados miembros con antelación suficiente para ser incluidos en la primera estimación realizada por Eurostat indican variaciones de las tasas de crecimiento del PIB real que, en general, son mayores de lo previsto. Alemania, que representa un tercio de la zona del euro en términos del PIB, revisó a la baja el crecimiento del PIB real para los años 1996-98 en unos 0,5 puntos porcentuales, en promedio, al tiempo que corrigió al alza las cifras de 1995. Francia también revisó a la baja sus cifras de crecimiento, si bien en menor medida, para los años 1995-97, manteniendo invariables los resultados de 1998. Las revisiones observadas en estos dos países, que representan más del 50% de la zona del euro en términos del PIB, son la principal causa de las revisiones incorporadas a la primera estimación de Eurostat. En cuanto a Italia, en los primeros datos elaborados conforme al SEC 95 sólo se observan revisiones poco importantes del crecimiento del PIB real, con respecto a años anteriores.

Cuadro 3**Composición del crecimiento del PIB real en la zona del euro***(tasas de variación, si no se indica lo contrario; cifras desestacionalizadas)*

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1998	1998	1999
				I	II	III	IV	I	I	II	III	IV	I
Producto interior bruto real	1,4	2,4	2,6	3,4	2,7	2,5	2,0	1,8	0,7	0,6	0,5	0,3	0,4
del cual:													
Demanda nacional	1,0	2,1	3,1	3,8	2,8	3,2	2,8	2,3	1,2	0,4	0,4	0,7	0,7
Consumo privado	1,4	1,7	2,3	2,2	1,9	2,6	2,4	2,9	0,8	0,3	0,6	0,7	1,2
Consumo público	1,2	0,3	1,6	1,9	2,2	1,4	0,8	0,4	1,3	0,3	-0,3	-0,5	0,9
Formación bruta de capital fijo	1,3	2,9	4,0	5,8	3,0	4,1	3,0	3,9	1,3	-0,5	1,8	0,4	2,1
Variación de existencias ³⁾	-0,3	0,4	0,6	0,9	0,6	0,5	0,6	-0,3	0,2	0,3	-0,2	0,3	-0,6
Demanda exterior neta ³⁾	0,4	0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	0,2	0,0	-0,4	-0,3
Exportaciones ⁴⁾	4,7	9,4	6,0	10,3	8,7	4,4	1,2	-0,9	0,6	2,2	0,3	-2,0	-1,4
Importaciones ⁴⁾	3,5	8,8	8,0	12,1	9,8	6,9	3,6	0,5	2,4	1,7	0,2	-0,7	-0,6

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.

La estabilización del crecimiento del producto total durante el primer trimestre de este año se debió, fundamentalmente, a la evolución del sector industrial. Sobre la base de medias móviles centradas de tres meses, el nivel de producción industrial (excluida la construcción) se mantuvo prácticamente inalterado en el primer trimestre de 1999, en comparación con el último trimestre de 1998 (véase cuadro 4). La ligera disminución del 0,2% constituyó una evidente mejora en rela-

ción con los pronunciados descensos, de hasta el 1,1%, registrados a comienzos de este año. No se produjo ninguna otra mejora significativa en el período de tres meses que abarca de febrero a abril de 1999. Desde el punto de vista de los componentes, los últimos movimientos resultan algo confusos y no muestran aún ninguna mejora de carácter general en las principales categorías de bienes industriales. Si bien las industrias productoras de bienes intermedios y de bienes de consumo expli-

Cuadro 4**Producción industrial en la zona del euro***(tasas interanuales de variación, si no se indica lo contrario)*

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1998	1998	1999	1999	1999
			Feb	Mar	Abr	Feb	Mar	Abr	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar
						intermensuales			medias móviles de tres meses				
Total industria excl. construcción	4,4	4,0	-0,6	-0,1	-0,7	-0,5	0,6	-0,7	-0,5	-0,6	-1,1	-0,2	-0,1
Manufacturas	5,0	4,5	-1,4	-0,4	-0,8	-1,0	0,8	-0,6	-1,2	-1,0	-0,9	0,0	-0,1
por principales destinos económicos:													
Bienes intermedios	5,4	3,9	-1,5	-0,4	-1,6	-0,2	0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3
Bienes de equipo	4,8	6,6	0,2	-1,2	1,0	-0,3	-0,2	0,3	0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Bienes de consumo	2,7	3,0	0,0	0,6	-0,6	-0,5	0,6	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7	0,2	0,1
Bienes de consumo duradero	2,8	6,3	0,8	-0,5	-1,5	-0,4	-0,1	-0,5	-0,1	-0,8	-0,9	-0,3	-0,2
Bienes de consumo no duradero	2,6	1,4	-0,4	1,5	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2

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.

can la reciente estabilización, el descenso del producto en las industrias de bienes de equipo volvió a ser más acusado en los tres meses que van de febrero a abril de 1999.

Los datos sobre el volumen de ventas del comercio al por menor sugieren que el consumo privado mantiene un ritmo de crecimiento sostenido, tal y como se recoge en el cuadro 5.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» de este *Boletín mensual*. Aunque las cifras de abril registraron un aumento del 1,6% respecto al año anterior, tras el incremento del 5,6% observado en marzo, se considera que esta caída en la tasa de crecimiento se debe, fundamentalmente, a la celebración de la Semana Santa a comienzos de abril. En promedio, en el período comprendido entre febrero y abril, la tasa interanual de crecimiento se situó en torno al 3%, es decir, en línea con la tasa correspondiente al último trimestre de 1998.

La confianza industrial mostró señales de recuperación

Aunque en la fecha de cierre de este Boletín mensual aún no se disponía de las cifras de las Encuestas de Coyuntura Industrial y de Consumidores de la Comisión Europea correspondientes al mes de junio, la evolución de mayo prácticamente confirma las previsiones anteriores (véase cuadro 5). En

concreto, en el conjunto de la zona del euro se registró una ligera subida de la confianza industrial y un moderado descenso de la confianza de los consumidores. El hecho de que la confianza industrial mejorara desde niveles inferiores a la media, mientras que la confianza de los consumidores cayera desde máximos históricos, aunque manteniéndose bastante cercana a ellos, podría interpretarse como un indicio favorable. Evidentemente, la evolución reciente parece indicar que el riesgo de que se produzca un retraso en la recuperación de la confianza industrial es algo menor.

La interpretación positiva de la evolución reciente de estos dos indicadores tiende a sustentarse en la evolución de sus respectivos componentes. El aumento de la confianza industrial se debió, fundamentalmente, a la mejora de las expectativas de producción y a una evaluación más favorable de la cartera de pedidos extranjeros, que constituyen los componentes de la encuesta que contienen mayor información sobre la evolución futura. Además, el descenso registrado en la confianza de los consumidores reflejó, sobre todo, una evaluación menos favorable por parte de las familias de la situación económica general, más que un mayor pesimismo sobre su propia situación financiera o una menor propensión a realizar compras importantes. La evaluación de la situación económica general presenta habitualmente una mayor variabilidad que el resto de los componentes de la encuesta de confianza de los consumidores.

Cuadro 5

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

(datos desestacionalizados)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				II	III	IV	I	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	
Índice de clima económico ¹⁾	-2,7	2,4	3,1	0,9	0,0	-0,7	0,5	0,1	0,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	
Indicador confianza del consumidor ²⁾	-8	-3	7	7	7	10	12	11	12	12	11	9	8	
Indicador confianza industrial ²⁾	-8	4	7	10	7	1	-3	-1	-1	-3	-4	-3	-2	
Indicador confianza de la construcción ²⁾	-13	-10	4	1	10	8	14	9	14	14	14	16	15	
Indicador confianza al por menor ²⁾	-5	-3	4	2	5	3	3	2	6	2	0	5	3	
Utiliz. de la capacidad productiva (%) ³⁾	80,3	81,5	82,6	82,8	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.

Los datos recientes son coherentes con las últimas previsiones

En general, los datos sobre los indicadores de coyuntura disponibles en el momento de cierre de este *Boletín mensual* tienden a ser coherentes con el patrón de crecimiento de comienzos de 1999 que pronosticaban algunas organizaciones privadas e internacionales, que se comentaron en el *Boletín mensual* de junio. Estas previsiones se basaban en la expectativa de que la ralentización del crecimiento del producto en 1998 finalizaría en los primeros meses de 1999, y registrándose una recuperación a finales de 1999. Aunque el nivel de la actividad productiva sigue siendo moderado, la evolución de la producción en los sectores industriales más sensibles a la situación coyuntural apunta hacia una mejoría (véase gráfico 8). Al mismo tiempo, dadas las estimaciones preliminares sobre la tasa de crecimiento del PIB total durante el primer trimestre de 1999, el producto de los sectores no industriales de la economía parece haber mantenido tasas de crecimiento bastante sostenidas.

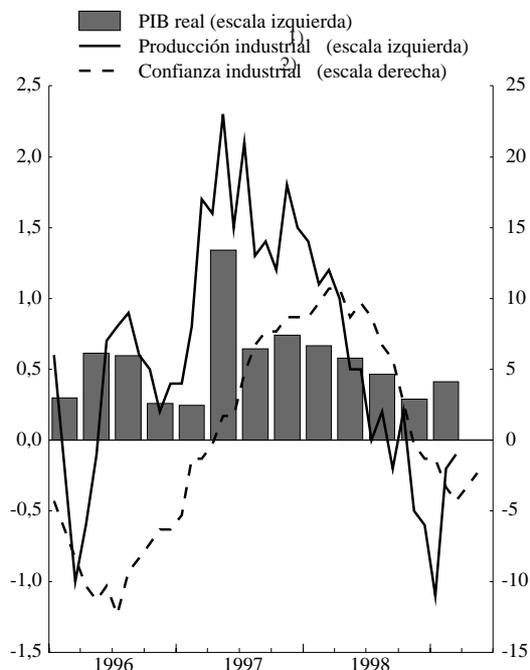
El crecimiento del empleo muestra una desaceleración moderada

Las cifras sobre la evolución del empleo total en la zona del euro durante 1998 han sido revisadas, presentando, en la actualidad, una desaceleración del crecimiento del empleo en el cuarto trimestre algo menos pronunciada de lo que sugerían las cifras anteriores. La variación intertrimestral se ha revisado al alza, pasando de

Gráfico 8

Producción y confianza industrial en la zona del euro

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



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

Nota: Datos desestacionalizados.

1) Medias móviles de tres meses centradas.

2) Los datos son desviaciones respecto a la media del período que empieza en enero de 1985.

un 0,2% a un 0,4%, en comparación con el 0,5% registrado en el tercer trimestre de 1998. Si se compara con el mismo trimestre del año anterior, se observa que el empleo total ha aumentado un 1,6% (véase cuadro 6).

Cuadro 6

Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

	1997 1998		1998				1999				1999		
	II	III	II	III	IV	I	II	III	IV	I	Ene	Feb	Mar
	Tasas intertrimestrales ¹⁾												
Total de la economía ²⁾	0,5	1,3	1,2	1,4	1,6	.	0,4	0,5	0,4	.	-	-	-
Total de la industria	-1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	.	0,0	0,0	0,0	.	.	.	.
Construcción	-0,5	-0,1	-1,4	-0,4	1,5	.	-0,5	0,6	1,5	.	.	.	.
Total industria excl. construcción	-1,4	0,4	0,6	0,6	0,1	-0,3	0,2	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6
Manufacturas	-1,0	0,7	1,0	0,9	0,4	0,1	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,3	0,2	-0,2

Fuentes: Estadísticas nacionales y Eurostat.

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

2) Excluidos Bélgica e Irlanda; datos desestacionalizados.

Es posible que durante algunos meses no se disponga de cifras de empleo para el conjunto de la zona del euro durante 1999. Ello se debe al retraso en la publicación de las cifras correspondientes a Alemania, donde se está revisando la metodología utilizada para elaborar las estadísticas de empleo. No obstante, se pueden realizar estimaciones preliminares, utilizando las cifras nacionales disponibles e información parcial sobre Alemania. Estas estimaciones muestran que el crecimiento del empleo total en la zona del euro durante el primer trimestre de 1999 podría haber sido similar al del cuarto trimestre de 1998. Estas estimaciones, mejores que las esperadas, reflejan diferentes comportamientos sectoriales. Por un lado, la creación neta de empleo mantuvo un tono sostenido en el sector servicios. Por otro, aunque las cifras revisadas de Eurostat muestran continuadas pérdidas de empleo netas en la industria, estas pérdidas fueron menores que las esperadas. En el sector manufacturero, en concreto, Eurostat ha revisado al alza la tasa de variación intertrimestral del empleo, que ha pasado de -0,3% a -0,1% en el primer trimestre de 1999, en comparación con el -0,2% del trimestre anterior. Este panorama algo más favorable de la evolución del empleo en el sector manufacturero parece estar de acuerdo con la información reciente sobre el producto comentada anteriormente.

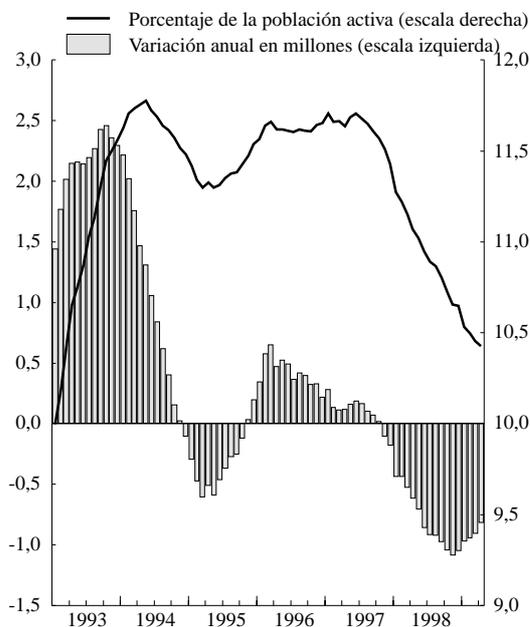
Ligero descenso del desempleo en abril

En abril de 1999, la tasa de paro normalizada para la zona del euro descendió al 10,4%, es decir, 0,1 puntos porcentuales por debajo del nivel alcanzado en los tres meses anteriores, durante los cuales la tasa de desempleo se mantuvo prácticamente

Gráfico 9

Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; series desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

estabilizada (véase gráfico 9 y cuadro 7). Es importante destacar que el descenso de abril se debió a una reducción del desempleo juvenil, mientras que la tasa de empleo de los mayores de 25 años ha permanecido inalterada durante los últimos cuatro meses. La evolución por países muestra que este comportamiento desigual en la reducción del desempleo durante 1999 es un fenómeno bastante generalizado. Las cifras nacionales disponibles para mayo de 1999 sugieren que la tasa de paro normalizada de la zona del euro, que será publicada por Eurostat después de la fecha de cierre de este Boletín mensual, podría situarse ligeramente por debajo de la de abril.

Cuadro 7

Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; 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
Total	11,6	11,6	10,9	11,0	10,9	10,7	10,5	10,7	10,6	10,5	10,5	10,5	10,4
Menores de 25 años ¹⁾	23,9	23,2	21,1	21,3	20,9	20,6	20,2	20,6	20,4	20,4	20,2	20,1	19,9
De 25 o más años ²⁾	9,8	10,0	9,5	9,5	9,4	9,2	9,1	9,2	9,2	9,1	9,1	9,1	9,1

Fuente: Eurostat.

Nota: De acuerdo con las recomendaciones de la OIT.

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

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

En resumen, por el momento, la progresiva desaceleración de la actividad económica observada durante 1998 parece haber tenido un efecto limitado sobre el empleo to-

tal. A pesar de esta evolución del empleo, relativamente favorable, la tasa de paro solo descendió ligeramente en el primer trimestre de este año.

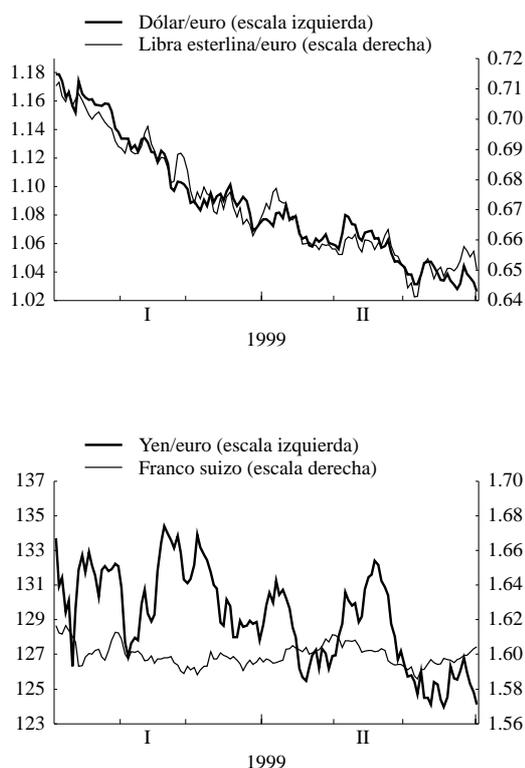
4 Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos

El tipo de cambio del euro se mantuvo, en general, estable en junio

En junio, el tipo de cambio del euro fluctuó frente a las principales monedas, aunque no continuó depreciándose a la misma tasa que en los meses anteriores. Se produjeron variaciones significativas solo frente a la libra esterlina —que se depreció frente a la mayor parte de las principales monedas— y a algunas divisas de menor importancia para el comercio de la zona del euro. Sin embargo, el euro se depreció algo más el 1 de julio, tras el aumento de los tipos de interés en Estados Unidos.

La fluctuación del tipo de cambio del euro frente al dólar en junio reflejó, principalmente, las incertidumbres sobre las perspectivas de un endurecimiento de la política monetaria en los Estados Unidos, el cual se produjo, efectivamente, el 30 de junio. En esa fecha, la Reserva Federal elevó su objetivo de tipos de interés de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta el 5%. Asimismo, la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar siguió estando influida por los ritmos de crecimiento divergentes de las dos economías. Los nuevos datos que aparecieron a lo largo del mes fueron confirmando, en su mayor parte, las perspectivas de persistente fortaleza de la economía estadounidense y no señalaron más que una recuperación gradual de la zona del euro. En consecuencia, el tipo de cambio del euro fluctuó en la mayor parte del mes de junio, cotizando, como promedio, en torno a 1,04 dólares por euro y situándose en 1,03 dólares por euro, al cierre de este epígrafe el 1 de julio, es decir un 1,6% menos que al principio de junio (véase gráfico 10).

Gráfico 10
Evolución de los tipos de cambio
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Frente al yen, el euro osciló, dentro de una banda relativamente estrecha, entre 124 yenes y 127 yenes por euro, después de haberse depreciado a finales de mayo y principios de junio, en particular después de la publicación de las cifras que reflejaban un fuerte crecimiento del PIB de Japón en el primer trimestre. La apreciación del yen hasta cerca de 124 yenes por euro provocó la intervención del Banco de Japón los 18 y 21 de junio, intervención que fue realizada, en parte, en euros por el BCE y varios bancos centrales nacionales, que actuaron por cuenta del banco nipón (véase recuadro 5). Posteriormente, como los buenos resultados de crecimiento de la economía japonesa no fueron confirmados por otros datos, el tipo de cambio se estabilizó. El 1 de julio, el euro cotizaba a 124 yenes por euro, es decir un 1,8% menos que a principios de junio.

Recuadro 5

Operaciones realizadas por el BCE en el mercado de divisas por cuenta del Banco de Japón

La demanda de yenes japoneses en el mercado de divisas aumentó rápidamente tras la publicación, el 10 de junio de 1999, de las cifras de crecimiento del PIB de Japón correspondientes al cuarto trimestre de 1998, que fueron sorprendentemente altas.

Para hacer frente a este aumento de la demanda de yenes, el 18 de junio de 1999, el Banco de Japón pidió al BCE que procediese a vender yenes a cambio de euros por cuenta del Banco de Japón. El BCE y tres bancos centrales nacionales realizaron las operaciones. El día en que éstas se efectuaron, el tipo de cambio inicial entre el euro y el yen era de 123,55 yenes por euro y, al cierre de operaciones, se situaba en 125,15 yenes por euro.

Las operaciones se realizaron conforme a lo establecido en un contrato de agencia que el Banco de Japón, en calidad de agente del Ministerio de Hacienda de Japón, había suscrito con el BCE para realizar operaciones en el mercado de divisas. La liquidación de dichas operaciones tuvo lugar entre el Banco de Japón y los bancos comerciales involucrados y, por lo tanto, no se utilizaron los activos exteriores de reserva del BCE.

El recorte del tipo de interés de las operaciones repo en 25 puntos básicos por parte del Banco de Inglaterra -y, posiblemente, también las expectativas de los mercados de una recuperación del crecimiento de la zona del euro- favorecieron una ligera apreciación del euro frente a la libra esterlina en junio. La libra esterlina se despegó, en cierta medida, de la estrecha relación mantenida anteriormente con el dólar. El 1 de julio, el euro se depreció frente a la libra esterlina en consonancia con su depreciación frente al dólar, cotizando a 0,65 libras esterlinas por euro, el mismo nivel que a principios de junio. Por el contrario, la corona sueca se apreció frente al euro en el contexto de unas perspectivas más favorables para la economía sueca.

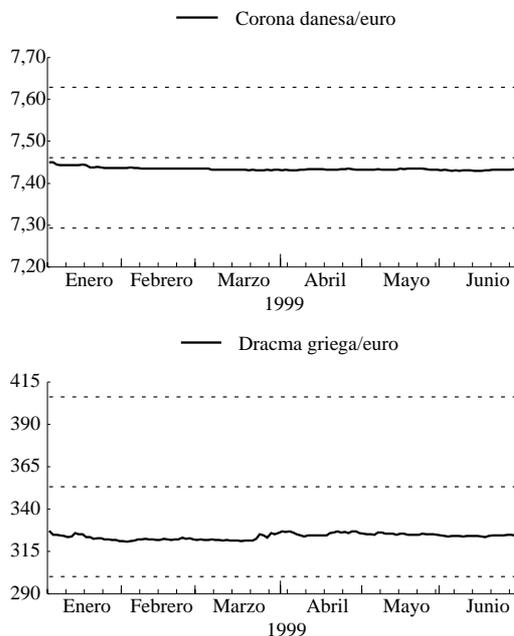
En junio, las dos monedas que participan en el Mecanismo de Tipos de Cambio II permanecieron estables frente al euro (véase gráfico II). En particular, en este mes, la corona danesa se mantuvo próxima a su paridad central. Al disminuir las preocupaciones por la crisis de Kosovo, se redujo la presión sobre la dracma griega, que siguió cotizando un 9% por encima de su paridad central.

El tipo de cambio del euro en términos efectivos nominales, calculados por el Banco de Pagos Internacionales, se mantuvo

Gráfico II

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).

prácticamente sin cambios a finales de junio de 1999, en comparación con el mes anterior, situándose un 8% por debajo del nivel registrado en el momento de la introduc-

ción de la moneda única (véase gráfico 12). El valor del euro, en términos efectivos, en el segundo trimestre de 1999 fue un 3,7% inferior a su nivel en el primer trimestre y cerca de un 5% por debajo del nivel medio del tipo de cambio ponderado de las monedas de la zona del euro en 1998. Por consiguiente, teniendo en cuenta que la participación de las importaciones en el PIB de la zona del euro no supera el 16%, los posibles efectos de unos precios de importación más elevados sobre las perspectivas de evolución de los precios de consumo es probable que se mantengan limitados.

Aumento del superávit de la balanza por cuenta corriente

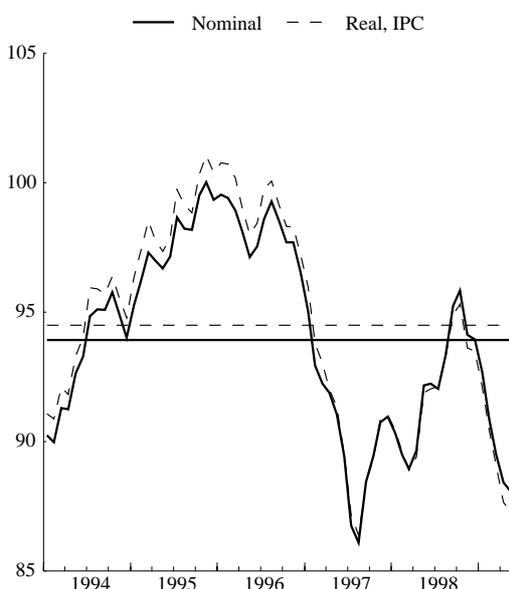
En los cuatro primeros meses de 1999, el superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente registró un aumento de 3 mm de euros, en comparación con el mismo período de 1998, hasta alcanzar los 16 mm de euros. Esto se debió, principalmente, a un menor déficit de la balanza de transferencias corrientes, junto con una mejora de la balanza de rentas, que compensaron con holgura el descenso de cerca del 21% del superávit acumulado de la balanza de mercancías y servicios, en comparación con el mismo período de 1998.

Los resultados de abril contribuyeron significativamente al aumento del superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente. Los hechos más notables fueron el cambio de déficit a superávit en el saldo de rentas y el menor déficit de la balanza de transferencias corrientes, que compensaron ampliamente el déficit de la balanza de servicios (0,4 mm de euros, frente a un superávit de 0,2 mm de euros en abril de 1998) y la reducción de 1,3 mm de euros del superávit de la balanza de mercancías, con respecto a 8,6 mm de euros en abril. Este último descenso se debió a una caída del valor de las exportaciones e importaciones del 4,5% y 2,8%, respectivamente, en comparación con el mismo mes de 1998. Por lo que se refiere a las demás partidas, la cuenta de rentas netas registró un superávit de 1,4 mm de euros, frente a un déficit de 0,7 mm de euros en el mismo período de 1998. Por otro lado, las transferen-

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 (enero de 1994 a junio de 1999).

cias corrientes netas frente a los no residentes (incluyendo las instituciones de la UE) registraron un déficit de 2,8 mm de euros, es decir, 1,1 mm de euros menos que en abril de 1998.

En abril, la cuenta de capital cerró con un superávit de 0,6 mm de euros. En los cuatro primeros meses de 1999, el superávit ascendió a 3,1 mm de euros.

Los flujos de inversiones de cartera arrojaron un superávit en abril

En los cuatro primeros meses de 1999, la cuenta financiera registró unos flujos de salida de 4,3 mm de euros. Sin embargo, en abril, se produjeron unas entradas netas de 17,3 mm de euros, en gran medida, relacionadas con una reducción de los activos exteriores a corto plazo del sector de IFM, que fueron superiores a las salidas por inversiones directas en el exterior.

Además, se produjeron algunas entradas en inversiones de cartera, de derivados financieros y de activos de reserva.

En el primer cuatrimestre del año, las inversiones directas registraron unas salidas netas de 23,7 mm de euros, de los que 13,8 mm de euros en abril. En relación con los meses anteriores, el aumento de las salidas en abril fue debido a un incremento de las inversiones directas netas en el exterior por residentes de la zona del euro.

La cuenta de inversiones de cartera registró unas salidas netas de 39,5 mm de euros entre enero y abril de 1999. Sin embargo, en abril, se produjeron unas entradas de 2,4 mm de euros, frente a unas salidas de 33,2 mm de euros y 16,8 mm de euros en marzo y febrero, respectivamente. Las amortizaciones netas y las ventas netas, por residentes de la zona del euro, de instrumentos del mercado monetario emitidos por no residentes fueron una de las principales fuentes de las entradas registradas en abril. Por otra parte, las adquisiciones de valores de renta variable de la zona del euro por no residentes contribuyeron a generar entradas en la cuenta de inversiones de cartera, tal como ocurrió en enero y febrero. Por el contrario, en marzo se registraron importantes salidas

(22,3 mm de euros), que parecen, sin embargo, haber estado relacionadas con algunas operaciones individuales de gran volumen. Por lo que respecta a las compras netas de valores de renta variable extranjeros por residentes de la zona del euro, estas fueron reducidas en abril, lo que confirma la tendencia observada en meses anteriores. Finalmente, los valores de renta fija registraron unas entradas moderadas, principalmente por operaciones con bonos y obligaciones. En abril, la demanda de bonos y obligaciones extranjeros por residentes de la zona del euro fue inferior a la de febrero y marzo.

En los cuatro primeros meses de 1999, los flujos de entrada en la cuenta de otras inversiones fueron de 52,2 mm de euros. En abril, la cuenta de otras inversiones registró unas entradas netas de 24,5 mm de euros, debido principalmente a una reducción de los activos exteriores a corto plazo del sector de IFM.

En abril, la cuenta de derivados financieros registró unas entradas netas de 2,7 mm de euros (1,1 mm de euros entre enero y abril). Finalmente, en el mismo mes, los activos de reserva experimentaron una reducción de 1,5 mm de euros, con un descenso de 5,5 mm de euros en los cuatro primeros meses del año.

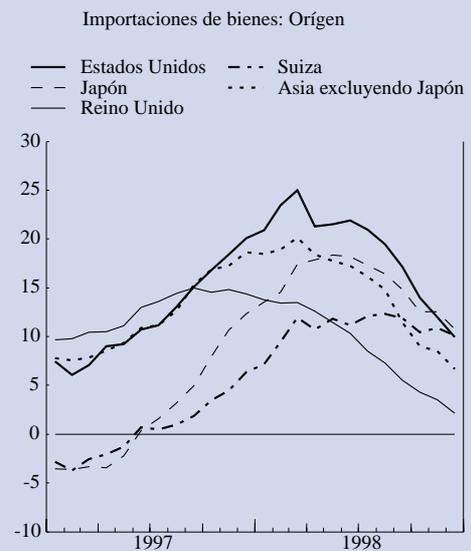
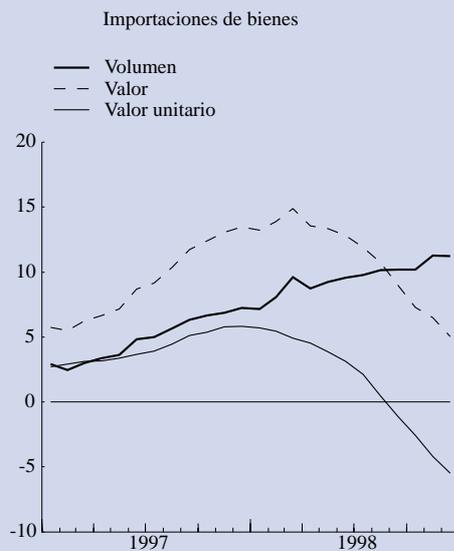
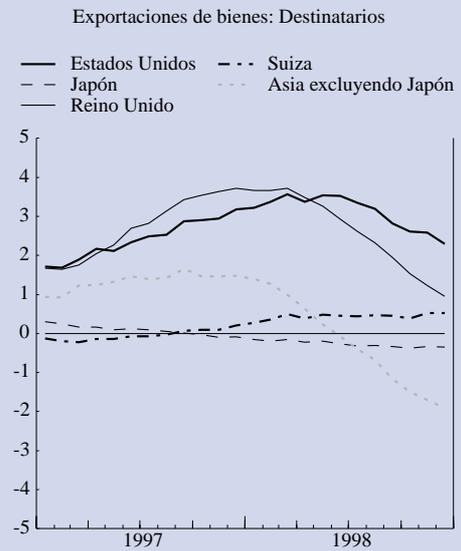
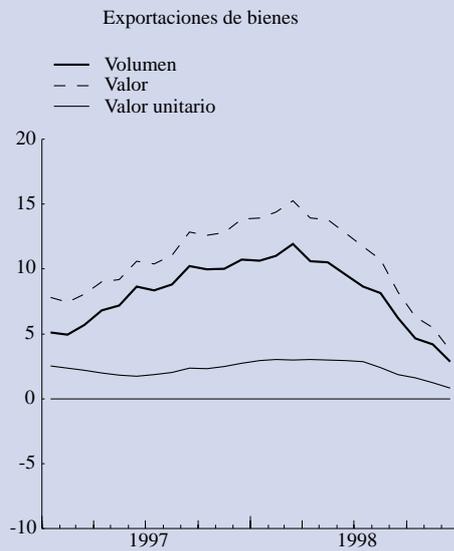
Recuadro 6

Evolución del comercio exterior en 1997 y 1998

Las estadísticas de Eurostat recientemente publicadas --en las que se presenta una desagregación de las cifras de comercio exterior por volúmenes y valores unitarios-- ayudan a entender las razones básicas de la reducción del superávit de la balanza comercial de la zona del euro en 1998. De acuerdo con estas estadísticas --que son coherentes con los datos de balanza de pagos publicados por el BCE desde la edición de abril del Boletín Mensual del BCE-- el factor principal fue una notable disminución del volumen de exportaciones, que contrarrestó con creces la desaceleración y el descenso de los precios de importación.

Utilizando medias móviles de doce meses, para suavizar las variaciones mensuales, la desaceleración del crecimiento del valor de las exportaciones puede atribuirse casi en su totalidad a las tendencias de los volúmenes de exportación, en la medida en que los valores unitarios se mantuvieron en general constantes. Como puede observarse en el gráfico que figura anteriormente (exportaciones de bienes totales), el crecimiento de los volúmenes de exportación comenzó a reducirse en marzo de 1998; para el conjunto de ese año, el crecimiento fue de sólo el 2,8%, frente al 10% registrado el año anterior.

Sin embargo, la desaceleración general del crecimiento de las exportaciones en valor, no permite apreciar algunos detalles interesantes con respecto a la distribución geográfica. Concretamente, la tendencia es atribuible, en su mayor parte, al descenso de las exportaciones a los países asiáticos excluido Japón (véase el gráfico sobre exportaciones de bienes por destino), así como a una rápida desaceleración de las exportaciones al Reino Unido.



En cuanto a las importaciones, la demanda en términos reales registró una aceleración en 1998, en consonancia con la fuerte demanda interna observada en la zona del euro, pero al mismo tiempo, los precios de las importaciones sufrieron una notable caída, que dio lugar a una desaceleración del crecimiento de los valores de importación en 1998. En 1998, las importaciones de la zona del euro aumentaron sólo un 5% en valor, frente al 13,6% registrado en 1997; esta disminución del crecimiento de los valores de importación afectó a todos los socios comerciales con la excepción de Suiza.

Cuadro 8**Balanza de pagos de la zona del euro¹⁾**

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

	1999	1999	1999	1999
	Abr	Ene - Abr	Abr	Ene - Abr
	Variaciones absolutas respecto al mismo período del año anterior			
Cuenta corriente (a)	6,8	16,0	1,3	3,0
Ingresos	103,8	396,5	-2,7	-27,6
Pagos	97,0	380,5	-4,0	-30,5
Mercancías	8,6	27,6	-1,3	-5,1
Ingresos	63,5	241,5	-3,0	-15,8
Pagos	55,0	213,8	-1,7	-10,7
Servicios	-0,4	-3,6	-0,6	-1,1
Ingresos	17,9	65,8	-2,3	-10,7
Pagos	18,3	69,3	-1,7	-9,6
Rentas	1,4	0,3	2,1	3,1
Ingresos	17,5	62,0	1,3	-1,2
Pagos	16,1	61,7	-0,8	-4,3
Transferencias corrientes	-2,8	-8,4	1,1	6,1
Ingresos	4,8	27,2	1,3	0,2
Pagos	7,6	35,6	0,2	-5,9
Cuenta de capital (b)	0,6	3,1	0,0	-2,3
Ingresos	1,5	5,9	0,5	-1,0
Pagos	0,9	2,9	0,5	1,3
Capacidad de financiación frente al resto del mundo (a)+(b)	7,5	19,1	1,4	0,7
Cuenta financiera	17,3	-4,3	46,3	26,3
Inversión directa	-13,8	-23,7	-5,6	-4,3
Activos	-22,4	-50,5	-1,6	16,6
Pasivos	8,6	26,8	-4,0	-20,9
Inversión de cartera	2,4	-39,5	24,3	37,1
Activos	-14,4	-79,0	19,6	69,1
Pasivos	16,8	39,5	4,7	-32,0
Derivados financieros	2,7	1,1	3,6	1,8
Otras inversiones	24,5	52,2	21,6	-15,9
Activos	17,9	-34,9	11,2	-10,4
Pasivos	6,6	87,1	10,4	-5,5
Variación de reservas	1,5	5,5	2,4	7,6
Errores y omisiones	-24,7	-14,7	-47,6	-27,0

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro

La introducción del euro a principios del presente año, constituyó la piedra angular del proceso de integración económica europea. También supuso también un cambio en la forma en que se evalúa la evolución económica, en el sentido de que puso el énfasis en el comportamiento de la zona del euro en su conjunto. Además, la evolución económica de los países concretos de la zona del euro se evalúa cada vez más en términos de sus similitudes con la de los demás países que participan de la Unión Monetaria y con la de la zona del euro en su conjunto. Por ejemplo, las divergencias que se aprecian en la evolución reciente de la producción y los precios, han suscitado cierta preocupación. La evolución de tales divergencias requerirá un estrecho seguimiento y la adopción de medidas cuando se considere necesario. El presente artículo constituye una primera contribución a la discusión de las divergencias y similitudes de la evolución económica a lo largo de la zona del euro, basada en el análisis del comportamiento observado desde principios de los setenta hasta 1998.

El análisis cubre la evolución a largo plazo y la variación cíclica de los siguientes indicadores: PIB real, empleo total, producción industrial y precios de consumo. Estos indicadores desempeñan un importante papel entre el amplio conjunto de indicadores utilizados para evaluar la situación económica. En conjunto, teniendo en cuenta los factores pertinentes, parece haber existido un alto grado de conformidad en la evolución económica entre países. Como era de esperar, y como subraya la experiencia reciente, las diferencias nacionales en la evolución de la producción y de los precios no dejaron de existir el 1 de enero de 1999, sino que siguieron vigentes a partir del inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. El análisis que se presenta en este artículo muestra que estas divergencias recientes no son en absoluto inusuales.

Puesto que la adopción del euro y las condiciones concretas de la Unión Monetaria suponen una ruptura significativa con la situación pasada, los resultados del presente análisis tan sólo pueden proporcionar una guía limitada de la evolución futura, pero puede contribuir a ponerla en perspectiva a medida que se produce. Concretamente, aún es demasiado prematuro extraer conclusiones firmes sobre el impacto que puede tener la Unión Monetaria sobre las divergencias futuras en la evolución económica entre los países de la zona del euro, así como respecto de cómo puede el marco de la moneda única verse, a su vez, afectado por tales divergencias.

I La evolución económica refleja tanto las tendencias a largo plazo como los movimientos cíclicos

El complejo tema de las divergencias y similitudes en la evolución económica de los países de la zona del euro, puede abordarse de la forma más adecuada en términos de los aumentos de los precios de consumo y del crecimiento del PIB en términos reales a finales de 1998. Según el marco de referencia adecuado para la política monetaria única, casi todos los países de la zona del euro habían alcanzado para entonces, o habían mantenido, unos aumentos de los precios de consumo menores al 2% durante los dos años anteriores, aunque un número reducido de países mostraba tasas de inflación ligeramente más elevadas. A pesar de este alto grado de conformidad alcanzado en el nivel general de inflación,

algunos factores transitorios específicos de cada país siguen generando diferencias entre países en cuanto a los movimientos cíclicos a corto plazo en torno a estas tasas estables de crecimiento de los precios. Además, después de la fase de recuperación de dos años, común a casi todos los Estados miembros, surgieron diferencias en la evolución del crecimiento entre los países de la zona del euro a lo largo del pasado año (véase el recuadro I para una discusión de la evolución reciente del PIB en términos reales y de los precios de consumo en los países de la zona del euro). Estas diferencias en la evolución del crecimiento y la inflación entre los distintos países de la zona del euro han suscitado cierta preocupa-

Recuadro I

Diferencias recientes en el crecimiento del PIB real y la inflación del IAPC de los países de la zona del euro

Como se ha esbozado en el texto de este artículo, ciertas diferencias en el crecimiento del producto y en la inflación de los precios de consumo tienden a ser una característica habitual de la evolución económica de los países de la zona del euro. Con la introducción del euro, tales diferencias han atraído una atención creciente. En concreto, la reciente divergencia en las tasas de crecimiento de los Estados miembros más grandes ha dado lugar a algunas discusiones sobre si los datos más recientes deberían interpretarse como indicativos de una divergencia prolongada en los patrones de crecimiento de los países de la zona del euro o como una diferencia transitoria en el crecimiento del producto.

Recientemente, han surgido algunas diferencias en el crecimiento del PIB real

Basándose en los datos para el cuarto trimestre de 1998, se observa que, recientemente, han surgido diferencias en el crecimiento del PIB de los países de la zona del euro. En concreto, si se compara con el trimestre anterior, el crecimiento del PIB real fue negativo en Alemania e Italia, y registró una desaceleración moderada en España. En Francia, por el contrario, el crecimiento del producto experimentó un repunte. Comparadas con las del cuarto trimestre, las diferencias son relativamente pequeñas, pero siguen existiendo.

Esta divergencia entre las tasas de crecimiento de los Estados miembros de mayor dimensión ha provocado un debate sobre si la información más reciente se debe interpretar como indicadora de una divergencia más acusada entre los patrones de crecimiento o como una diferencia transitoria y usual en el crecimiento del producto.

Varios factores han contribuido a las recientes divergencias en el crecimiento del PIB total. Mientras que en la mayoría de los países de la zona del euro, la demanda interna, en especial el consumo privado, ha sido lo bastante fuerte como para sostener el crecimiento general, a pesar del efecto negativo de los factores externos, esto no ha ocurrido en Italia ni, hasta cierto punto, en Alemania. En Italia, la contribución trimestral del consumo privado en el cuarto trimestre de 1998 fue inferior a la de los últimos dos años.

En cuanto a la contribución de las exportaciones al crecimiento, Italia ha experimentado una contracción en el cuarto trimestre del pasado año, mientras que en la mayor parte de los países de la zona del euro restantes solo se registró una ligera desaceleración. Parece que este hecho está relacionado con la composición de las exportaciones italianas, que es más parecida a la de los países emergentes. Como consecuencia de las devaluaciones monetarias del sudeste asiático, las exportaciones italianas perdieron competitividad, lo que ya se había observado el año anterior. No obstante, importaciones significativamente más bajas han amortiguado considerablemente el efecto negativo de la caída de las exportaciones sobre el crecimiento. En Alemania y Francia también se registró una considerable desaceleración en la contribución de las exportaciones al crecimiento en el cuarto trimestre de 1998, aunque no fue tan intensa como en Italia. Dado que en ambos casos el efecto compensador de las importaciones fue limitado, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento cayó de forma bastante acusada.

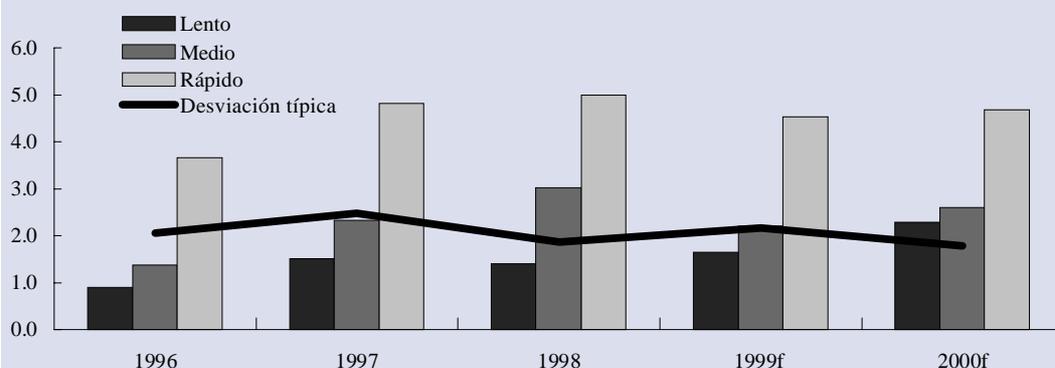
En el último trimestre de 1998, la contribución al crecimiento de las variaciones de existencias se redujo significativamente en Alemania e Italia, mientras que en la mayor parte de los países de la zona del euro restantes permaneció prácticamente sin alterar. No obstante, resulta difícil, por lo general, explicar este hecho desde un punto de vista puramente económico, puesto que, en la mayoría de los países, las variaciones de existencias también son reflejo de incertidumbres estadísticas. En resumen, mientras que en Alemania la reciente debilidad puede deberse a los componentes menos variables de la demanda agregada, a las exportaciones y a las variaciones de existencias, en Italia la desaceleración parece estar basada en un conjunto más amplio de variables.

1 Dada la naturaleza provisional e incompleta de los últimos datos disponibles referentes a las nuevas cuentas nacionales (SEC 95), la información contenida en este recuadro se refiere al anterior sistema de cuentas nacionales (SEC 79) excepto en el primer trimestre de 1979.

A este respecto, se debe subrayar que en base a los datos revisados de acuerdo con las definiciones del SEC 95, la diferencia entre las tasas de crecimiento del PIB real, para el cuarto trimestre de 1998, es mucho menor de la registrada anteriormente y prácticamente ha desaparecido en el primer trimestre de 1999.

Como se explica en el texto de este artículo, el reciente aumento de las diferencias en las tasas de crecimiento del PIB real de los países de la zona del euro no es en modo alguno excepcional desde un punto de vista histórico. Al mismo tiempo, en cuanto a las perspectivas futuras, las previsiones de la Comisión Europea de la primavera de 1999 parecen indicar que la diferencia en las tasas de crecimiento del PIB real entre los países que han experimentado últimamente un crecimiento lento (Alemania e Italia), por un lado, y la zona del euro en su conjunto, por otro, va a estrecharse. De hecho, lo mismo se espera de la diferencia en las tasas de crecimiento del PIB real entre los países con un crecimiento más rápido (especialmente, España, Irlanda, Portugal y Finlandia) y la zona del euro.

Crecimiento medio del PIB real por grupos de países



Fuentes: Eurostat, previsiones de la Comisión Europea y estimaciones del BCE.

Interpretación del gráfico: la composición de los grupos varía cada año. Los países con una tasa de crecimiento del PIB real próxima a la media de la zona del euro ($\pm 0,3$ puntos porcentuales) se recogen en el grupo «medio». Los países con un crecimiento más rápido se encuentran en el grupo «rápido» y los demás países se incluyen en el grupo «lento». Las distintas barras representan la media sin ponderar de las tasas de crecimiento del PIB real de cada grupo. La línea representa la desviación típica.

Diferencias en el crecimiento de los precios del consumo dentro de unos límites razonables

Hasta cierto punto, las diferencias en las tasas de variación de los precios de consumo, medidas por el IAPC, reflejan diferencias en el PIB real, si bien, los esfuerzos realizados para cumplir los criterios de convergencia sobre la estabilidad de precios establecidos en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea han desempeñado un importante papel. En los últimos años, el crecimiento ha sido especialmente intenso en España, Irlanda, Luxemburgo, los Países Bajos, Portugal y Finlandia. En concreto, la fuerte demanda interna ha generado aumentos de precios del IAPC total superiores a la media en dichos países (salvo en el caso de Luxemburgo y Finlandia), sobre todo en los precios de los servicios. Al mismo tiempo, la moderación salarial y el fuerte crecimiento de la productividad han amortiguado las presiones sobre los precios en, por ejemplo, Alemania y Francia. Además, factores transitorios tales como la evolución divergente de los precios de los alimentos, especialmente la de los alimentos no elaborados, han contribuido a aumentar las diferencias en el IAPC total. Desde una perspectiva a largo plazo, los factores estructurales que reflejan las diferencias en la evolución de la productividad de las regiones y los sectores, así como los ajustes del nivel de precios, explican también las diferencias en las tasas del IAPC.

Según las previsiones de la Comisión Europea de la primavera de 1999, se espera que el diferencial entre las tasas mayores y menores del IAPC se reduzca a 1,5 y 1,3 puntos porcentuales en los años 1999 y 2000, respectivamente, desde 1,6 puntos porcentuales en 1998, al tiempo que se espera que la desviación típica se estreche a 0,5 y 0,4 puntos porcentuales, respectivamente, desde los 0,6 puntos porcentuales en 1998. Estos diferenciales son compatibles con los límites que se consideraron aceptables en los criterios de convergencia establecidos en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.

ción. El objetivo del análisis que sigue consiste en proporcionar un marco válido para la evaluación de la evolución reciente desde una perspectiva histórica, aun cuando, debido a los cambios derivados de la introducción del euro, los resultados no proporcionen conclusiones nítidas sobre la posible evolución futura. En general, uno de los rasgos distintivos de los últimos años parece haber sido la existencia de un alto grado de conformidad en la evolución de los precios a largo plazo entre países, que han mantenido niveles reducidos de inflación. Al mismo tiempo, la amplitud de las diferencias en la evolución de la producción entre países observada en el pasado reciente no es en absoluto inusual.

La evolución a largo plazo de una variable determinada se refleja en la tendencia, mientras que los movimientos cíclicos se identifican como las desviaciones observados a corto plazo respecto a dicha tendencia. Aunque en la práctica resulta muy complejo distinguir empíricamente entre la tendencia y el ciclo, tal distinción es útil, ya que estos dos fenómenos se suelen utilizar con frecuencia en las discusiones referentes a distintas cuestiones económicas. Por ejemplo, la medida en la cual los diferenciales de la evolución tendencial del crecimiento de la producción aumentan o se estrechan entre países, se discute en el contexto de los países inmersos en un proceso de convergencia real, mientras que el grado de similitud de los movimientos cíclicos entre países se discute en relación con el tema de la «sincronización». En el caso de los diferenciales de inflación entre países, durante el proceso de creación de la Unión Monetaria su comportamiento se discutía principalmente en el contexto del criterio de «convergencia» nominal, sin que fuera necesario distinguir entre las tendencias a largo plazo y las variaciones cíclicas a corto plazo de los aumentos de precios.

En aras de la presentación, se ha utilizado una metodología uniforme, tanto para descomponer

las series que se concretan a continuación en un componente tendencial y un componente cíclico, como para determinar el grado de sincronización de la evolución cíclica (para más detalles sobre la metodología aplicada en este análisis, véase recuadro 2). Aunque los distintos métodos de eliminación de la tendencia den lugar a resultados algo diferentes, no se considera que esto impugne la validez de las conclusiones generales que pueden obtenerse del análisis. Se recopilan coeficientes de correlación entre los componentes cíclicos, para períodos móviles de 10 años. Los coeficientes corresponden al final del período respectivo, es decir, los últimos datos disponibles para 1998 reflejan la correlación media entre la evolución nacional y la evolución de la zona en su conjunto, durante el período que abarca de 1989 a 1998. Esto significa que las referencias a períodos concretos deben considerarse desde una perspectiva más amplia, donde los resultados concretos reflejan probablemente un conjunto de acontecimientos importantes que siguen teniendo influencia sobre los datos. Dada la diferente ponderación que presentan los distintos países en los agregados de la zona del euro, el grado de correlación tiende a ser más elevado para los países de mayor tamaño que para los países pequeños. En particular, es más probable que Alemania presente una correlación con los agregados del conjunto de la zona más alta que la de otros países, ya que contribuye en casi una tercera parte a la evolución del conjunto de la zona. La correlación de la evolución de los distintos países con la del conjunto de la zona del euro difumina naturalmente el grado de sincronización que presentan los países concretos entre sí. No obstante, puede considerarse una base natural de comparación, ya que las decisiones de política monetaria se basan en la evolución económica de la zona del euro en su conjunto, evolución a la que los distintos países pueden contribuir en proporciones diferentes.

Recuadro 2

Metodología basada en la eliminación de tendencia y en el análisis de correlación

Los componentes cíclicos se definen habitualmente como las desviaciones de una serie de su tendencia. A efectos de este análisis, la tendencia de la serie se obtiene a partir de consideraciones puramente estadísticas, más que de

una teoría económica concreta. Debido a su uso generalizado en economía aplicada, se ha utilizado el filtro de Hodrick-Prescott (HP) con el fin de descomponer mecánicamente los indicadores individuales en un movimiento tendencial y en un componente cíclico. El filtro de HP se puede caracterizar como una media móvil simétrica que minimiza la siguiente función:

$$Min_{Y^*} = \sum_{t=1}^T (Y_t - Y_t^*)^2 + \lambda \cdot \sum_{t=2}^{T-1} [(Y_{t+1}^* - Y_t^*) - (Y_t^* - Y_{t-1}^*)]^2$$

Este método ofrece esencialmente una relación de intercambio entre la proximidad de la tendencia a los datos reales, que recoge el primer término, y la evolución suave de la tendencia, que recoge el segundo. Los resultados de esta relación de intercambio dependen del valor del parámetro λ , que generalmente varía según la frecuencia de los datos analizados. Como el valor por defecto de λ (14,400 para datos mensuales y 1,600 para datos trimestrales) tiende a dejar demasiadas variaciones cíclicas en la tendencia de la serie, en este análisis se incrementaron los valores respectivos para los datos mensuales y trimestrales. El filtro se ha aplicado a las tasas de crecimiento de los indicadores analizados. Aparte de la consideración estadística de que el filtro de HP es sensible a las propiedades de estacionariedad de los datos, esto también refleja el hecho de que el interés económico de este análisis se encuentra en los ciclos de crecimiento más que en los ciclos económicos clásicos, y en la inflación más que en los niveles de precios.

Los coeficientes de correlación entre los componentes cíclicos de los países son sensibles al método de eliminación de la tendencia elegido. Si bien existe un gran número de alternativas, todas ellas tienen habitualmente problemas concretos. Por ejemplo, el filtro de HP tiene el denominado sesgo de los extremos, debido a que, al calcular la tendencia, se tienen en cuenta tanto los valores desfasados como los adelantados de las series, haciéndolo así menos preciso al comienzo y al final de la muestra. Las inferencias extraídas de este análisis se consideran suficientemente sólidas, en el sentido de que no dependen fundamentalmente de la aplicación del filtro de HP en comparación con otros posibles métodos para eliminar la tendencia de los datos, aunque el uso de filtros alternativos daría lugar a resultados ligeramente distintos, incluidos aquellos para el comienzo preciso y la duración de los ciclos. No obstante, las tendencias deberían tratarse con especial precaución dado que, al igual que otros enfoques similares, se supone que la tendencia derivada del uso del filtro de HP es una serie suave, más que una serie marcada por cambios repentinos y acusados debido a rupturas estructurales.

El análisis de correlación se utiliza para resumir hasta qué punto los componentes cíclicos muestran movimientos comunes en los distintos países. Un coeficiente de correlación elevado indica que los países tienden a encontrarse en estados del movimiento cíclicos similares. El mismo grado de sincronización se determina sobre la base de la correlación cruzada contemporánea, mientras que la relación global entre los movimientos cíclicos se mide por el coeficiente máximo, que resulta de la correlación cruzada de los diferentes períodos desfasados y adelantados. Ello permite un análisis bastante completo. La evolución en el tiempo de la sincronización se examina sobre la base de coeficientes de correlación cruzada contemporáneos para períodos móviles de diez años. Al tiempo que pueden aparecer indicios de una sincronización creciente o decreciente, hay incertidumbre en cuanto a si se debe a la relación mayor o menor de la evolución cíclica o simplemente a un cambio de fase de los ciclos, que reduce de manera efectiva el número de períodos desfasados y adelantados durante los cuales se produce la correlación máxima. La evidencia de una creciente sincronización puede considerarse más convincente si la correlación contemporánea crece con el tiempo y tiende a ser igual a la correlación máxima en un período de desfase o de adelanto cero.

Con el fin de realizar el análisis sobre un período de tiempo más largo fue necesario seleccionar series de países concretos que abarcaran el período completo o enlazar varias series. Así pues, el grado de armonización de estos datos es menor que el de los que incluyen solo los períodos más recientes. Por ejemplo, las series del IAPC solo están disponibles desde los años noventa, y, por lo tanto, se ha utilizado el IPC nacional. Además, se ha tenido en cuenta la reunificación alemana al enlazar las tasas de crecimiento de los datos pangermánicos a las series de datos anteriores de la Alemania occidental. En algunos casos, se ha convertido la frecuencia de los datos o se han

utilizado datos de distintas fuentes. Por último, se han publicado recientemente los datos del PIB y de empleo, recopilados según el nuevo marco estadístico (SEC 95), para algunos países. Los nuevos datos podrían tener algún efecto sobre los resultados precisos, especialmente en las tendencias y en los comportamientos cíclicos recientes. No obstante, tanto la disponibilidad de estos datos para períodos relativamente cortos como su compatibilidad limitada con datos anteriores restringe la posibilidad de realizar este análisis sobre la base de los nuevos datos del SEC 95. Además, no parece probable que los resultados, en términos de correlaciones cíclicas, cambien significativamente.

2 Evidencia empírica sobre las divergencias y similitudes de la evolución económica

Revisión de los principales indicadores económicos

En el presente artículo se analizan los principales indicadores económicos en términos de su evolución a largo plazo y de los movimientos cíclicos observados entre países, abarcando tanto la evolución de la actividad como la de los precios. Los cuatro indicadores considerados son el PIB en términos reales, el empleo total, la producción industrial y los precios de consumo. Estos indicadores desempeñan un importante papel en la evaluación de la situación económica. (En el artículo titulado «El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en la zona del euro», publicado en el *Boletín mensual* del BCE correspondiente al mes de abril, se discute un amplio conjunto de indicadores utilizados por el BCE en la evaluación de las previsiones sobre estabilidad de precios). Para los cuatro indicadores mencionados, el componente tendencial y el componente cíclico se obtienen a partir de las variaciones observadas respecto al año anterior. La evolución de los tres indicadores de actividad - el PIB real, el empleo total y la producción industrial - tiende a estar estrechamente relacionada. Por consiguiente, para cada país concreto, es probable que las tendencias de crecimiento del empleo y la producción se encuentren «integradas» con la tendencia de crecimiento del PIB real. Esto se aplica igualmente a los componentes cíclicos del crecimiento. La constatación de una tendencia estrechamente alineadas y una sincronización del ciclo para una de estas variables entre países, sugeriría, por consiguiente, una evolución similar de las otras variables. Como se indica más adelante, la evolución de la inflación puede seguir un comportamiento más diferenciado.

El PIB real y la producción industrial son importantes indicadores de la actividad económica, refiriéndose la producción industrial al sector que presenta mayor sensibilidad cíclica respecto a la evolución económica global. La producción industrial supone alrededor de un tercio de la producción total de la zona del euro (y también de la de la mayoría de los Estados miembros). Tanto para el conjunto de la zona del euro como para los países concretos, esto sugiere que las variaciones cíclicas de la producción industrial y del PIB real evolucionan con una sincronización bastante estrecha. Sin embargo, la participación de la producción industrial en la actividad global ha venido disminuyendo de forma generalizada durante las últimas décadas. Al mismo tiempo, el sector servicios, que produce en gran parte bienes no comercializables, se ha expandido en comparación con la industria. Por consiguiente, el grado de similitud de las tendencias a largo plazo del PIB y de la producción industrial, depende de la importancia y del ritmo del cambio estructural de la economía, dependiendo estos, a su vez, de factores tales como la etapa del desarrollo económico, el progreso tecnológico y las variaciones de la competitividad internacional. Por término medio, el proceso de convergencia que han llevado a cabo los diferentes países, en términos de su renta per cápita, ha sido especialmente importante en lo que se refiere a la reducción de los diferenciales de productividad existentes en los sectores industriales productores de bienes comercializables.

Igualmente, la evolución del empleo se encuentra ligada a la evolución de la producción a corto plazo. La existencia de una estrecha relación entre la evolución del empleo y la producción a largo plazo depende de las características de los

mercados de bienes y de trabajo y, en especial, del grado relativo de flexibilidad existente en dichos mercados. Más concretamente, la flexibilidad salarial y la existencia de incentivos o desincentivos a la búsqueda y a la creación de empleo, determinan el grado en que el crecimiento de la producción se traduce en crecimiento del empleo, así como la velocidad del proceso. Cuantas más rigideces existan, más probable será que un repunte de la producción sólo dé lugar a un crecimiento del empleo con considerables retardos. Por consiguiente, aun cuando los países experimenten las mismas perturbaciones de producción, que lleven efectivamente a una mayor sincronización de su evolución cíclica, sus rasgos estructurales determinarán hasta qué punto esto dará también lugar a una evolución sincronizada del empleo.

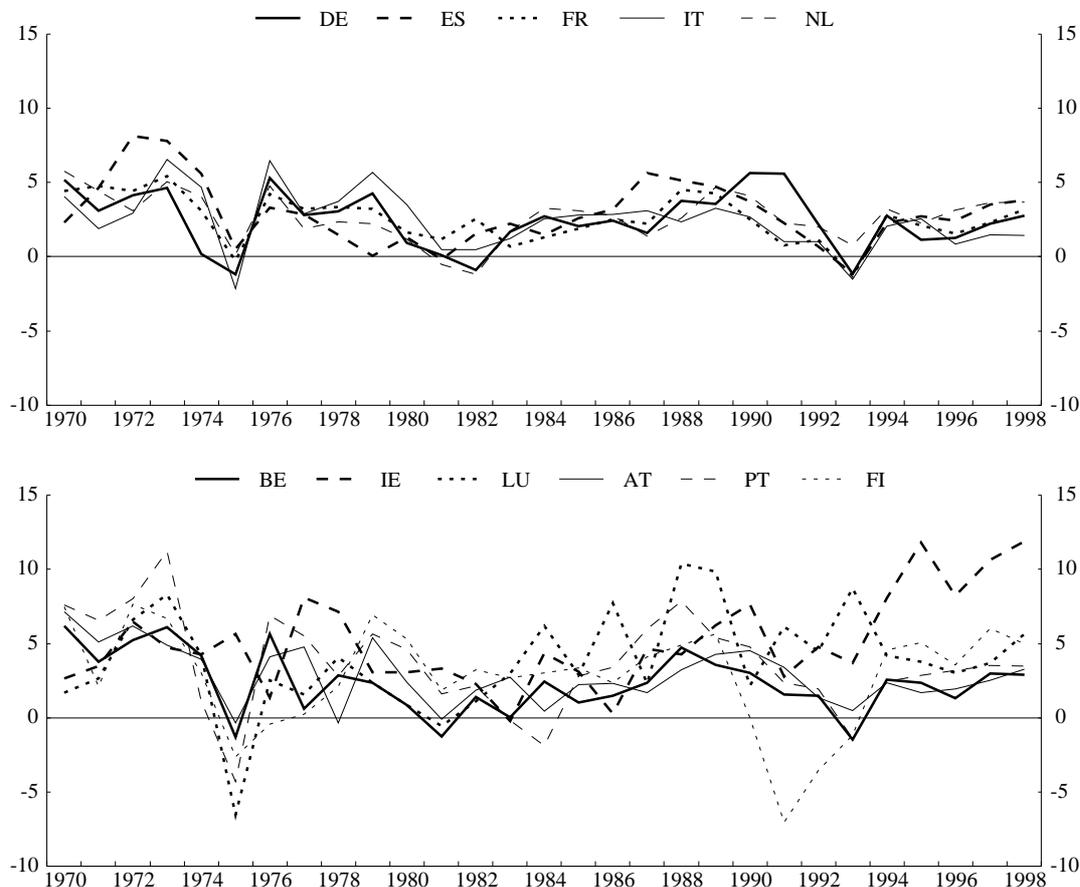
El crecimiento del PIB en términos reales

Durante el período transcurrido desde principios de la década de los setenta, el crecimiento del PIB real ha estado sujeto, en la mayoría de los países de la zona del euro, a tres ciclos económicos principales. Los puntos más bajos de estos ciclos se situaron a mediados de los setenta, a principios de los ochenta y a principios de los noventa, con algunas diferencias de fechas concretas entre países (véase gráfico I). La recesión de mediados de los setenta estuvo más sincronizada temporalmente entre países, mientras que, posteriormente, los esquemas de crecimiento fueron más divergentes en algunos países. En especial, el período de recuperación económica que siguió a la recesión de principios de

Gráfico I

Crecimiento del PIB real en los países de la zona del euro

(tasas interanuales de variación; datos anuales)



Fuente: estimaciones del BCE.

la década de los ochenta, varió entre países. Mientras que, en algunos casos (especialmente en el caso de Irlanda), las tasas de crecimiento anual de la actividad fueron claramente positivas, incluso durante el período de debilidad de principios de los noventa, Finlandia experimentó una recesión muy profunda y prolongada. En general, un cierto número de países parece haber experimentado a lo largo de la década de los noventa una evolución económica bastante diferente de la experimentada por la zona del euro en su conjunto.

En el período anterior a la primera crisis del petróleo, las tasas de crecimiento tendencial del PIB presentaron una convergencia sustancial. En la primera mitad de la década de los setenta, las tasas de crecimiento tendencial se situaron, en la mayoría de los casos, entre el 3% y el 4% (véase cuadro 1). Las tasas de crecimiento disminuyeron en general posteriormente, y, en los ochenta, las tasas tendenciales de crecimiento se situaban alrededor del 2%-2,5% en la mayoría de los países de la zona del euro. En los años noventa, sin embargo, las tasas de crecimiento han mostrado una mayor divergencia. Mientras que las grandes perturbaciones comunes de productividad —tales como las perturbaciones de los precios del petróleo— tienden a reforzar un alto grado de similitud en la evolución de las tasas de crecimiento tendencial, en ausencia de

tales perturbaciones, otros factores determinantes del crecimiento cobran mayor relevancia. En esta situación, las diferencias pueden reflejar la distinta etapa del proceso de convergencia real en que se encuentran los países «más pobres» respecto a los «ricos», o la medida en que los países concretos se han recuperado de sus recesiones más recientes. En algunos países, un crecimiento tendencial más lento ha evidenciado la necesidad de reformas estructurales que estimulen el crecimiento a largo plazo. Existen indicios de que aquellos países que iniciaron antes, y con mayor decisión, un proceso de reforma estructural, han experimentado un repunte comparativamente más fuerte en las tasas de crecimiento tendencial. Esto explica, en parte, las divergencias. Los países que han estado creciendo recientemente con mayor rapidez, especialmente Irlanda, Luxemburgo, Finlandia y Países Bajos, explican la mayor parte de las diferencias recientes en las tasas de crecimiento tendencial. En el caso de Irlanda, la explicación reside, en parte, en un continuo proceso de convergencia con otros países. Por el contrario, en Italia el crecimiento tendencial registrado en los años noventa ha disminuido, lo cual parece una continuación de la evolución que puede observarse a partir de la década de los setenta. En Alemania, teniendo en cuenta los efectos de la reunificación, que supuso un fuerte estímulo temporal para la tasa de crecimiento a principios de la década de

Cuadro 1

Tasas de crecimiento tendencial en los países de la zona del euro

(tasas interanuales de variación medias)

	1971 a 1975	1976 a 1980	1981 a 1985	1986 a 1990	1991 a 1995	1994 a 1998
Zona del euro	3,7	2,7	2,3	2,5	2,4	2,3
Belgica	3,7	2,3	1,6	1,8	2,0	2,2
Alemania	3,1	2,3	2,1	2,5	2,4	2,2
España	4,3	2,6	2,2	2,6	2,6	2,7
Francia	3,8	2,8	2,2	2,1	1,9	2,0
Irlanda	4,6	3,9	3,3	4,2	6,9	9,2
Italia	3,9	3,1	2,5	2,1	1,5	1,3
Luxemburgo	3,0	2,5	3,6	5,1	5,3	5,0
Países bajos	3,8	2,4	1,9	2,3	2,8	3,1
Austria	4,1	2,9	2,3	2,4	2,4	2,4
Portugal	5,2	3,7	3,0	3,1	2,9	2,9
Finlandia	3,7	3,0	2,6	2,0	2,1	3,2

Fuente: estimaciones del BCE.

los noventa, el crecimiento tendencial parece haber permanecido inalterado respecto de la década de los ochenta. En lo que se refiere a otros países, las tendencias recientes de la producción en España, Francia, Austria y Portugal, parecen corresponderse más con las observadas a finales de la década de los ochenta, lo que sugiere que no se han producido cambios sustanciales de tendencia durante la pasada década. En Bélgica, el crecimiento tendencial se ha recuperado desde los niveles relativamente bajos observados en la década de los ochenta.

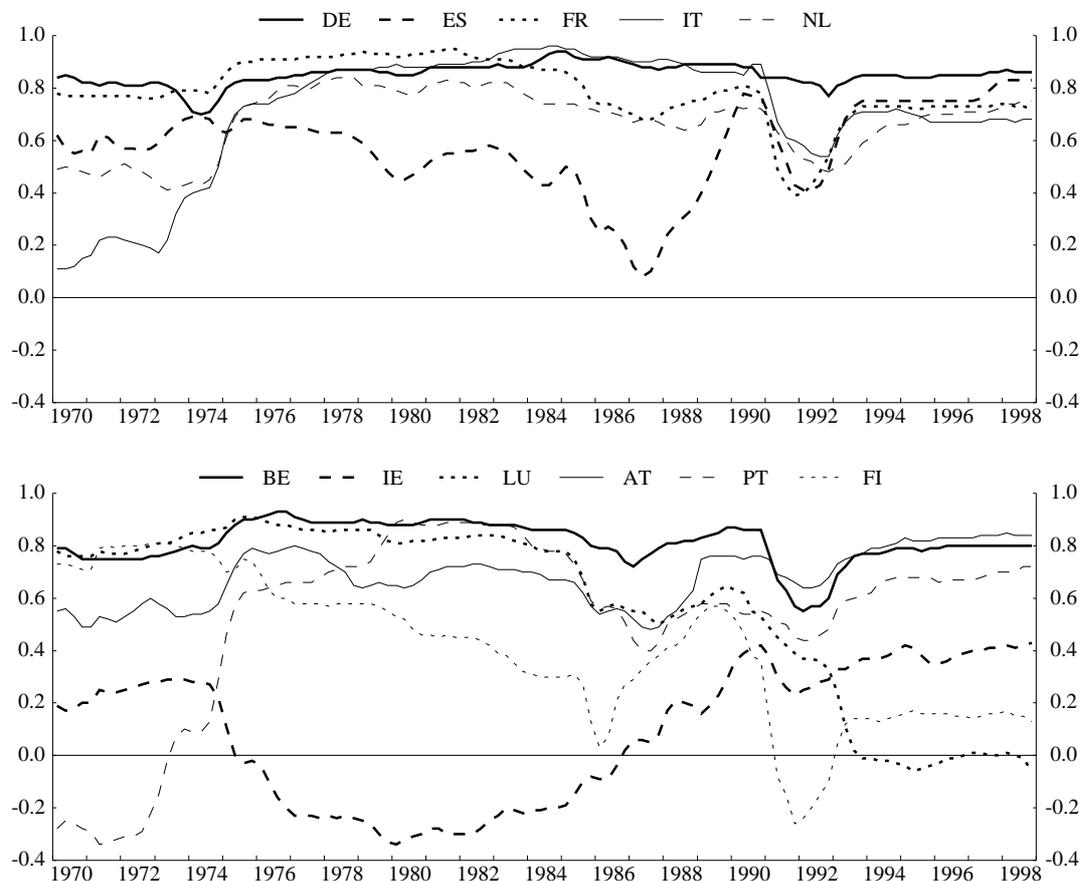
En lo que se refiere a la sincronización de la evolución cíclica del crecimiento del PIB a corto plazo, parece haber existido un mayor grado de similitud que para las tasas de crecimiento

tendencial. El análisis de la correlación entre los componentes cíclicos del crecimiento del PIB de los distintos países y del conjunto de la zona del euro permiten extraer esta conclusión. Para los países de mayor tamaño, dicha correlación excedió, por término medio, el 0,5, y se mantuvo próxima al 0,7 y al 0,8 durante la mayor parte del período estudiado. (véase la mitad superior del gráfico 2). Esto es cierto, en especial, para Alemania y Francia. Para Italia y Países Bajos se observó una correlación menor durante la primera mitad de la década de los setenta, pero aquella aumenta con regularidad durante la segunda mitad de dicha década, hasta igualar aproximadamente los resultados de Alemania y Francia. En España, el coeficiente de correlación disminuyó a lo largo de los ochenta, desde nive-

Gráfico 2

Correlación de la evolución cíclica del crecimiento del PIB real con el agregado de la zona del euro

(correlaciones móviles de diez años; datos trimestrales)



Fuente: estimaciones del BCE.

les cercanos a 0,6 hasta acercarse a cero. Los últimos años de la década de los ochenta se caracterizaron por un aumento general de la sincronización de los países individuales con el conjunto de la zona del euro, que se reflejó en unos coeficientes de correlación en ascenso, hasta situarse por encima de 0,8, por término medio. A continuación de este aumento, se produjo una disminución a principios de la década de los noventa. El hecho de que el coeficiente de correlación disminuyera menos para Alemania pero cayese en cuantía similar en otros países de mayor dimensión, sugiere que fue Alemania la que rompió la alineación con otros países, pero que, debido a su peso específico, sigue mostrando una sincronización más alta con el conjunto de la zona del euro. Durante los años intermedios de la década de los noventa, se produjo un repunte general de los coeficientes de correlación hasta un nivel próximo al 0,7, alcanzándose un nivel superior en el caso de Alemania. Esta afirmación se basa en los resultados del análisis de correlación bilateral entre países, que no se incluye en el presente trabajo. Aunque, por término medio, los coeficientes de correlación no recuperaron los niveles máximos alcanzados a principios y finales de los ochenta, el abanico de coeficientes de correlación se estrechó en comparación con el observado. En concreto, la sincronización de la evolución cíclica del PIB entre España y la zona del euro en su conjunto es un fenómeno muy reciente. Por otro lado, Italia ha registrado el menor aumento de la sincronización en términos de los coeficientes de correlación, y se ha situado, a este respecto, en los puestos más bajos entre los países de mayor dimensión en los últimos años.

La evidencia de un alto grado de sincronización con la evolución del PIB en la zona del euro es menos clara para los países de menor dimensión (véase la parte inferior del gráfico 2). Debido a su menor peso específico en relación con el total, la evolución de estos países tiene tan sólo un impacto limitado sobre los niveles de la zona en su conjunto. Bélgica y Austria han seguido en buena medida las pautas de comportamiento descritas anteriormente para los países de mayor dimensión. En concreto, Bélgica ha mantenido un elevado grado de sincronización con la evolución de la zona del euro; su coeficiente de

correlación se ha situado casi siempre por encima de 0,8 disminuyendo a principios de los años noventa, aunque de forma menos significativa que en la mayoría de los países de mayor dimensión. En conjunto, el nivel y el comportamiento de la correlación de Bélgica son similares a los de Alemania, sugiriendo que existe entre los dos países un alto grado de sincronización en la evolución cíclica del PIB. Una conclusión similar puede obtenerse en el caso de Austria, para la que se observa un alto grado de correlación, que supera el 0,8, con la evolución de la zona del euro durante los años noventa, con una disminución comparativamente pequeña a principios de la década. Sin embargo, en periodos anteriores, el grado de sincronización de Austria algo más bajo que el observado en Bélgica y en la mayoría de los países de mayor dimensión. En Portugal se ha producido un aumento general de la sincronización de la evolución cíclica del PIB en relación con la de la zona del euro en su conjunto. El coeficiente de correlación aumentó progresivamente desde valores negativos a principios de los setenta, hasta superar el 0,8 a principios de los ochenta. Posteriormente disminuyó y se mantuvo alrededor de 0,5 en la segunda mitad de la década de los ochenta, para aumentar de nuevo hasta 0,7 a mediados de los noventa. En comparación con los países ya mencionados, los tres Estados miembros de menor dimensión, es decir, Irlanda, Luxemburgo y Finlandia, han registrado todos un grado de sincronización notablemente más bajo en los años noventa. Sus respectivos coeficientes de correlación son generalmente menores de 0,5. Mientras que en el caso de Irlanda este resultado indica un aumento en comparación con periodos anteriores, en el de Luxemburgo y Finlandia el componente cíclico del crecimiento del PIB ha mostrado una menor sincronía con el del conjunto de la zona del euro, en comparación con lo ocurrido en la década de los setenta y primeros de los ochenta.

En conjunto, para la mayoría de los países, la correlación de sus movimientos cíclicos del PIB con los de la zona del euro parece ser relativamente alta, especialmente en periodos recientes. Irlanda, Luxemburgo y Finlandia, constituyen las excepciones. Un factor importante que explica el grado de sincronización son las gran-

des perturbaciones de los precios del petróleo, que afectaron a todos los países de forma relativamente similar y que, por consiguiente, en su momento impusieron una evolución cíclica más o menos común a todos ellos. El hecho de que la evolución cíclica de los países de la zona del euro registrase la correlación más elevada, con diferentes adelantos y desfases temporales, en el periodo que finaliza en los primeros años de la década de los setenta, mientras que la correlación contemporánea ha tendido a ser mayor después de las perturbaciones, confirma este resultado. El ligero descenso que mostró el grado de sincronización global en los años noventa, refleja principalmente una sincronización algo menor entre los tres países de mayor dimensión, es decir, Alemania, Francia e Italia. La reunificación alemana constituye un importante factor explicativo de esta evolución, lo cual implica que estos resultados pueden tener un carácter transitorio y es posible que no reflejen adecuadamente las tendencias de sincronización subyacentes. En efecto, considerando el periodo comprendido desde 1994 hasta la actualidad, parece que el ciclo alemán muestra una mayor sincronía con el de otros países y que el grado de sincronización global está volviendo a los niveles registrados en la segunda mitad de la década de los setenta, es decir, en el periodo comprendido entre las dos crisis del petróleo. Puesto que estas últimas fueron perturbaciones comunes, mientras que el impacto de la reunificación alemana fue de naturaleza asimétrica, el grado de sincronización observado recientemente podría indicar la vuelta a unas relaciones más normalizadas. No obstante, Italia parece haber disminuido algo su sincronización con el conjunto de la zona del euro. Esto se debe, en parte, a la depreciación de la lira italiana, a raíz de las turbulencias monetarias que tuvieron lugar a finales de 1992 y principios de 1993, y a las medidas que, en consecuencia, resultaron necesarias para contener las presiones inflacionistas internas y los déficit presupuestarios.

Crecimiento del empleo total

Al igual que en el caso del PIB en los últimos años, también se han observado tasas de creci-

miento algo más divergentes para el crecimiento del empleo total. Sin embargo, en vez de concentrarse principalmente en los países de menor dimensión, estas divergencias provienen también de diferencias en el comportamiento del empleo en los países de mayor dimensión (véase gráfico 3).

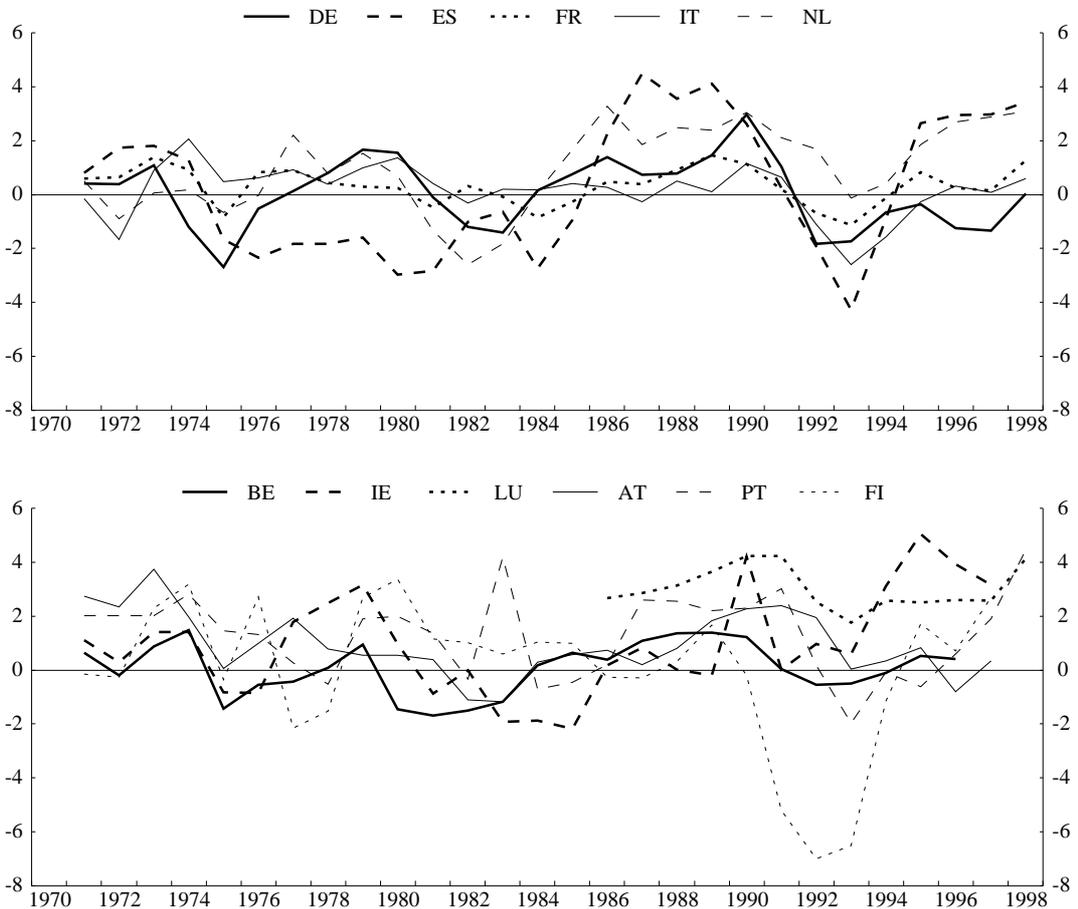
En lo referente al crecimiento tendencial, las tasas se situaron entre el 0% y el 1%, en la mayoría de los países, durante las décadas de los setenta y ochenta, presentando una mayor divergencia en la de los noventa. Por término medio, las tasas de crecimiento tendencial de los países de menor dimensión fueron distintas de las de los países más grandes durante la mayor parte del periodo estudiado. Sin embargo, durante la década pasada, han surgido también algunas divergencias entre los países de mayor dimensión, que posiblemente reflejan el hecho de que algunos países han iniciado con éxito la aplicación de reformas estructurales, mientras que otros no han abordado todavía las reformas necesarias para reducir las rigideces de sus mercados de trabajo. Esto sería coherente con la evaluación hecha por los organismos internacionales respecto a los progresos logrados en cuanto a reformas estructurales en la zona del euro, que concluyen que en muchos países, el insatisfactorio comportamiento del empleo y el desempleo subraya la necesidad de una mayor flexibilidad en los mercados de trabajo.

Considerando las pautas de sincronización observadas desde la década de los setenta en adelante, un grupo de países de la zona del euro registraron evoluciones cíclicas fuertemente correlacionadas con las de la zona del euro en su conjunto. Por término medio, la sincronización de la evolución cíclica del empleo tendía a ser algo mayor que la de la evolución cíclica del PIB. Más concretamente, en los años noventa, los coeficientes cruzados de correlación entre la evolución cíclica del crecimiento del empleo total en países concretos y en la zona del euro tendieron a ser más estables apreciándose diferencias de menor amplitud. Esta tendencia resulta especialmente notoria para la correlación del empleo cíclico en los cinco países de mayor dimensión con el del conjunto de zona del euro (véase la mitad superior del

Gráfico 3

Crecimiento del empleo en los países de la zona del euro

(tasas interanuales de variación; datos anuales)



Fuente: estimaciones del BCE.

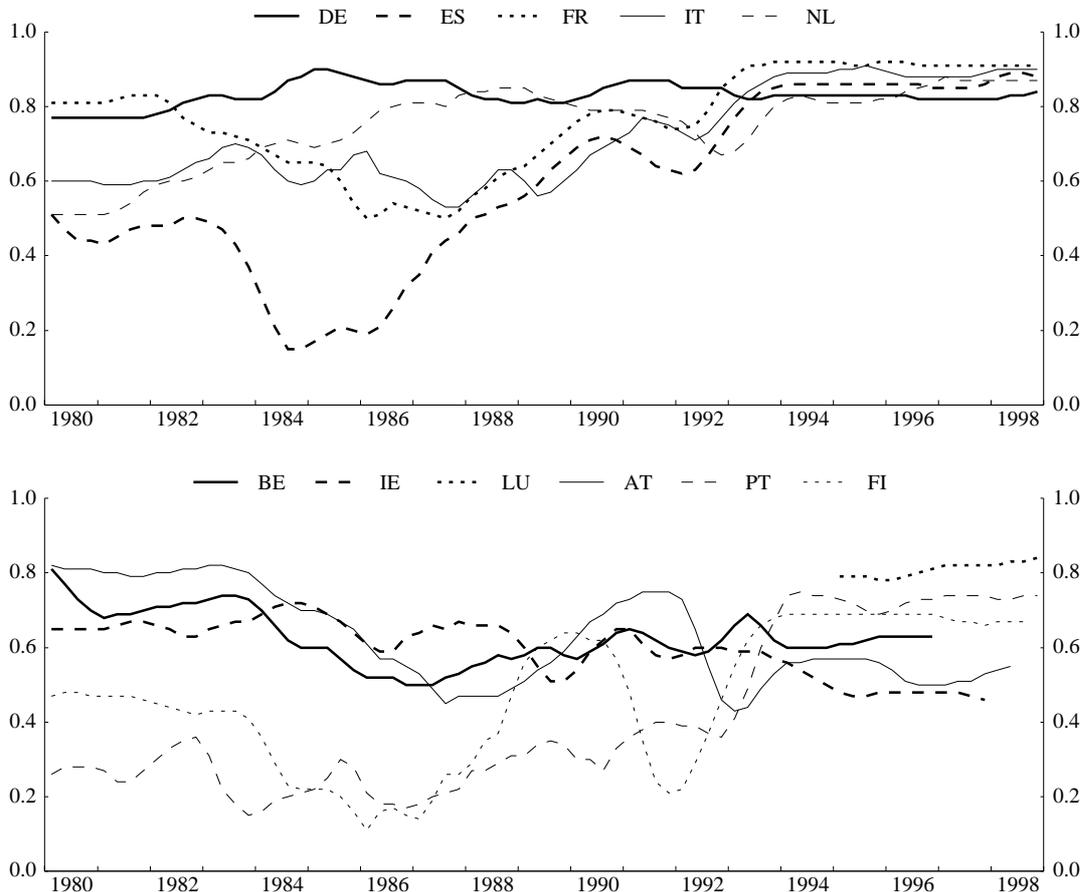
gráfico 4). Para este grupo de países, los coeficientes de correlación se han situado dentro de una banda estrecha comprendida entre 0,8 y 0,9, desde mediados de los años noventa, mientras que se movieron entre 0,5 y 0,8 al principio del periodo muestral, y entre 0,2 y 0,9 durante los años intermedios de la década de los ochenta. En Alemania, el crecimiento del empleo cíclico permaneció fuertemente correlacionado con el del conjunto de la zona del euro a lo largo del periodo considerado, como consecuencia, en parte, de su peso específico en el empleo total del conjunto de la zona. Sin embargo, a finales del periodo, los coeficientes de correlación de Alemania eran ligeramente más bajos que los de los otros cuatro países y, en especial, más bajos que en

Francia, donde la correlación se ha situado por encima de 0,9 desde 1993 aproximadamente. Dentro de este grupo de países, el cambio más significativo del grado de sincronización se ha producido en España, donde la evolución cíclica del empleo no presentaba casi correlación alguna con la del conjunto de la zona del euro a mediados de los ochenta, mientras que presenta una sincronización paulatinamente creciente desde entonces. A mediados de los noventa, su coeficiente de correlación estaba alineado con los de los otros cuatro países de mayor dimensión. La tendencia hacia unas pautas de sincronización más estables dentro del conjunto de la zona del euro y hacia unas menores diferencias entre países es destacable también, aunque en

Gráfico 4

Correlación de la evolución cíclica del crecimiento del empleo con el agregado de la zona del euro

(correlaciones móviles de diez años; datos trimestrales)



Fuente: estimaciones del BCE.

menor medida, en los países de menor dimensión y, en especial, para Portugal y Finlandia (véase la parte inferior del gráfico 4). En estos países, la variación del grado de sincronización, representada por el aumento del coeficiente de correlación desde valores inferiores al valor medio de 0,5, fue considerable a finales de los ochenta. Por el contrario, en Irlanda y Austria los coeficientes de correlación han tendido a disminuir ligeramente durante los años noventa. En Bélgica, la correlación de los componentes cíclicos del crecimiento del empleo con los del conjunto de la zona del euro permaneció aproximadamente estable, alrededor de 0,6, después de haber disminuido desde 0,8 durante la primera mitad de la década de los ochenta.

El crecimiento de la producción industrial

Si bien algunas de las características tendenciales y cíclicas observadas en el crecimiento del PIB global pueden identificarse con las de la producción industrial, existen también ciertas diferencias cuya explicación reside probablemente en los cambios sectoriales y la mayor apertura a la competencia internacional que han caracterizado al sector industrial en las economías desarrolladas.

Desde la década de los setenta, la tasa de crecimiento tendencial de la producción industrial se ha ralentizado, por término medio, en todos los

países, y tiende a ser algo más baja que la tasa tendencial de crecimiento del PIB. Esto refleja el proceso secular de cambio estructural hacia unas economías más orientadas a la producción de servicios. Al igual que ocurría en el caso del PIB real, las tasas de crecimiento han mostrado una divergencia algo mayor en los años noventa, después de converger, en términos generales, durante la de los ochenta (véase gráfico 5). Concretamente, los cuatro países de mayor dimensión, es decir, Alemania, Francia, Italia y España, convergieron hacia unas tasas de crecimiento tendencial aproximadamente uniformes a principios de los ochenta, a raíz de la segunda crisis del petróleo. Aunque los países de menor dimensión siguieron presentando ciertas divergencias en su crecimiento tendencial durante dicho

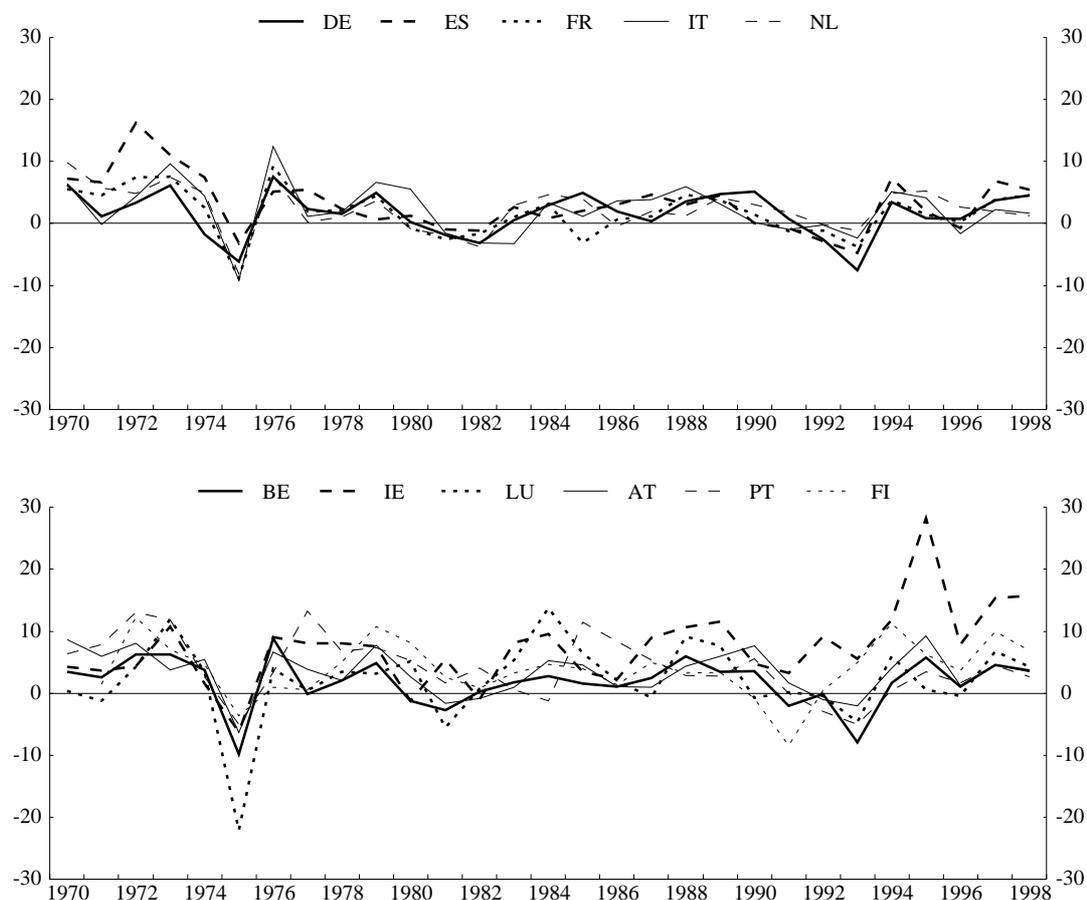
periodo, a principios de los noventa, se observó una cierta convergencia. Más recientemente, Irlanda y Finlandia han presentado ambas unas tasas de crecimiento tendencial considerablemente más altas que las de la mayoría de los países de la zona del euro. Aunque Italia experimentó una menor disminución del crecimiento de la producción a raíz de la ralentización económica general de principios de la década de los noventa, la recuperación de mediados de los noventa ha sido también menos vigorosa; por consiguiente, ha presentado una cierta divergencia en los últimos años, en forma de un crecimiento tendencial menor que el de otros países.

En lo que se refiere a la sincronización de los movimientos cíclicos del crecimiento de la pro-

Gráfico 5

Crecimiento de la producción industrial en los países de la zona del euro

(tasas interanuales de variación; datos anuales)



Fuente: estimaciones del BCE.

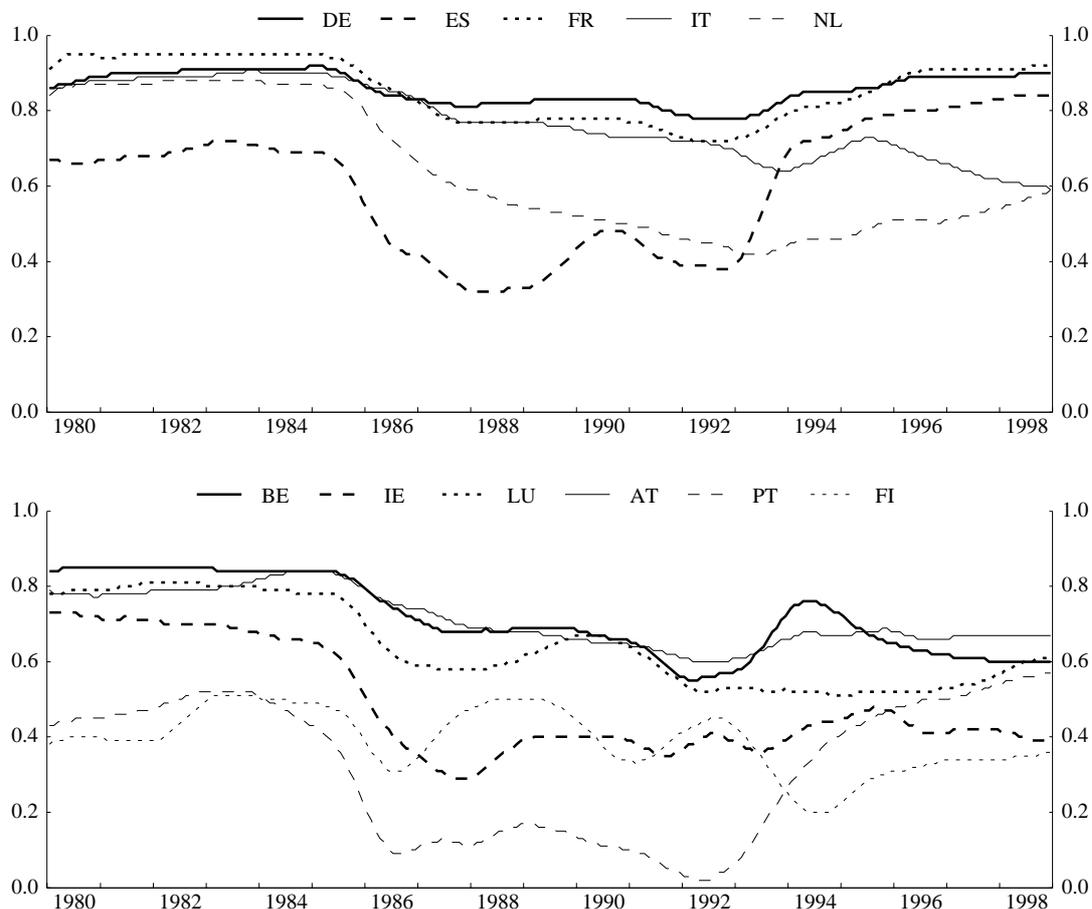
ducción industrial, la evidencia apunta, en general, hacia una disminución, más que un aumento, en la sincronización de los ciclos de producción desde principios de la década de los ochenta. Esto se debe tanto a la menor sincronización observada durante la segunda mitad de la década, como al hecho de que el grado de sincronización anteriormente alcanzado no se ha recuperado en los años noventa. Entre los países de mayor tamaño, solo Alemania y Francia han logrado una sincronización elevada y estable entre los componentes cíclicos del crecimiento de la producción industrial y los del conjunto de la zona del euro (véase la parte superior del gráfico 6). El coeficiente de correlación se sitúa entre 0,8 y 0,9, por término medio, durante el periodo

estudiado, aunque estos niveles se redujeron transitoriamente entre mediados de los ochenta y mediados de los noventa. Italia mostró una sincronización semejante con el conjunto de la zona del euro hasta principios de la década de los noventa, apreciándose una reducción desde entonces. El coeficiente de correlación de Italia ha estado cayendo gradualmente en los últimos años y, al final del periodo muestral, era el menor entre los de los países de mayor dimensión. En el caso de España y, en menor medida, en el de los Países Bajos, la correlación de la producción industrial con la del conjunto de la zona del euro ha aumentado a lo largo de los años noventa, desde un nivel relativamente bajo de alrededor de 0,4 a finales de la década de los

Gráfico 6

Correlación de la evolución cíclica del crecimiento de la producción industrial con el agregado de la zona del euro

(correlaciones móviles de diez años; datos mensuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

ochenta. En el caso de España, esto refleja un alto grado reciente de sincronización con Francia y Alemania. En cuanto a los Países Bajos, esto implica, de todos modos, un grado de sincronización con el conjunto de la zona del euro significativamente menor que el existente a principios de la década de los ochenta, época en la que los coeficientes de correlación eran comparables a los de los tres países de mayor dimensión, es decir, Alemania Francia e Italia.

Las pautas de sincronización que presentan los países de menor dimensión son similares, en parte, a las de los países de mayor tamaño (véase la parte inferior del gráfico 6). Concretamente, los coeficientes de correlación con el conjunto de la zona del euro correspondientes a Bélgica y Austria se mantuvieron aproximadamente estables durante el periodo de referencia, disminuyendo ligeramente desde alrededor de 0,8 a principios del periodo, hasta alrededor de 0,6 hacia finales del mismo. En el caso de Luxemburgo, la evolución es similar, aunque la correlación era más baja en los primeros años noventa, y sólo recientemente ha recuperado niveles comparables a los de Austria y Bélgica. En conjunto, para los países mencionados, los coeficientes de correlación se mantuvieron apreciablemente por encima de 0,5. Este no es el caso, sin embargo, de Irlanda, Portugal y Finlandia. En especial, Portugal mostró un bajo grado de sincronización con el conjunto de la zona del euro entre mediados de los ochenta y principios de los noventa, pero ha mostrado recientemente aumentos hasta alcanzar niveles cercanos a 0,6. En el caso de Finlandia, la sincronización con el conjunto de la zona del euro se caracterizó por un coeficiente de correlación que se ha mantenido en torno a 0,4, y que no ha mostrado tendencia al aumento ni a la disminución durante el periodo muestral. Lo mismo puede decirse de Irlanda, aun cuando las variaciones del coeficiente de correlación son, en su caso, menos pronunciadas, y su sincronización considerablemente más alta, que en la primera mitad de la década de los ochenta. Con la excepción de Finlandia e Irlanda, la evolución de la producción en los países de menor dimensión parece estar muy sincronizada con la de los países vecinos de mayor tamaño, pero no necesariamente con la de otros Estados miembros. Esto puede explicarse, en parte, por las relacio-

nes de oferta existentes entre la industria de bienes intermedios de un país y las industrias de bienes finales de otros. Por ejemplo, a juzgar por los coeficientes bilaterales de correlación, no incluidos en el presente trabajo, Luxemburgo parece haber seguido una evolución considerablemente sincronizada con la de Francia, pero no con la de Alemania, mientras que Austria, y también Portugal, han evolucionado de forma bastante sincronizada con Alemania, pero no con Francia.

En conjunto, para la mayoría de los países estudiados, el grado de sincronización con el conjunto de la zona del euro, permaneció relativamente alto en términos de los coeficientes de correlación, equiparándose aproximadamente en magnitud a los correspondientes a la evolución del PIB. Los considerables efectos negativos sobre la producción de un aumento en los precios del petróleo, generaron probablemente una uniformidad mucho mayor en la evolución cíclica de la industria que en la de los servicios, y por consiguiente, que en la del PIB total. Esto implica la existencia de una sincronización «espuria» en la evolución de la producción cíclica durante la década de los setenta y principios de la de los ochenta, que no cabría esperar en ausencia de tales perturbaciones. Esto puede explicar por qué ha existido, durante los años noventa, un repunte en el grado de sincronización de la evolución de la producción menor que en el de la evolución del PIB. No obstante, el nivel de sincronización cíclica ha vuelto a aumentar en los años noventa, como consecuencia de la coincidencia temporal de la recesión que tuvo lugar en los primeros años de la década.

Crecimiento de los precios de consumo

Como consecuencia de los criterios de convergencia establecidos en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y de la instrumentación de políticas monetarias coherentes con anterioridad al comienzo de la Unión Monetaria, las tasas de variación de los precios de consumo de los países de la zona del euro ha convergido, por lo general, hacia un nivel reducido, compatible con la estabilidad de precios (según la define el Eurosistema). A finales de 1998, la inflación en

todos los Estados miembros se mantuvo cercana al 2% o ligeramente por debajo de este nivel. Considerando su evolución en las décadas precedentes, el estado de la convergencia a finales de la década de los noventa muestra el éxito de un proceso a largo plazo cuyo objetivo había sido la consecución de la estabilidad de precios en muchos países de la zona del euro (véase gráfico 7). Las diferencias que restan pueden relacionarse, en parte, con las desigualdades en la evolución de la productividad a largo plazo, y, por lo tanto, pueden reflejar también el proceso de convergencia.

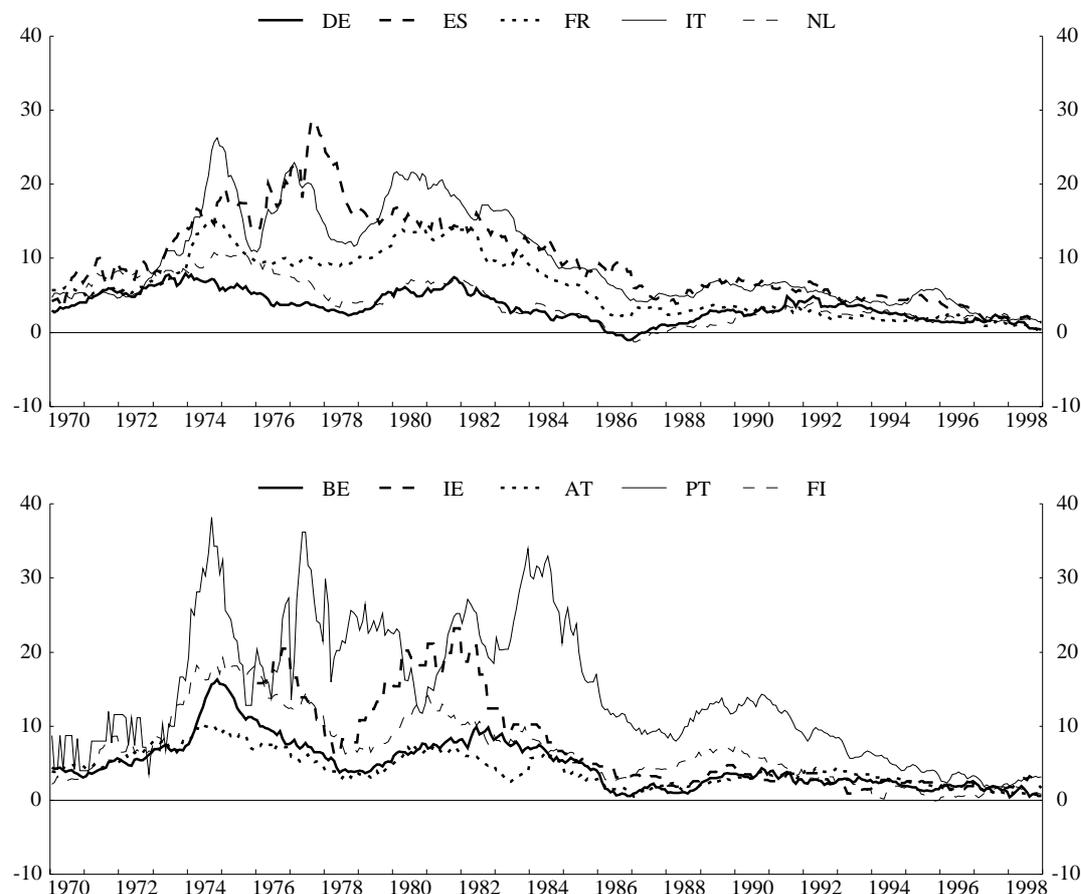
Puesto que no ha existido una relación estable entre la evolución de la actividad productiva y la inflación en las últimas décadas, la evolución de los precios de consumo tiende a mostrar un

comportamiento más independiente. Con respecto a la evolución a largo plazo de las tasas de variación de los precios de consumo, cabe esperar algunas diferencias entre los distintos países como consecuencia del proceso de convergencia mencionado anteriormente. Mientras que los países que crecen a partir de niveles bajos de productividad tienden a tener niveles de precios más bajos, las diferentes velocidades del crecimiento de la productividad que se registran cuando los países están inmersos en el proceso de convergencia pueden dar lugar a tasas de variación de los precios más elevadas en los países con un crecimiento más rápido. Dado que los precios de los bienes comerciables (industriales) vienen determinados en gran medida por los mercados internacionales, esta afirmación depende, naturalmente, de la rapidez con la que

Gráfico 7

Crecimiento de los precios de consumo de los países de la zona del euro

(tasas interanuales de variación; datos mensuales)



Fuente: estimaciones del BCE.

aumenten los precios de los bienes no comerciables y de los servicios durante el proceso de convergencia. A este respecto, el estrechamiento de los diferenciales de productividad es más perceptible en los sectores industriales, pero las correspondientes subidas salariales en dichos sectores pueden afectar a los sectores de servicios más protegidos. Las diferencias en la evolución a largo plazo de los precios de consumo también obedece a la política monetaria concreta y al régimen de tipo de cambio existente en ese momento, dependiendo la evolución de la inflación de la orientación de las políticas monetarias nacionales. A una serie de países, la unión de facto de sus tipos de cambio con el marco alemán les ha proporcionado un «ancla» común para la evolución de los precios en la última década (o, en algunos casos, durante un período temporal más prolongado).

La tasa de variación tendencial de los precios de consumo fue más baja a comienzos de los años setenta y en los noventa que en el período intermedio. Durante todo este período, la inflación tendencial fue más baja en Alemania, Austria, y los Países Bajos. En estos países, en concreto, el crecimiento de la tasa de inflación tendencial durante los años setenta y ochenta fue más limitado que en otros países. De hecho, durante la década de los setenta, las tasas de inflación tendencial parecieron divergir de forma significativa, en respuesta, fundamentalmente, a las perturbaciones en los precios del petróleo de 1973 y 1979. Como resultado, a finales de los años setenta, dichas tasas se situaron entre unos niveles inferiores al 5% y otros muy por encima del 20%. A partir de los años ochenta, la tendencia generalizada fue hacia una inflación más baja, lo que se hizo más evidente en aquellos países en los que la inflación había sido más elevada, aunque el proceso de desinflación tuvo lugar a distintas velocidades. Durante la década de los ochenta, la inflación tendencial convergió en un nivel inferior al 5% en una serie de países, incluidos Alemania y Francia. En la década de los noventa, los efectos expansivos de las políticas fiscales y las excesivas subidas salariales relacionadas con la reunificación alemana provocaron un aumento transitorio de la inflación tendencial, aunque a unos niveles que se mantuvieron por debajo de los observados en las décadas anterior-

res. Este incremento transitorio afectó a varios de los países vecinos más pequeños, pero no a la inflación tendencial de otros.

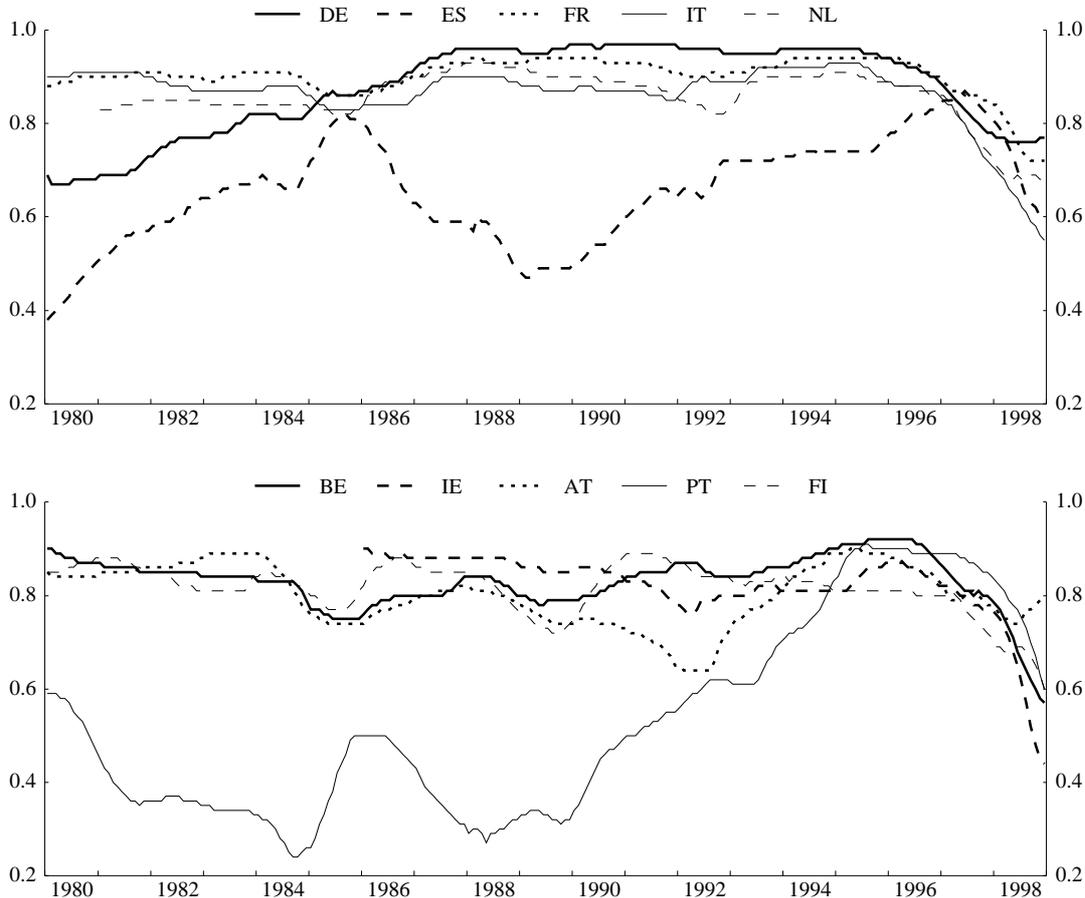
Como ocurre con la evolución a largo plazo, los componentes cíclicos de la evolución de los precios de consumo pueden verse afectados por la orientación de la política monetaria y por cambios en ella y, por lo tanto, pueden mostrar comportamientos más comunes. Sin embargo, dado que las fluctuaciones y las variaciones de la inflación tienden a aumentar con su nivel, este último puede considerarse como un factor importante a la hora de determinar hasta qué punto se observa un comportamiento cíclico común en la evolución de los precios de los distintos países. Si bien se espera que el componente cíclico de la inflación de precios de consumo sea mucho más perceptible en períodos con tasas de inflación relativamente altas, puede ser mucho menos claro cuando las tasas de variación de los precios de consumo son lo bastante bajas como para considerarlas compatibles con la estabilidad de precios. Esto es lo que sucede actualmente en la zona del euro. Normalmente, factores transitorios específicos de cada país pueden, entonces, dominar la evolución, por lo que se hace cada vez más difícil separar los movimientos cíclicos del puro «ruido» causado por todo tipo de perturbaciones, relativamente pequeñas, en el nivel de precios (v.g. cambios en la imposición indirecta, diferentes comportamientos estacionales, medidas de liberalización, modificaciones de los precios administrados y efectos asimétricos causados por las diferencias en la composición de la cesta de bienes y servicios de consumo).

Para los países más grandes de la zona del euro, la sincronización del componente cíclico del aumento de los precios con el de la zona del euro en su conjunto se caracterizó por coeficientes de correlación relativamente elevados, que oscilaron entre 0,8 y 0,9 durante la primera mitad de la década de los ochenta (véase la parte superior del gráfico 8). Mientras que la correlación del componente cíclico de la evolución de los precios se mantuvo prácticamente en dicho nivel en Francia, Italia y los Países Bajos, en Alemania y en España pasó, durante ese mismo período, desde 0,7 y algo menos de 0,4, respectivamente, a ese nivel. Durante la segunda mitad de los años

Gráfico 8

Correlación de la evolución cíclica del crecimiento de los precios de consumo con el agregado de la zona del euro

(correlaciones móviles de diez años; datos mensuales)



Fuente: estimaciones del BCE.

ochenta, la correlación con la zona del euro en su conjunto aumentó aún más en Alemania, hasta situarse ligeramente por debajo de 1, cayendo por debajo de 0,5 en España. Durante la primera mitad de la década de los noventa, los coeficientes de correlación continuaron siendo elevados, en torno a 0,9, en Alemania, Francia, Italia y los Países Bajos, en tanto que, en España, volvieron a crecer gradualmente. Mientras que en España, esta mejora en la sincronización se mantuvo hasta comienzos de 1997, en el resto de los países más grandes descendió a partir de mediados de 1995; de modo que, a comienzos de 1997, los coeficientes de correlación se situaban en torno a 0,8 en estos países. En los últimos dos años, el grado total de sincronización ha disminuido y los coeficientes de correlación han caído

en todos estos países. En Alemania, los Países Bajos y Francia parece haberse producido una cierta estabilización en la correlación con la zona del euro en su conjunto, la cual se mantuvo entre 0,7 y 0,8 a finales de 1998.

Mientras que España mostró un grado de sincronización notablemente más bajo en comparación con los demás países más grandes, en el caso de los países más pequeños, esto fue, esencialmente, lo que le ocurrió a Portugal. Hasta comienzos de la década de los noventa, el coeficiente de correlación de Portugal con la evolución cíclica de la inflación de la zona del euro en su conjunto fluctuó en torno a 0,4, en comparación con el 0,8 de los otros países más pequeños (véase la parte inferior del gráfico 8). Sin embar-

go, desde 1990, el coeficiente de correlación de Portugal ha aumentado hacia el nivel de estos países. Como media, los países más pequeños registraron, solo marginalmente, grados de sincronización con la zona del euro más bajos que los países más grandes. El proceso de mejorar la sincronización de los países más pequeños con la zona del euro en su conjunto se consiguió a mediados de los años noventa. No obstante, al igual que con los países más grandes, la correlación de los países más pequeños con la zona del euro en su conjunto disminuyó a partir de ese momento. En Austria, la tendencia hacia niveles de sincronización más bajos se interrumpió a comienzos de 1998, siguiendo tendencias similares en Francia, Alemania y los Países Bajos. Como se ha mencionado anteriormente, el «ruido» estadístico podría desempeñar un papel fundamental con niveles de inflación reducidos y haría más difícil separar el ciclo del «ruido». Siendo iguales los demás factores, este hecho lleva a niveles de correlación más bajos.

En resumen, al centrarse en la década de los noventa, se observa una reducción pronunciada del grado de sincronización, en comparación con las décadas de los setenta y los ochenta. Esto se debe a los efectos asimétricos de la perturbación provocada por la reunificación alemana y, dado que los niveles de inflación a comienzos de la década de los noventa eran, todavía, muy dispares, a las diferentes respuestas de política económica adoptadas para lograr la convergencia en las tasas de inflación exigidas con anterioridad al establecimiento de la Unión Europea. En los últimos años, la sincronización entre una serie de países y la zona del euro en su conjunto parece haberse estabilizado o aumentado algo. Sin embargo, con los precios creciendo a unas tasas compatibles con la estabilidad de precios, y dadas las correspondientes dificultades para identificar un comportamiento cíclico claro, es poco probable que se repitan los niveles anteriores de sincronización cíclica. En cambio, es posible que las diferencias en las tasas de inflación reflejen una serie de comportamientos específicos de cada país, como se mencionó anteriormente.

3 Interpretación de los resultados del análisis

Los principales indicadores económicos se han analizado teniendo en cuenta hasta qué punto su evolución a largo plazo es similar y sus movimientos cíclicos están sincronizados en los países de la zona del euro. Al interpretar los resultados de este análisis, hay que distinguir entre la evolución y el nivel de sincronización. En general, aunque el grado de sincronización puede variar en el período en estudio, puede considerarse que es elevado en términos absolutos, si se tiene en cuenta que han ocurrido todo tipo de perturbaciones económicas y que, a veces, las diferencias en los regímenes de política económica de los distintos países han sido acusadas.

Si se analiza el pasado, se observa que siempre ha habido diferencias en la evolución a largo plazo del crecimiento del PIB real de los países de la zona del euro. Si bien, en la mayoría de los casos, las tasas de crecimiento tendencial han disminuido con el tiempo, en algunos países han tendido a crecer en períodos más recientes, en relación con la primera parte del período estudiado. Estas evoluciones diversas también se dan en los patrones de crecimiento a largo plazo del empleo y de la producción industrial. La tendencia a la reducción del crecimiento de la producción industrial fue más marcada que la del PIB, dado que el sector servicios ha crecido, por lo general, con mayor rapidez. Mientras que, en la primera parte del período muestral, la inflación tendencial fue muy diferente, en los últimos años se ha producido un proceso de convergencia, de modo que en todos los países las tasas de variación de los precios de consumo registran unos niveles similares relativamente bajos. Esto refleja un cambio hacia una orientación común de la política monetaria en términos de estabilidad de precios. El grado de sincronización de los movimientos cíclicos de los indicadores considerados, tras tener en cuenta las diferencias en las tendencias, muestra cierta variación en el período en estudio. En concreto, el grado de sincronización cabe atribuirlo, en parte, a los tipos de perturbación ocurridos y a las políticas económicas seguidas. En general, parece que hubo un grado de sincronización considerable en las variables de

la actividad productiva, mientras que, como la evolución de los precios ha convergido hacia la estabilidad de precios, las fluctuaciones cíclicas de la serie de inflación se han hecho, como era de esperar, más idiosincrásicas y están más relacionadas con factores específicos de los países. La evidencia no sugiere que existan divergencias significativas y prolongadas en el tiempo ni que las recientes divergencias sean anormales desde ningún punto de vista.

En general, puede haber una diversidad de razones para explicar las diferencias en la evolución económica de los países. Las diferencias en la evolución a largo plazo pueden tener dos razones: en primer lugar, los países pueden encontrarse en una fase diferente de desarrollo económico, de tal modo que las diferencias en cuanto a la evolución pueden reflejar un proceso de convergencia entre ellos, y, en segundo lugar, puede haber diferencias en las características demográficas. Además, la evolución a largo plazo hay que considerarla en el contexto de las estructuras institucionales específicas de cada país y puede, por lo tanto, reflejar diferencias entre estas estructuras, así como cambios en ellas. Volviendo a las diferencias en la evolución cíclica, estas pueden estar relacionadas con distintos tipos de perturbaciones, con los mecanismos económicos que las propagan y con las políticas económicas adoptadas como respuesta. Cuando los mecanismos de propagación son similares y la orientación de las políticas económicas es neutral, puede haber diferencias cuando las perturbaciones son, fundamentalmente, específicas a cada país. Las diferencias también pueden aparecer si, con mecanismos de propagación similares, las políticas económicas reaccionan de forma diferente ante perturbaciones comunes. Por último, incluso si los países se vieran expuestos a perturbaciones similares y las políticas económicas reaccionaran de la misma manera en todos los países, podría haber diferencias en los comportamientos cíclicos (así como en la evolución a largo plazo) debido a que estructuras específicas a cada país dan lugar a mecanismos de propagación distintos. A este respecto, cambios en la estructura institucional podrían tener también un efecto transitorio sobre los comportamientos cíclicos.

En cuanto a las perspectivas futuras, el análisis de la evolución a largo plazo y de los movimientos cíclicos de la sección anterior se basa en datos históricos y, por lo tanto, proporciona solo una guía limitada en cuanto a las pautas futuras. En este contexto, es significativa la introducción de la política monetaria única y la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que exige que las políticas fiscales nacionales operen dentro de límites bien definidos. Las políticas monetaria y cambiaria ya no se instrumentan para cada país, sino que han sido sustituidas por la política monetaria única para la zona del euro en su conjunto. Desde esa perspectiva, las variaciones cíclicas deberían ser en principio, menos volátiles y menos divergentes en tanto que, en el pasado, se consideraba que éstas se debían a diferencias en las políticas monetarias y cambiarias de los países de la zona del euro. Además, el proceso de integración económica y monetaria puede llevar a (y puede exigir) una mayor flexibilidad en las estructuras institucionales y de comportamiento, pudiendo contribuir, así, a facilitar la absorción de las perturbaciones en países concretos. De nuevo, este hecho generaría un elevado grado de similitud en la evolución económica. Desde el punto de vista de los precios, la introducción de la moneda única puede acrecentar las dificultades para identificar los movimientos puramente cíclicos en las tasas de variación de los precios de consumo. Como la comparabilidad y la transparencia aumenta respecto a los precios cobrados por bienes y servicios similares en los Estados miembros concretos, un incremento de la competencia puede generar descensos transitorios en los niveles de precios y, por lo tanto, puede difuminar el comportamiento cíclico de las tasas de variación de los precios.

Sin embargo, pueden seguir existiendo algunas causas importantes que explican la existencia de diferencias en la evolución económica de los países de la zona del euro. Estas diferencias se dan en diversas características estructurales de las economías concretas, que pueden provocar disparidades en el crecimiento potencial a largo plazo. Además, como los países que se encuentran inmersos en el proceso de convergencia pueden registrar distintas tasas de crecimiento de la productividad, esto puede verse reflejado

en diferencias sostenidas en sus tasas de inflación. Otra causa de las diferencias puede deberse a las propiedades institucionales específicas de un país o una región, las cuales pueden provocar (al menos temporalmente) distintas reacciones económicas a la misma perturbación. Además, ante una mayor apertura e integración comercial, se ha sugerido que podría surgir una tendencia hacia la especialización de los países, lo que podría dar lugar a ciertas divergencias entre los países cuando se produzcan perturbaciones asimétricas. No obstante, en la medida en que la relación entre las industrias de los distintos países aumente como parte del proceso de creciente integración de la Unión Europea y de la zona del euro, el grado de sincronización entre la evolución nacional podría, perfectamente, experimentar una mejora. Al seguir estando influidos los países de la zona del euro por distintos factores, es importante asegurarse de que sus economías tengan la capacidad necesaria para absorber y responder a las perturbaciones. Por lo tanto, es especialmente importante instrumentar reformas en los mercados de bienes y de trabajo, que tengan como objetivo acrecentar la flexibilidad económica y que aumentarían el grado de flexibilidad de las políticas económicas nacionales a la hora de reaccionar a acontecimientos específicos a cada país.

Dada la complejidad de este tema, el análisis presentado en este artículo trata de ser fundamentalmente ilustrativo, si bien se deben reconocer las cautelas. En primer lugar, el análisis se ha realizado *a posteriori* y, por lo tanto, solo puede proporcionar una guía limitada en cuanto a los probables resultados futuros. En segundo lugar, las estructuras de las economías consideradas han cambiado significativamente en el período en estudio. Estos cambios incluyen importantes ajustes al marco de las políticas económicas. Por ejemplo, la integración de las economías ha aumentado en el tiempo conforme se ha ido completando el Mercado Único, y se ha producido una tendencia hacia una mayor independencia de la política monetaria respecto de la intervención gubernamental, así como una creciente atención a la estabilidad de precios como el objetivo primordial de la política monetaria. Además, el grado de estabilidad cambiaria mejoró con anterioridad al comienzo de la Unión

Monetaria, tanto desde el punto de vista de la estabilidad real de los tipos de cambio como desde la estrecha alineación de la evolución de los tipos de cambio en un número creciente de países. En tercer lugar, la elección de las variables que hay que considerar determina en cierta manera los resultados. Por ejemplo, se podría realizar un análisis más detallado de la evolución del producto, ya sea teniendo en cuenta las pautas de la integración regional o examinando la evidencia a un nivel sectorial más desagregado. Así pues, los resultados presentados aquí pueden considerarse ilustrativos de algunos de los factores en funcionamiento a un nivel más macroeconómico, más que como un intento de extraer conclusiones sobre el proceso de integración de la zona del euro en un sentido mucho más amplio.

4 Conclusiones

En el contexto de las recientes discusiones sobre las tendencias divergentes y los movimientos cíclicos de los principales indicadores económicos, este artículo ha abordado las diferencias y las similitudes de la evolución económica de los países de la zona del euro desde comienzos de la década de los setenta hasta 1998. Este período se ha caracterizado por una diversidad de perturbaciones, comunes y asimétricas, así como por diferencias y cambios en las políticas económicas nacionales. Teniendo esto en cuenta, los países de la zona del euro han registrado un alto grado de sincronización en sus movimientos cíclicos y comportamientos bastante similares en su evolución a largo plazo. Con la introducción de la política monetaria única para la zona del euro en su conjunto y el efecto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento sobre la política fiscal,

En resumen, no hay motivos para esperar que las diferencias en la evolución económica de los países de la zona del euro desaparezcan completamente como consecuencia de la introducción de la moneda única. Sin embargo, es demasiado pronto para evaluar si esto puede suponer un reto a la hora de instrumentar con éxito la política monetaria. Las divergencias observadas últimamente no parecen ser inusuales. Además, la evolución perfectamente sincronizada de los Estados miembros de la zona del euro podría considerarse, además, como un problema potencial, en caso de que la sincronización acentuase la amplitud de los movimientos cíclicos de la zona del euro en su conjunto, mientras que alguna divergencia cíclica reduciría dicha amplitud y daría lugar, así a una evolución más suave de la zona del euro en su conjunto.

así como la coordinación de las políticas económicas nacionales a distintos niveles, el entorno de la política económica en su conjunto se ha modificado profundamente. En este momento, no es posible evaluar aún las consecuencias exactas de este cambio sobre el comportamiento futuro de la sincronización de los movimientos cíclicos ni hasta qué punto la evolución a largo plazo de los distintos países es similar. Puesto que la introducción de la moneda única se produjo solo hace unos meses, aún no ha transcurrido el tiempo suficiente para evaluar su efecto. En este contexto, este artículo ha revisado los comportamientos anteriores y ha proporcionado información básica sobre este tema. Mientras tanto, habrá que vigilar de cerca las divergencias en la evolución económica de los Estados miembros.

El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el «Tratado») y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE), asignan objetivos y funciones específicos para el SEBC, organismo compuesto por el BCE y los bancos centrales nacionales de los 15 Estados miembros de la Unión Europea (UE). Para aumentar la transparencia de la banca central de la zona del euro y facilitar la comprensión de su compleja estructura, se ha adoptado el término «Eurosistema» para designar de forma específica al órgano que realiza las funciones básicas relacionados con la política monetaria única de la zona del euro. El SEBC se ocupa, por tanto, de las funciones y objetivos que se refieren a la UE en su conjunto.

A diferencia de lo que ocurre con el BCE y los bancos centrales nacionales, el SEBC (y, por tanto, el Eurosistema) no tiene personalidad jurídica ni posee órganos rectores propios. La dirección del SEBC corresponderá a los órganos rectores del BCE, es decir, al Consejo de Gobierno, al Consejo General y al Comité Ejecutivo. Si bien las decisiones referentes a los objetivos y funciones del SEBC deben tomarse de forma centralizada, las operaciones están descentralizadas, en la medida en que se considere adecuada y posible. En la toma de decisiones de política monetaria, los miembros del Consejo de Gobierno del BCE no actúan como representantes nacionales, sino sobre la base de su capacidad personal completamente independiente, lo que se refleja en el principio de «una persona, un voto».

El Tratado garantiza la plena independencia constitucional del SEBC. Concretamente, no se permite al BCE ni a ningún miembro de sus órganos rectores solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones y organismos comunitarios, ni de los gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro organismo.

I Introducción

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el «Tratado»), y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (los «Estatutos»), que se anexan al Tratado como un Protocolo y forman parte integrante del mismo, establecen el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). El Tratado y los Estatutos asignan objetivos y funciones específicos al SEBC, organismo compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los 15 bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la Unión Europea (UE).

A diferencia del BCE y de los bancos centrales nacionales, el SEBC no tiene personalidad jurídica ni órganos rectores propios. Sin embargo, puesto que los objetivos del SEBC los fija el Tratado, sus 16 miembros comparten propósitos comunes. Son, no obstante, el BCE y sus órganos rectores los que han de decidir cómo han de

alcanzarse dichos objetivos, es decir, si han de perseguirse directamente o a través de los bancos centrales nacionales.

Con objeto de reforzar la transparencia y facilitar al público la comprensión de la compleja estructura del sistema de la banca central europea, el Consejo de Gobierno del BCE decidió adoptar el término «Eurosistema», como una expresión de fácil comprensión e indicativa del marco institucional en el que el SEBC realiza sus funciones básicas.

El Eurosistema incluye el BCE y los bancos centrales nacionales de los 11 Estados miembros que han adoptado el euro. El primer día de la tercera fase de la UEM (el 1 de enero de 1999), dichos Estados miembros transfirieron al Eurosistema su soberanía en materia de política monetaria.

2 Objetivos y funciones del Eurosistema

El objetivo primordial del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de dicho objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad Europea, con miras a contribuir a la consecución de los objetivos de la Comunidad, tales como el estímulo a un crecimiento equilibrado y armonioso de la actividad económica, a un crecimiento sostenible y no inflacionista que respete el medio ambiente, a un alto grado de convergencia de la evolución económica, y a un elevado nivel de empleo y de protección social. En la persecución de dichos objetivos, el Eurosistema deberá actuar de acuerdo con los principios de una economía abierta de mercado con libre competencia, fomentando una eficiente asignación de los recursos. En caso de producirse algún conflicto entre los distintos objetivos del BCE, el referido a la estabilidad de precios se considerará siempre de la máxima prioridad; la prioridad del resto de objetivos se asignará según los criterios que el BCE considere adecuados.

El Tratado y los Estatutos asignan al Eurosistema las siguientes funciones básicas:

- definir y ejecutar la política monetaria de la zona del euro;

- realizar operaciones de cambio de divisas;
- poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;
- promover el buen funcionamiento del sistema de pagos;
- emitir los billetes de curso legal dentro de la zona del euro; y
- aprobar el volumen de emisión de moneda metálica en euros por parte de los Estados miembros que forman parte de la zona del euro.

Además, el Eurosistema:

- contribuirá al correcto funcionamiento de las políticas adoptadas por las autoridades competentes, en lo que se refiere a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero;
- será consultado sobre cualquier propuesta de ley comunitaria, y sobre cualquier proyecto legislativo de las autoridades nacionales que entre en su ámbito de competencia;
- recopilará la información estadística necesaria para el cumplimiento de sus funciones; y
- estará representado en el ámbito de la cooperación internacional y participará en las instituciones monetarias internacionales.

3 El Banco Central Europeo

Marco legal

Según el derecho público internacional, el BCE posee personalidad jurídica y está facultado, por tanto, entre otras cosas, para concluir acuerdos internacionales, dentro del ámbito de sus competencias, y para participar en el trabajo de organismos internacionales tales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Internacional de Pagos, o la Organización para la Cooperación y del Desarrollo Económico. Además, dentro de cada Estado miembro, el BCE goza de la capacidad legal más amplia concedida a las personas jurídicas según la legislación nacional respectiva. Está, por tanto, capacitado para adquirir o enajenar propiedad mobiliaria e inmobiliaria, y puede ser parte en procedimientos legales.

Además, el BCE gozará, en el territorio de los Estados miembros, de los privilegios e inmunidades necesarios para el desempeño de sus funciones, en las condiciones que establece el Protocolo sobre los privilegios y las inmunidades de las Comunidades Europeas. El Acuerdo sobre la Sede, entre el BCE y la República Federal de Alemania, estipula detalles adicionales referentes a la sede de BCE; en particular, los miembros del Comité Ejecutivo disfrutaban de los privilegios, exenciones, inmunidades y facilidades garantizados a todos los diplomáticos acreditados ante el Gobierno Federal alemán, según se recoge en la Convención de Viena sobre Relaciones Diplomáticas, del 18 de abril de 1961.

Responsabilidad general

El BCE ha sido creado para constituir el núcleo del Eurosistema. Se atribuye al BCE la responsabilidad general de asegurar que se cumplen las funciones del Eurosistema, sea a través de su propia actividad, sea por medio de los bancos centrales nacionales. Respecto a la forma en que han de desempeñarse las funciones del SEBC —enfoque centralizado o descentralizado— el BCE ha adoptado el principio de descentralización. Este principio estipula que, en la medida en que lo considere posible y adecuado, el BCE recurrirá a los bancos centrales nacionales para la realización de operaciones que formen parte de las tareas encomendadas al Eurosistema. Corresponde al BCE (a su Consejo de Gobierno) la evaluación de la posibilidad y oportunidad de descentralizar las operaciones. Allí donde, teniendo en cuenta los objetivos del Eurosistema, las operaciones pueden realizarse con mayor eficiencia si son desempeñadas directamente por el BCE, los Estatutos permiten al BCE que actúe de forma centralizada. Además, debe subrayarse que el principio de descentralización se aplica únicamente a las operaciones, mientras que la toma de decisiones y los actos jurídicos permanecen centralizados.

Con objeto de garantizar que el enfoque descentralizado no obstaculiza el buen funcionamiento del Eurosistema, como instrumento operativo del BCE, los BCN habrán de actuar de acuerdo con las orientaciones e instrucciones del BCE. Se faculta al BCE para emprender las actuaciones que considere necesarias con objeto de asegurar que los bancos centrales nacionales actúan de conformidad con estos instrumentos legales —actuaciones en las que el BCE puede hasta llevar una cuestión ante el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (Tribunal Europeo de Justicia)—.

Poder regulatorio

El Tratado asigna al BCE, no solo la potestad de concluir acuerdos con terceros, sino también la potestad reglamentaria de adoptar cualquier acto jurídico que sea necesario para el desempeño de las funciones asignadas al Eurosistema. Pueden distinguirse dos tipos diferentes de legislación del BCE.

El primero de ellos se dirige a terceras partes fuera del Eurosistema. Estos actos jurídicos son los Reglamentos, las Decisiones, las Recomendaciones y los Dictámenes. Además, el BCE tiene la potestad de adoptar instrumentos jurídicos de relevancia interna para el Eurosistema, y que tengan por objeto la gestión del mismo, sin afectar a terceros. Teniendo en cuenta la peculiar estructura del Eurosistema, según la cual cada uno de sus organismos integrantes mantienen personalidad jurídica propia, los instrumentos jurídicos internos del Eurosistema (las Orientaciones, Instrucciones y Decisiones del BCE) han sido diseñados de forma que los bancos centrales nacionales queden funcionalmente subordinados al BCE, y de forma que permitan al Eurosistema funcionar eficientemente como entidad independiente, para lograr el cumplimiento de los objetivos del Tratado.

Independencia

El Tratado garantiza al BCE una independencia constitucional plena, y estipula explícitamente que, cuando actúen en el ejercicio de sus facultades y desempeñen sus funciones y deberes, ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ningún miembro de sus órganos rectores recabarán ni aceptarán instrucciones procedentes de instituciones u organismos comunitarios, de ningún gobierno de un Estado miembro ni de ningún otro organismo. Las instituciones y organismos comunitarios, así como los gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir sobre los miembros de los órganos rectores del BCE en el ejercicio de sus funciones. El concepto de independencia quedó especificado con más detalle en el Informe de Convergencia del Instituto Monetario Europeo de marzo de 1998, ratificado por el Consejo ECOFIN en su recomendación al Consejo, de acuerdo con el último párrafo del apartado 2 del artículo 109 J del Tratado. Por consiguiente, independencia significa *independencia financiera e institucional*. El Tratado establece que el BCE tendrá su propio presupuesto, independiente del de la Unión Europea. Esto imposibilita la interferencia de las instituciones comunitarias en la administración del BCE y mantiene el presupuesto de este separado de los intereses financieros de la Comunidad.

Los Estatutos protegen la *independencia personal* de los miembros de los órganos rectores del BCE, al estipular:

- un mandato mínimo de cinco años renovable para los gobernadores de los bancos centrales nacionales;
- un mandato de ocho años no renovable para los miembros del Comité Ejecutivo, habiéndose aplicado para el nombramiento de sus primeros miembros un sistema escalonado;
- la separación de sus cargos únicamente en caso de incapacidad o falta grave; y
- la competencia del Tribunal Europeo de Justicia para resolver cualquier disputa en este terreno.

Además, los Estatutos capacitan al BCE para adoptar normas autónomas aplicables a su personal, prohibiendo a otras instituciones comunitarias ejercer influencia alguna sobre las condiciones laborales del personal del BCE. La Independencia Institucional queda establecida en las disposiciones anteriormente mencionadas. Además, la competencia del Tribunal de Cuentas ha quedado limitada al examen de la eficiencia operativa de la gestión del BCE, mientras que las cuentas del BCE serán revisadas por auditores externos independientes.

Rendición de cuentas y transparencia

Todos los bancos centrales operan en un entorno institucional, político y social concreto. En un contexto democrático, resulta esencial que un banco central independiente sea, no solo abierto, transparente y claro en cuanto a las razones de sus actos, sino que también rinda cuentas de su comportamiento. Reconociendo la importancia de estas cuestiones, el Tratado impone al Eurosistema obligaciones de información estrictas. El BCE publica un estado financiero consolidado semanal del Eurosistema, y debe elaborar y publicar informes sobre las actividades del SEBC con una periodicidad al menos trimestral. Debe, igualmente, presentar cada año al Parlamento Europeo, al Consejo de la UE, a la Comisión Europea y al Consejo Europeo, un Informe anual sobre las actividades del SEBC y sobre la política monetaria, tanto del año anterior como del año en curso. El Parlamento Europeo podrá

realizar un debate general sobre el *Informe anual*, y el Presidente del BCE y los demás miembros del Comité Ejecutivo podrán acudir a los comités competentes del Parlamento Europeo, a petición de este o por propia iniciativa. El Presidente del Consejo de la UE y un miembro de la Comisión Europea podrán participar, sin derecho a voto, en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE.

De hecho, el Eurosistema se ha comprometido a sobrepasar, con creces, los requisitos señalados. El Presidente del BCE ha establecido la celebración de una conferencia de prensa, inmediatamente después de la primera reunión de cada mes del Consejo de Gobierno. A sus declaraciones periódicas sobre los puntos de vista del Consejo de Gobierno sobre la situación económica y sobre la evolución prevista de los precios, se añade la publicación de un *Boletín mensual* (traducido a todas las lenguas oficiales de la Comunidad Europea). Sin embargo, los Estatutos no permiten la publicación del voto individual de los miembros del Consejo de Gobierno porque, en vez de contribuir a reforzar la transparencia, dicha publicación comprometería la independencia de sus miembros, ya que aumentaría la posibilidad de que se vieran sometidos a presiones nacionales o de otro tipo. De hecho, los miembros del Consejo de Gobierno no deben considerarse, ni deben actuar, como representantes nacionales, sino sobre la base de su capacidad personal completamente independiente. Sus decisiones de política monetaria son tomadas considerando la zona del euro en su conjunto; la situación económica de los países concretos no debería tenerse en cuenta a la hora de votar sobre cuestiones de política monetaria que afecten a la zona del euro.

Control judicial

Los actos y omisiones del BCE —incluidos aquellos dirigidos a los bancos centrales nacionales como parte integrante del Eurosistema— están abiertos a revisión o interpretación por parte del Tribunal Europeo de Justicia. Además, para proteger sus prerrogativas, el BCE tiene *jus standi* ante el Tribunal Europeo de Justicia.

La jurisdicción del Tribunal Europeo de Justicia en relación con el control del cumplimiento de sus obligaciones por parte de los bancos centra-

les nacionales refleja el carácter especial del SEBC y el papel del BCE, paralelo al de la Comisión Europea, como «guardián de la constitución de la moneda europea». Si el BCE considera que un banco central nacional no ha cumplido sus obligaciones, puede llevar el asunto ante el Tribunal Europeo de Justicia, siguiendo el procedimiento establecido.

Órganos rectores del BCE

El proceso de toma de decisiones del Eurosistema se centraliza a través de los órganos rectores del BCE, es decir, del Consejo de Gobierno y del Comité Ejecutivo. En tanto en cuanto haya Estados miembros que no hayan adoptado el euro, existirá un tercer órgano rector, el Consejo General.

Consejo de Gobierno

El Consejo de Gobierno está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo y los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el euro. Es el principal órgano rector del BCE. En lo que se refiere a los objetivos y funciones confiados al Eurosistema, el Consejo de Gobierno es responsable, concretamente, de:

- adoptar las Orientaciones y Decisiones necesarias para garantizar el desempeño de las funciones encomendadas al Eurosistema por el Tratado y los Estatutos;
- formular la política monetaria de la zona del euro, incluyendo los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas en el Eurosistema, tomando las decisiones necesarias para su puesta en marcha;
- decidir acerca de la utilización de otros métodos operativos de control monetario;
- adoptar el Reglamento referente al cálculo y determinación de las reservas mínimas obligatorias;
- adoptar Reglamentos que garanticen el funcionamiento de unos sistemas eficientes de compensación y pagos dentro de la Comunidad;

- elaborar Orientaciones para las operaciones de los bancos centrales nacionales y de los Estados miembros con los restantes activos exteriores de reserva;
- tomar las medidas necesarias para asegurar el cumplimiento de las Orientaciones e Instrucciones del BCE, y definir cualquier información necesaria a proporcionar por los bancos centrales nacionales;
- desempeñar el papel de consejero del BCE;
- adoptar las Normas de Procedimiento que determinan la organización interna del BCE y sus órganos rectores;
- autorizar la emisión de billetes de banco en euros y el volumen de emisión de moneda metálica en euros dentro de la zona del euro; y
- establecer las reglas necesarias para la estandarización de las operaciones contables y de información realizadas por los bancos centrales nacionales.

De esta enumeración de competencias se desprende que el Tratado y los Estatutos confieren al Consejo de Gobierno la potestad de tomar las decisiones más importantes y estratégicamente significativas para el Eurosistema. A la hora de adoptar decisiones de política monetaria, el Consejo de Gobierno decide, normalmente, por mayoría simple de los votos emitidos por los miembros que se encuentran presentes. Cada miembro tiene un voto. El principio de «una persona, un voto» refleja el rango de todos los miembros del Consejo de Gobierno, incluidos los gobernadores de los bancos centrales nacionales del Eurosistema, que son elegidos por su capacidad personal y no como representantes de sus Estados miembros. En caso de empate, el voto decisivo corresponderá al presidente.

En el caso de aquellas decisiones sobre cuestiones financieras que se refieran a los bancos centrales nacionales en su calidad de accionistas del BCE, los votos de los miembros del Consejo de Gobierno se ponderarán conforme a las participaciones de los bancos centrales nacionales en el capital suscrito del BCE. La ponderación de los votos de los miembros del Comité Ejecutivo será cero. En el caso de «asuntos del

accionista», el gobernador que no pueda participar en una votación podrá designar un sustituto que emita su voto.

De conformidad con los Estatutos, el Consejo de Gobierno se reunirá al menos 10 veces al año. En la actualidad, la práctica habitual es que el Consejo de Gobierno se reúna en Francfort cada dos semanas.

Comité Ejecutivo

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE, y otros cuatro miembros, que han sido nombrados entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios. El procedimiento de nombramiento confiere a las decisiones del Comité Ejecutivo un alto nivel de legitimidad, ya que ha de realizarse de común acuerdo entre los gobiernos de los Estados miembros, representados por sus Jefes de Estado o de gobierno, sobre la base de una recomendación del Consejo de la UE, y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno del BCE. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo son:

- la puesta en práctica de la política monetaria, de conformidad con las Orientaciones y Decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno;

- la comunicación a los bancos centrales nacionales de las Instrucciones necesarias para la ejecución de las Orientaciones y Decisiones del Consejo de Gobierno;
- la gestión de la actividad habitual del BCE; y
- la ejecución de ciertas potestades delegadas por el Consejo de Gobierno, incluidas aquellas de naturaleza reglamentaria.

Los Estatutos establecen que la aplicación de la política monetaria es competencia exclusiva del Comité Ejecutivo y no entra en el ámbito de competencias del Consejo de Gobierno.

Estas responsabilidades del Comité Ejecutivo justifican su categoría de primer órgano rector operativo del BCE. La potestad conferida al Comité Ejecutivo de adoptar Instrucciones del BCE dirigidas a los bancos centrales nacionales, permite al Eurosistema reaccionar y adaptarse con rapidez a las cambiantes condiciones de los mercados monetarios y de capitales, así como resolver problemas específicos y hacer frente a cuestiones urgentes.

El Comité Ejecutivo toma sus decisiones normalmente por mayoría simple de los votos emitidos por los miembros presentes. En caso de empate, el voto decisivo corresponderá al Presidente. En la actualidad, la práctica habitual es que el Comité Ejecutivo se reúna al menos una vez por semana.

El recuadro I muestra las responsabilidades de los miembros del Comité Ejecutivo en relación con las unidades de trabajo del Banco Central Europeo.

Recuadro I

Responsabilidades de los miembros del Comité Ejecutivo en relación con las unidades de trabajo del Banco Central Europeo (BCE)

El apartado 5 del artículo 11 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo establece que “todos los miembros del Comité Ejecutivo presentes en las sesiones tendrán derecho a voto; cada uno de ellos dispondrá, a tal fin, de un voto”. Por consiguiente, el apartado 5 del artículo 11 establece el principio de responsabilidad colegiada como el factor relevante que determina la toma de decisiones por parte del Comité Ejecutivo. Este se basa en la participación igualitaria del Comité Ejecutivo en la adopción de las Decisiones, de lo que se sigue, en particular, que las Decisiones serán objeto de deliberación colectiva y que todos los miembros de los órganos rectores han de asumir colectivamente la responsabilidad por las Decisiones adoptadas

Al tiempo que se respeta el principio de responsabilidad colegiada, las Normas de Procedimiento del Banco Central Europeo estipulan que, en lo que se refiere a la organización interna del BCE, el Comité Ejecutivo decidirá sobre las responsabilidades de sus miembros en relación con las unidades de trabajo del BCE. Los miembros del Comité Ejecutivo han acordado la siguiente atribución de responsabilidades:

- El Presidente, **Willem F. Duisenberg**, es responsable de *Relaciones Exteriores, Secretaría, Protocolo y Conferencias y Auditoría Interna*.
- El Vicepresidente, **Christian Noyer**, es responsable de *Administración y Personal, Servicios Jurídicos y Análisis y Control de Riesgos*. Es también uno de los dos miembros del BCE que forman parte del Comité Económico y Financiero, organismo comunitario consultivo creado en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.
- **Eugenio Domingo Solans** es responsable de *Sistemas de Información, Estadística y Billetes*.
- **Sirkka Härmäläinen** es responsable de *Operaciones e Intervención y Organización*.
- **Otmar Issing** es responsable de *Economía y Estudios*. Es el otro miembro del BCE que forma parte del Comité Económico y Financiero.
- **Tommaso Padoa-Schioppa** es responsable de *Relaciones Internacionales y Relaciones Europeas, Sistemas de Pagos y Supervisión Prudencial*.

Consejo General

El Consejo General está compuesto por el Presidente y el Vicepresidente del BCE, y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los 15 Estados miembros. El Consejo puede definirse como un «órgano transitorio», encargado de las tareas anteriormente encomendadas al Instituto Monetario Europeo, tareas que el BCE debe seguir realizando en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, debido a que no todos los Estados miembros han adoptado el euro. Así, el Consejo General es responsable principalmente de tareas consultivas en los preparativos necesarios para la fijación defini-

tiva de los tipos de cambio de los Estados miembros que no han adoptado aún el euro. Además, el Consejo General colabora en actividades concretas del SEBC, tales como las funciones consultivas y la recopilación de información estadística. El presidente del BCE deberá informar al Consejo General sobre las decisiones tomadas por el Consejo de Gobierno.

Ni el Tratado ni los Estatutos contienen disposiciones sobre el número mínimo de reuniones que ha de mantener el Consejo General. En la actualidad, la práctica habitual es que el Consejo General se reúna cada tres meses en Francfort.

4 El papel de los bancos centrales nacionales

Los bancos centrales nacionales tienen personalidad jurídica, de conformidad con las leyes nacionales de sus respectivos países. En aras de la convergencia jurídica, las leyes nacionales que se aplican a los bancos centrales nacionales han sido corregidas, con objeto de hacerlas compatibles con la legislación comunitaria; en especial, tienen que adecuarse a la exigencia de independencia, necesaria para el buen funcionamiento del SEBC. A pesar de su personalidad jurídica independiente, los bancos centrales nacionales del Eurosistema son parte integrante del mismo y, como tales, están sujetos al régimen normativo del

BCE; se encuentran, por tanto, funcionalmente subordinados al BCE. Por consiguiente, los bancos centrales nacionales tienen que cumplir con los instrumentos jurídicos internos adoptados por el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo.

Como parte integrante del Eurosistema, los bancos centrales nacionales actúan como instrumentos operativos del SEBC, desempeñando las tareas encomendadas al Eurosistema, de conformidad con las normas establecidas por el BCE. A través de varios comités que, por regla general, están presididos

por un representante del BCE, los representantes de los bancos centrales nacionales colaboran en las tareas del SEBC (véase la lista de comités existentes, en el recuadro 2). Es el Consejo de Gobierno el que establece los mandatos de estos comités, que, a su vez, informan al Consejo de Gobierno a través del Comité Ejecutivo.

Los Estatutos permiten que los bancos centrales nacionales continúen desempeñando funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que tales funciones interfieren con los objetivos y funciones del Eurosistema.

Recuadro 2

Comités del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)

Los comités del SEBC están formados por representantes del Banco Central Europeo (BCE) y de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes, es decir, de aquellos Estados miembros que han adoptado el euro. Los bancos centrales nacionales de cada uno de los Estados miembros no participantes, pueden nombrar también un representante que asista a las reuniones de un comité del SEBC, siempre que este trate de asuntos que pertenezcan al ámbito de competencias del Consejo General. Los comités del SEBC han sido creados para colaborar en los trabajos del SEBC/Eurosistema. Los informes elaborados por los comités del SEBC, de conformidad con sus mandatos claramente definidos, reflejan el abanico de opiniones expresadas por sus miembros.

Los comités del SEBC, la mayoría de los cuales están presididos por un representante del BCE, no poseen potestad decisoria como tal, sino que contribuyen a la preparación de las decisiones a adoptar por los órganos rectores del BCE dentro de su ámbito de competencias.

Tanto el Consejo de Gobierno como el Comité Ejecutivo, tienen derecho a requerir de los comités del SEBC que emprendan estudios sobre temas específicos.

Se han creado los siguientes comités del SEBC:

- Comité de Contabilidad y Renta Monetaria (AMICO);
- Comité de Supervisión Bancaria (BSC);
- Comité de Billetes (BANCO);
- Comité de Comunicaciones Externas (ECCO);
- Comité de Tecnología Informática (ITC);
- Comité de Auditorías Internas (IAC);
- Comité de Relaciones Internacionales (IRC);
- Comité Legal (LEGCO);
- Comité de Operaciones de Mercado (MOC);
- Comité de Política Monetaria (MPC);
- Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación (PSSC);
- Comité de Estadísticas (STC).

Además, se ha creado un Comité Presupuestario (BUCOM) para colaborar en cuestiones relacionadas con el presupuesto del BCE.

5 Conclusiones

Las características del marco institucional del SEBC permiten al BCE funcionar en el nuevo contexto a que ha de enfrentarse la banca

central de la zona del euro desde el primer día de la tercera fase de la UEM.

El sistema de toma de decisiones centralizadas en el Eurosistema a través de los órganos rectores del BCE asegura la unicidad de la política monetaria en la zona del euro. La ejecución fundamentalmente descentralizada de las operaciones de política monetaria a través de los bancos centrales nacionales del Eurosistema refleja adecuadamente las diferencias en las estructuras de los mercados financieros y en los distintos sistemas legales de los Estados miembros que han adoptado el euro.

En el Consejo General, el SEBC dispone de un foro a través del cual puede fortalecerse la

cooperación entre el Eurosistema y los demás bancos centrales nacionales del SEBC, al tiempo que pueden irse haciendo los preparativos necesarios para la participación de los demás bancos centrales nacionales del SEBC en el Eurosistema.

Además, el marco institucional proporciona a los órganos rectores la flexibilidad suficiente para permitir que el Eurosistema se adapte a los nuevos retos provenientes, por ejemplo, de la profundización en la integración de los mercados financieros de la zona del euro.

Estadísticas de la zona del euro

Estadísticas

1	Estadísticas de política monetaria	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	4*
1.2	Tipos de interés de las facilidades permanentes del BCE	6*
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	6*
1.4	Estadísticas de reservas mínimas	7*
1.5	Posición de liquidez del sistema bancario	8*
2	Evolución monetaria en la zona del euro	
2.1	Balance agregado del Eurosistema	10*
2.2	Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema	11*
2.3	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluyendo el Eurosistema	12*
2.4	Agregados monetarios	14*
2.5	Saldo de créditos concedidos por IFM a hogares y empresas no financieras por tipo y plazo a la emisión	17*
2.6	Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro	18*
3	Mercados financieros y tipos de interés en la zona del euro	
3.1	Tipos de interés del mercado monetario	20*
3.2	Rendimientos de la deuda pública	21*
3.3	Índices de los mercados bursátiles	22*
3.4	Tipos de interés de operaciones bancarias	23*
4	IAPC y otros precios en la zona del euro	
4.1	Índice Armonizado de Precios de Consumo	24*
4.2	Otros indicadores de precios y costes	25*
5	Indicadores de la economía real en la zona del euro	
5.1	Indicadores de producción y demanda	26*
5.2	Indicadores del mercado laboral	27*
5.3	Encuestas de opinión	27*
6	Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro	28*
7	Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona	29*
8	Balanza de pagos de la zona del euro y posición de reservas del Eurosistema	
8.1	Balanza de pagos: resumen	30*
8.2	Cuentas corriente y de capital	31*
8.3	Cuenta de renta (<i>no incluido en esta edición</i>)	
8.4	Cuentas de inversión directa y de cartera	32*
8.5	Cuenta de otras inversiones	33*
8.6	Reservas del Eurosistema y otros activos	34*
9	Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro	35*
10	Tipos de cambio	38*
11	Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE	39*
12	Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE	
12.1	Evolución económica y financiera	40*
12.2	Ahorro, inversión y financiación	41*
	Notas generales	43*

I Estadísticas de política monetaria

Cuadro I.1
Estado financiero consolidado del Eurosistema
(millones de euros)
1. Activo

		Oro y derechos en oro	Activos en moneda extranjera frente a no residentes en el área del euro	Activos en moneda extranjera frente a residentes en el área del euro	Activos en euros frente a no residentes en el área del euro	Préstamos a entidades financieras de contrapartida del área del euro	Operaciones		
							principales de financiación	de financiación a más largo plazo	temporales de ajuste
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999 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
May	7	105.323	239.350	12.366	4.018	166.184	119.944	44.984	0
	14	105.323	238.483	12.091	4.088	166.060	119.953	44.981	0
	21	105.323	240.921	11.904	4.265	167.728	120.953	44.981	0
	28	105.323	237.639	12.383	4.350	185.070	138.992	45.008	0
Jun	4	105.307	236.031	12.428	4.345	184.680	139.032	44.997	0
	11	105.307	238.154	12.499	4.216	174.876	129.020	44.997	0
	18	105.307	237.871	12.156	4.031	170.664	125.012	44.997	0
	25	105.307	238.361	11.927	3.941	170.641	125.020	44.997	0

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
1999 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
May	7	335.708	101.663	101.459	197	0	0	7	10.158
	14	337.375	99.361	99.229	118	0	0	14	10.158
	21	335.245	102.373	99.795	2.561	0	0	17	10.158
	28	335.148	109.331	109.194	134	0	0	3	10.158
Jun	4	338.980	106.950	106.826	101	0	0	23	10.158
	11	338.947	96.441	96.278	155	0	0	8	10.158
	18	337.865	103.238	103.141	91	0	0	6	10.158
	25	337.877	97.499	97.383	101	0	0	15	10.158

Fuente: BCE.

							Total		
Operaciones temporales estructurales	Facilidad marginal de crédito	Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Otros préstamos	Valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro	Créditos en euros a las AAPP	Otros activos			
9	10	11	12	13	14	15	16		
0	592	101	997	22.549	60.185	81.428	687.447	1999 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
0	481	52	723	26.047	60.186	78.650	692.124	May	7
0	366	55	705	26.030	60.186	75.266	687.527		14
0	950	65	779	25.945	60.186	74.813	691.085		21
0	479	63	528	25.873	60.180	74.249	705.060		28
0	229	32	390	25.957	60.156	77.522	706.426	Jun	4
0	397	30	432	26.137	60.156	75.708	697.053		11
0	193	29	433	25.929	60.156	75.657	691.771		18
0	165	29	430	26.088	60.156	79.223	695.644		25

								Total		
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	Contrapartida de los derechos especiales de giro emitidos por el FMI	Cuentas de revalorización	Capital y reservas	Otros pasivos			
9	10	11	12	13	14	15	16	17		
44.017	8.161	810	5.827	5.767	59.658	51.279	62.878	687.447	1999 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
36.822	6.993	998	7.925	6.043	78.479	54.666	52.669	692.124	May	7
35.681	7.557	896	7.199	6.043	78.479	54.694	50.084	687.527		14
35.029	8.111	948	8.847	6.042	78.479	54.694	51.159	691.085		21
43.906	7.751	938	8.838	6.043	78.479	54.809	49.659	705.060		28
44.070	7.457	902	7.269	6.042	78.479	54.858	51.261	706.426	Jun	4
45.428	7.275	776	9.603	6.042	78.479	53.227	50.677	697.053		11
36.035	6.918	733	9.028	6.042	78.479	53.226	50.049	691.771		18
40.939	7.075	734	9.265	6.042	78.479	53.227	54.349	695.644		25

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 1	Importe adjudicado 2	Subastas a tipo de interés		Vencimiento a [...] días 6	
			Subastas a tipo de interés fijo 3	Subastas a tipo de interés variable 4		
			Tipo fijo	Tipo marginal	Tipo medio ponderado 5	
1999 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
12	708.881	78.000	2,50			14
19	638.583	43.000	2,50			14
26	784.380	96.000	2,50			14
Jun 2	698.358	43.000	2,50			14
9	907.145	86.000	2,50			14
16	922.203	39.000	2,50			14
23	1.165.521	86.000	2,50			14
30	1.222.128	57.000	2,50			14

Operaciones de financiación a más largo plazo						
Fecha de liquidación	Importe solicitado 1	Importe adjudicado 2	Subastas a tipo de interés		Vencimiento a [...] días 6	
			Subastas a tipo de interés fijo 3	Subastas a tipo de interés variable 4		
			Tipo fijo	Tipo marginal	Tipo medio ponderado 5	
1999 Ene 14	79.846	15.000		3,13		42
14	39.343	15.000		3,10		70
14	46.152	15.000		3,08		105
Feb 25	77.300	15.000		3,04		91
Mar 25	53.659	15.000		2,96	2,97	98
Abr 29	66.911	15.000		2,53	2,54	91
May 27	72.294	15.000		2,53	2,54	91
Jul 1	76.284	15.000		2,63	2,64	91

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

Fuente: BCE.

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

Cuadro 1.4

Estadísticas de reservas mínimas

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

(mm de euros; fin de período)

Pasivos computables en:	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Instrumentos del mercado monetario	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso de más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	7
1999 Ene	8.699,7	4.839,2	83,1	146,0	1.196,9	510,6	1.923,8
Feb	8.731,2	4.801,5	86,9	148,9	1.203,6	543,9	1.946,5
Mar	8.777,8	4.803,9	88,8	151,2	1.217,7	549,8	1.966,4
Abr	8.834,9	4.827,7	93,3	160,3	1.223,1	542,0	1.988,6
May ^(P)	8.896,8	4.875,9	101,2	157,9	1.218,7	541,4	2.001,6

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	100,2	101,0	0,8	0,0	2,50
Jun	100,9	101,5	0,6	0,0	2,50
Jul ^(P)	102,0				

Fuente: BCE.

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

Cuadro 1.5

Posición de liquidez del sistema bancario¹⁾

(mm de euros; medias de saldos diarios)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito ⁴⁾	Base monetaria ⁵⁾
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Facilidad de depósito	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ³⁾		
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a más largo plazo	Otras operaciones ²⁾	Facilidad marginal de crédito						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1999 Feb	328,2	104,6	34,2	30,6	3,8	1,3	329,3	41,1	29,5	100,2	430,8
Mar	323,6	136,4	45,0	0,0	0,4	1,4	326,9	49,9	25,0	102,2	430,5
Abr	338,4	130,1	45,0	0,0	0,7	0,3	331,0	42,9	38,9	101,1	432,4
May	342,5	121,6	45,0	0,0	0,8	0,4	333,8	36,3	38,1	101,3	435,5
Jun	339,8	132,0	45,0	0,0	0,3	0,6	337,0	40,4	37,2	101,9	439,5

Fuente: BCE.

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

2 Evolución monetaria en la zona del euro

Cuadro 2.1

Balance agregado del Eurosistema¹⁾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
	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	44,3	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	45,7	694,4
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	49,8	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	51,9	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	51,7	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	53,4	771,5
Dic	225,1	204,5	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,5	1,8	3,7	317,2	7,9	49,4	692,9
1999 Ene	451,0	430,4	20,4	0,2	89,2	1,3	87,3	0,6	8,2	4,1	4,1	416,8	9,5	56,9	1.031,5
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	9,5	56,6	1.034,3
Mar	513,1	492,5	20,4	0,2	93,9	1,5	91,8	0,6	8,4	4,2	4,1	425,7	9,4	52,2	1.102,7
Abr	486,4	465,8	20,4	0,2	93,1	1,2	91,2	0,7	8,4	4,3	4,1	435,0	9,7	52,7	1.085,4
May ^(p)	415,4	394,8	20,4	0,2	93,1	1,6	90,8	0,7	8,7	4,5	4,2	391,7	9,7	56,9	975,5

2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM	Administración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ³⁾	Otros pasivos	Total
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	68,4	694,4
May	346,1	141,8	90,9	47,0	4,0	13,1	15,3	105,3	15,9	64,8	702,4
Jun	345,4	208,0	149,3	54,2	4,5	13,5	14,1	113,4	20,8	64,4	779,7
Jul	350,4	199,9	132,8	64,0	3,0	13,9	14,3	112,1	24,0	68,8	783,3
Ago	344,6	208,8	135,5	69,7	3,5	12,4	13,5	112,0	21,6	75,1	788,1
Sep	341,5	195,9	124,4	67,1	4,5	11,2	12,8	108,2	23,2	69,7	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	67,8	771,5
Dic	359,1	146,9	89,0	55,0	2,9	7,2	6,7	97,1	18,6	57,4	692,9
1999 Ene	343,8	383,2	326,7	50,3	6,2	6,3	5,3	125,7	99,3	67,8	1.031,5
Feb	342,4	451,5	389,8	55,0	6,7	6,3	5,3	122,9	49,9	56,0	1.034,3
Mar	348,3	454,3	391,4	55,1	7,9	4,9	5,3	137,9	97,7	54,3	1.102,7
Abr	349,6	432,0	386,8	38,8	6,4	4,9	5,3	138,9	104,8	50,0	1.085,4
May ^(p)	352,9	358,8	308,9	42,5	7,4	4,9	5,3	137,5	60,9	55,3	975,5

Fuente: BCE.

- 1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes a la zona del euro.
- 2) Los datos se han revisado al disponer de nueva información.
- 3) Desde enero de 1999 se incluyen los saldos brutos temporales con los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no participan en la zona del euro relativos a operaciones realizadas a través del sistema TARGET, con un importe aproximado de 75 mm de euros a final de enero, de 27 mm de euros a final de febrero, de 77 mm de euros a final de marzo, de 84 mm de euros a final de abril y de 40 mm de euros a final de mayo.

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

													Resto del mundo	Activo fijo	Otros activos	Total	
	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							
	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM		Otros residentes en la zona del euro							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	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	811,3	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	830,8	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	845,6	13.853,4
	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	779,7	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	768,9	13.933,9
	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	782,1	14.145,0
	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	795,2	14.356,6
	Dic	9.047,7	3.130,2	821,3	5.096,2	2.031,9	731,1	1.107,3	193,6	101,5	423,0	121,8	301,2	1.587,6	243,3	795,0	14.230,1
1999	Ene	9.266,9	3.344,5	821,2	5.101,1	2.060,0	738,6	1.115,0	206,3	103,8	431,5	102,0	329,5	1.631,5	244,0	947,5	14.685,2
	Feb	9.164,8	3.233,0	821,7	5.110,1	2.075,7	746,6	1.126,2	202,8	108,2	442,6	107,7	334,9	1.586,9	242,9	967,2	14.588,2
	Mar	9.218,6	3.235,6	818,7	5.164,3	2.082,0	762,5	1.122,8	196,7	95,4	468,9	114,5	354,5	1.640,9	243,7	895,0	14.644,5
	Abr	9.265,5	3.266,3	811,5	5.187,8	2.098,3	776,0	1.121,2	201,2	101,2	482,0	114,1	367,9	1.629,1	245,4	865,6	14.687,2
	May ^(p)	9.279,2	3.243,2	810,0	5.226,0	2.135,9	789,8	1.138,2	207,9	95,7	498,1	115,4	382,7	1.613,8	246,5	859,9	14.729,1

2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro								Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones y participaciones	Instrumentos del mercado monetario	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Total		
		IFM	Administración Central	Otras AAPP y otros				A la vista	A plazo								Disponibles con preaviso	Cesiones temporales
				residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso											
1	2	3	4	5	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	1.273,7	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	1.263,9	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	1.273,7	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	2.013,3	150,9	712,2	1.485,2	1.340,2	13.853,4	
	Jun	0,4	7.999,4	3.174,8	94,0	4.730,5	1.289,8	1.890,8	1.346,5	203,4	259,8	2.042,4	145,9	718,7	1.496,1	1.260,8	13.923,5	
	Jul	0,4	7.961,8	3.163,3	92,4	4.706,1	1.250,8	1.893,9	1.345,9	215,5	259,8	2.063,1	152,8	720,1	1.472,9	1.281,2	13.911,9	
	Ago	0,4	7.982,1	3.183,7	95,4	4.702,9	1.241,8	1.905,4	1.347,6	208,2	264,7	2.074,7	152,9	720,1	1.475,8	1.263,3	13.933,9	
	Sep	0,4	8.013,6	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	1.288,4	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	1.288,3	14.145,0	
	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	8.233,8	3.283,0	101,3	4.849,5	1.379,1	1.907,0	1.385,4	178,0	241,1	2.091,0	165,3	727,5	1.516,1	1.254,9	14.230,1	
1999	Ene	0,4	8.369,3	3.427,0	87,5	4.854,8	1.399,7	1.972,7	1.309,8	172,5	272,0	2.125,5	174,1	738,2	1.601,6	1.404,2	14.685,2	
	Feb	0,4	8.270,6	3.339,4	91,2	4.840,0	1.372,9	1.970,0	1.312,5	184,7	286,5	2.150,8	179,1	742,9	1.600,8	1.357,0	14.588,2	
	Mar	0,5	8.314,0	3.372,4	85,8	4.855,9	1.384,0	1.982,7	1.309,7	179,6	279,7	2.175,9	178,5	749,6	1.618,8	1.327,6	14.644,5	
	Abr	0,5	8.317,2	3.364,5	84,7	4.868,1	1.402,0	1.980,2	1.313,0	172,9	297,4	2.206,3	187,5	759,7	1.634,2	1.284,4	14.687,2	
	May ^(p)	0,5	8.340,1	3.364,0	85,5	4.890,6	1.433,7	1.970,8	1.312,4	173,8	296,3	2.229,4	188,3	767,9	1.660,7	1.245,9	14.729,1	

Fuente: BCE.

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

Cuadro 2.3

Balance consolidado de las IFM de la zona del euro, incluyendo el Eurosistema¹⁾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
	1	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	4	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	6	7	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	847,0	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	801,4	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	804,2	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	804,4	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	818,3	10.640,1			
Dic	5.938,0	841,6	5.096,4	1.387,6	1.193,5	194,1	304,9	1.904,8	251,2	808,7	10.595,2			
1999 Ene	5.942,9	841,7	5.101,3	1.409,2	1.202,3	206,9	333,6	2.048,3	253,5	973,8	10.961,3			
Feb	5.952,4	842,2	5.110,3	1.418,2	1.214,9	203,3	339,0	1.951,5	252,3	994,0	10.907,5			
Mar	6.003,6	839,1	5.164,5	1.411,9	1.214,7	197,2	358,6	2.066,6	253,1	916,2	11.010,0			
Abr	6.019,8	831,9	5.187,9	1.414,2	1.212,3	201,9	372,1	2.064,1	255,1	888,1	11.013,5			
May ⁵⁾	6.056,7	830,4	5.226,2	1.437,6	1.229,0	208,6	386,9	2.005,5	256,2	885,0	11.027,8			

2. Pasivo: saldos

	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro				Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ⁴⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total	
			A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales								8	9	10	11	12	13	14
1998 Ene	311,4	146,6	4.658,8	1.182,1	1.917,8	1.341,8	217,1	308,0	1.313,8	697,5	1.452,0	1.336,0	-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	1.327,6	-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	1.340,0	-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	1.389,7	-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	1.356,3	700,8	1.501,2	1.405,0	-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	1.370,3	713,4	1.516,9	1.325,2	-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	1.378,7	713,1	1.496,9	1.349,9	-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	1.338,4	-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	1.355,5	-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	323,8	156,3	4.852,4	1.382,1	1.907,0	1.385,4	178,0	312,0	1.365,5	701,0	1.534,7	1.312,3	37,2	10.595,2
1999 Ene	313,6	137,9	4.861,0	1.405,9	1.972,7	1.309,8	172,5	348,5	1.390,8	757,9	1.700,9	1.472,0	-21,3	10.961,3
Feb	313,0	146,2	4.846,8	1.379,6	1.970,0	1.312,5	184,7	363,8	1.408,0	753,9	1.650,7	1.413,0	12,2	10.907,5
Mar	317,8	140,8	4.863,8	1.391,8	1.982,7	1.309,7	179,6	367,6	1.417,2	768,8	1.716,5	1.381,9	35,7	11.010,0
Abr	319,9	123,5	4.874,4	1.408,3	1.980,2	1.313,0	173,0	388,5	1.434,5	780,2	1.738,9	1.334,4	19,2	11.013,5
May ⁵⁾	321,6	128,0	4.898,1	1.441,0	1.970,8	1.312,4	173,8	393,7	1.443,3	785,5	1.721,5	1.301,2	35,0	11.027,8

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.
- 3) Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revaluaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.
- 4) Desde enero de 1999 se incluyen los saldos brutos que el Eurosistema mantiene transitoriamente con los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no participan en la zona del euro relativos a operaciones realizadas a través del sistema TARGET, con un importe aproximado de 75 mm de euros a final de enero, de 27 mm de euros a final de febrero, de 77 mm a final de marzo, de 84 mm de euros a final de abril y de 40 mm de euros a final de mayo.

[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
		AAPP	Otros residentes en la zona del euro	AAPP	Otros residentes en la zona del euro							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998	Feb	28,5	2,4	26,1	14,1	8,8	5,3	8,0	33,2	0,4	6,2	90,4
	Mar	31,0	-1,9	32,9	19,2	15,1	4,2	16,5	40,5	1,5	-23,6	85,1
	Abr	39,2	5,0	34,2	7,8	7,4	0,3	8,6	-6,5	0,3	23,2	72,6
	May	7,9	-11,1	19,0	14,7	11,0	3,7	5,6	14,9	9,0	17,9	69,9
	Jun	66,8	5,9	60,9	2,9	10,7	-7,8	-6,0	9,8	-6,7	-104,5	-37,8
	Jul	39,9	-4,3	44,1	-11,7	-17,3	5,6	-6,8	-17,2	-4,7	46,0	45,5
	Ago	1,5	2,4	-0,9	-0,4	-0,9	0,5	-6,7	-3,1	1,0	-6,0	-13,7
	Sep	57,7	3,3	54,4	-4,8	-5,6	0,8	1,9	46,9	0,6	8,4	110,8
	Oct	40,1	5,9	34,3	12,0	8,5	3,5	0,9	-1,5	2,2	0,3	54,1
	Nov	53,4	6,7	46,7	-3,7	1,7	-5,5	13,5	26,3	2,4	13,7	105,5
	Dic	63,3	1,1	62,2	-40,9	-33,7	-7,2	17,4	-60,1	2,1	-9,2	-27,4
1999	Ene	66,0	0,9	65,1	16,9	17,1	-0,2	9,7	112,2	-0,2	151,9	356,5
	Feb	7,0	0,3	6,7	8,4	12,2	-3,9	5,5	-133,9	-1,2	20,2	-94,0
	Mar	46,0	-3,7	49,8	9,7	8,0	1,7	19,3	66,2	0,8	-88,0	54,0
	Abr	14,9	-8,8	23,7	3,2	-1,4	4,6	13,5	-17,8	2,0	-28,1	-12,4
	May ^(p)	35,9	-1,5	37,4	23,1	16,6	6,5	14,8	-70,8	1,0	-3,1	1,0

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 FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo ⁴⁾	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total	
		1	2	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales							14	
1998	Feb	0,4	13,3	10,9	3,7	4,7	3,2	-0,8	1,8	20,6	0,5	37,9	-7,6	12,6	90,4
	Mar	0,0	-20,4	-0,9	27,5	-25,6	1,3	-4,1	1,3	14,7	12,5	42,5	8,1	27,2	85,1
	Abr	3,0	2,0	25,8	14,8	16,9	-0,4	-5,6	10,1	8,2	-11,2	-3,8	53,6	-15,1	72,6
	May	2,4	-6,5	21,5	19,2	-1,2	1,9	1,6	-1,3	6,1	7,4	1,3	16,5	22,5	69,9
	Jun	-1,7	13,1	20,8	47,4	-20,4	-1,4	-4,8	-4,4	14,5	15,5	5,1	-77,6	-23,2	-37,8
	Jul	5,2	8,2	-23,8	-39,7	4,3	-0,6	12,1	7,4	11,5	-1,0	-4,0	25,0	17,0	45,5
	Ago	-5,7	8,8	-3,7	-8,9	10,8	1,7	-7,3	3,8	3,1	-0,1	-7,5	-11,8	-0,5	-13,7
	Sep	-3,1	-1,8	8,9	22,2	-12,1	-0,8	-0,4	-3,0	0,0	4,0	62,4	26,0	17,3	110,8
	Oct	1,5	-1,6	16,4	4,6	-2,1	3,2	10,6	6,0	-1,7	-1,4	43,0	-3,2	-4,8	54,1
	Nov	0,9	-6,7	22,3	41,1	-1,6	2,6	-19,9	3,0	4,7	-1,9	42,7	10,3	30,3	105,5
	Dic	9,5	1,3	103,8	70,1	21,3	32,9	-20,5	-19,2	-19,6	-10,2	-76,3	-46,5	29,8	-27,4
1999	Ene	-9,4	-6,4	34,5	23,7	-2,4	14,6	-1,4	13,6	26,9	13,5	158,8	167,9	-42,8	356,5
	Feb	-0,6	8,3	-24,3	-27,4	-11,5	2,5	12,1	14,9	13,6	-3,0	-83,3	-59,9	40,3	-94,0
	Mar	4,8	-5,2	13,9	10,8	11,0	-2,9	-5,1	-0,4	11,5	14,2	39,2	-41,2	17,2	54,0
	Abr	2,1	-17,4	9,4	16,1	-3,3	3,3	-6,7	20,3	16,0	11,8	9,2	-47,7	-16,2	-12,4
	May ^(p)	1,7	4,5	22,4	32,3	-10,1	-0,6	0,8	5,0	7,5	6,1	-29,6	-32,2	15,7	1,0

Cuadro 2.4

Agregados monetarios¹⁾²⁾

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

1. Saldos a fin de período

		M1						M2		Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
		Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total		Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con pre-aviso hasta 3 meses	Total	Índice, Dic.98=100 ³⁾			
				Índice, Dic.98=100 ³⁾	Índice, Dic.98=100 ³⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
1998	Ene	311,4	1.253,6	1.565,0	88,13	908,4	1.177,5	3.650,9	93,71	217,1	308,0	74,8
	Feb	311,7	1.254,1	1.565,8	88,19	905,1	1.181,6	3.652,5	93,76	216,3	309,8	79,7
	Mar	311,8	1.283,8	1.595,5	89,84	878,8	1.183,4	3.657,7	93,87	212,2	311,2	85,9
	Abr	314,8	1.295,9	1.610,7	90,75	892,6	1.185,1	3.688,4	94,72	206,6	320,9	86,4
	May	317,2	1.313,0	1.630,2	91,87	888,8	1.189,2	3.708,3	95,25	208,2	319,4	88,7
	Jun	315,5	1.361,7	1.677,2	94,48	871,2	1.189,0	3.737,4	95,97	203,4	315,1	87,8
	Jul	320,6	1.321,7	1.642,3	92,56	872,5	1.189,7	3.704,6	95,17	215,5	322,3	93,5
	Ago	314,9	1.312,6	1.627,5	91,71	879,3	1.192,9	3.699,7	95,02	208,2	326,2	88,9
	Sep	311,9	1.331,3	1.643,2	92,71	864,6	1.192,9	3.700,7	95,18	207,7	322,5	81,2
	Oct	313,4	1.335,3	1.648,6	92,99	867,0	1.196,4	3.712,0	95,45	218,3	328,5	84,6
	Nov	314,3	1.377,0	1.691,3	95,35	870,9	1.198,9	3.761,1	96,67	198,4	331,8	81,8
	Dic	323,8	1.449,4	1.773,2	100,00	884,8	1.231,1	3.889,1	100,00	178,0	312,0	68,5
1999	Ene	313,6	1.473,8	1.787,3	100,83	881,2	1.247,1	3.915,6	100,60	172,5	348,5	55,5
	Feb	313,0	1.443,8	1.756,8	99,05	867,4	1.251,4	3.875,7	99,51	184,7	363,8	57,3
	Mar	317,8	1.454,0	1.771,8	99,81	876,2	1.249,2	3.897,2	99,99	179,6	367,6	48,9
	Abr	317,8	1.454,0	1.771,8	100,93	876,2	1.249,2	3.897,2	100,46	179,6	367,6	48,9
	May ⁴⁾	321,6	1.501,5	1.823,1	102,66	861,3	1.257,5	3.941,9	101,08	173,8	393,7	59,8

2. Flujos⁴⁾

		M1						M2		Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años
		Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total		Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con pre-aviso hasta 3 meses	Total	Tasa interanual de variación ⁴⁾			
				Índice, Dic.98=100 ³⁾	Índice, Dic.98=100 ³⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
1998	Feb	0,4	0,7	1,1	8,3	-3,1	4,1	2,0	4,2	-0,8	1,8	4,9
	Mar	0,0	29,3	29,3	8,8	-26,9	1,8	4,2	4,4	-4,1	1,3	6,2
	Abr	3,0	13,0	16,1	10,3	15,0	1,8	32,9	5,1	-5,6	10,1	0,9
	May	2,4	17,5	19,9	10,1	-3,2	4,1	20,7	5,3	1,6	-1,3	2,5
	Jun	-1,7	48,1	46,4	9,6	-18,1	-0,2	28,1	5,3	-4,8	-4,4	-1,0
	Jul	5,2	-39,2	-34,1	8,2	2,3	0,7	-31,1	4,4	12,1	7,4	5,9
	Ago	-5,7	-9,4	-15,2	8,2	6,3	3,2	-5,7	4,3	-7,3	3,8	-4,8
	Sep	-3,1	20,8	17,8	7,8	-11,8	0,1	6,1	4,5	-0,4	-3,0	-7,1
	Oct	1,5	3,5	5,0	7,9	2,1	3,5	10,6	4,4	10,6	6,0	3,1
	Nov	0,9	40,9	41,8	8,2	2,8	2,5	47,1	4,9	-19,9	3,0	-2,9
	Dic	9,5	72,9	82,4	9,4	15,4	31,9	129,7	5,9	-20,5	-19,2	-13,6
1999	Ene	-9,4	24,2	14,8	14,4	-6,9	15,6	23,5	7,3	-1,4	13,6	-1,3
	Feb	-0,6	-31,1	-31,7	12,3	-15,2	4,2	-42,6	6,1	12,1	14,9	1,3
	Mar	4,8	8,8	13,6	11,1	7,5	-2,4	18,7	6,5	-5,1	-0,4	-1,8
	Abr	2,1	17,7	19,8	11,2	-6,3	4,9	18,4	6,1	-6,7	20,3	1,7
	May ⁴⁾	1,7	29,0	30,7	11,7	-9,8	3,4	24,4	6,1	0,8	5,0	6,1

Fuente: BCE.

- 1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores distintos de las IFM en la zona del euro, excluyendo a la Administración Central.
- 2) Los datos se han revisado al disponer de nueva información.
- 3) Tomando el saldo a fin de diciembre de 1998 (sin desestacionalizar) como 100, el índice muestra el resultado acumulativo de las variaciones, desde esa fecha, calculadas a partir de los flujos, como se describe en la nota 4. La variación porcentual del índice entre dos fechas dadas corresponde a la variación del agregado excluyendo las reclasificaciones, etc.
- 4) 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	
Total	³⁾	³⁾	Depósitos			Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	Total			
12	13	14	A plazo superior a 2 años	Con preaviso superior a 3 meses	17				18			19	20
4.250,9	95,38		1.227,7	1.010,0	217,7	1.239,0	697,5	3.164,2	1998 Ene		
4.258,3	95,56		1.235,2	1.017,7	217,5	1.254,0	696,5	3.185,7	Feb		
4.267,0	95,73		1.235,8	1.019,1	216,8	1.262,5	705,7	3.203,9	Mar		
4.302,4	96,59		1.235,2	1.020,5	214,7	1.266,2	693,8	3.195,2	Abr		
4.324,6	97,12		1.235,3	1.022,3	213,0	1.267,5	700,8	3.203,6	May		
4.343,8	97,53		1.232,2	1.020,2	212,0	1.282,5	713,4	3.228,0	Jun		
4.335,9	97,40		1.232,6	1.021,8	210,8	1.285,2	713,1	3.230,9	Jul		
4.323,0	97,09		1.236,5	1.026,6	209,9	1.294,6	712,0	3.243,0	Ago		
4.312,1	96,99		1.234,7	1.025,3	209,3	1.295,8	715,0	3.245,5	Sep		
4.343,4	97,67		1.230,4	1.021,3	209,1	1.294,1	713,3	3.237,8	Oct		
4.373,1	98,28		1.226,7	1.017,2	209,5	1.302,9	710,7	3.240,3	Nov		
4.447,6	100,00		1.237,4	1.022,8	214,6	1.297,0	701,0	3.235,4	Dic		
4.492,1	100,77		1.215,4	1.092,3	123,1	1.335,3	757,9	3.308,6	1999 Ene		
4.481,4	100,45		1.225,2	1.103,3	121,8	1.350,6	753,9	3.329,7	Feb		
4.493,3	100,71		1.228,1	1.107,2	120,9	1.368,3	768,8	3.365,2	Mar		
4.493,3	101,46		1.228,1	1.107,2	120,9	1.368,3	768,8	3.365,2	Abr		
4.569,2	102,28		1.225,7	1.110,5	115,2	1.383,5	785,5	3.394,6	May ^(p)		

M3			Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM							Total	
Total	Tasa interanual de variación ³⁾	Media móvil ³⁾	Depósitos			Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	Total			
12	13	14	A plazo superior a 2 años	Con preaviso superior a 3 meses	17				18			19	20
8,0	4,6	4,7	7,6	7,8	-0,2	15,6	0,5	23,7	1998 Feb		
7,6	4,7	4,9	0,5	1,2	-0,8	8,5	12,5	21,5	Mar		
38,3	5,2	5,0	-0,1	1,9	-2,0	7,2	-11,2	-4,1	Abr		
23,5	5,0	5,1	0,2	1,9	-1,7	3,6	7,4	11,2	May		
18,0	4,9	4,9	-3,3	-2,3	-1,0	15,5	15,5	27,7	Jun		
-5,6	4,8	4,7	0,7	1,9	-1,2	5,6	-1,0	5,3	Jul		
-14,0	4,5	4,6	3,6	4,5	-0,9	7,9	-0,1	11,4	Ago		
-4,4	4,4	4,6	-0,9	-0,4	-0,6	7,1	4,0	10,2	Sep		
30,2	4,8	4,6	-4,4	-4,2	-0,2	-4,8	-1,4	-10,6	Oct		
27,3	4,6	4,7	-4,0	-4,4	0,4	7,6	-1,9	1,6	Nov		
76,5	4,7	5,0	11,4	5,9	5,5	-6,1	-10,2	-4,9	Dic		
34,3	5,6	5,2	3,7	4,7	-1,0	28,2	13,5	45,4	1999 Ene		
-14,2	5,1	5,3	2,4	3,7	-1,3	12,3	-3,0	11,7	Feb		
11,4	5,2	5,1	2,7	3,5	-0,8	13,3	14,2	30,2	Mar		
33,7	5,0	5,2	0,9	3,2	-2,2	14,3	11,8	27,1	Abr		
36,4	5,3	-	-3,9	-0,4	-3,5	1,3	6,1	3,5	May ^(p)		

Cuadro 2.4

Agregados monetarios¹⁾²⁾

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

3. Saldos a fin de período desestacionalizados

	M2								M3	
					Total		Instrumentos de mercado ⁵⁾		Total	Índice ³⁾
	M1		Otros depósitos a corto plazo ⁴⁾		Total	Índice ³⁾	Total		Total	Índice ³⁾
	Total	Índice ³⁾	Total							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 Ene	1.570,0	88,42	2.058,3		3.628,4	93,16	607,8		4.236,2	95,15
Feb	1.587,4	89,40	2.063,1		3.650,5	93,74	601,5		4.252,0	95,52
Mar	1.603,7	90,30	2.063,2		3.666,9	94,14	608,3		4.275,2	96,01
Abr	1.621,8	91,38	2.064,2		3.686,0	94,69	607,1		4.293,2	96,48
May	1.628,6	91,78	2.070,1		3.698,7	95,03	603,1		4.301,8	96,71
Jun	1.646,6	92,76	2.072,4		3.719,0	95,53	604,6		4.323,6	97,17
Jul	1.644,6	92,69	2.070,2		3.714,8	95,46	624,4		4.339,2	97,57
Ago	1.652,6	93,12	2.074,9		3.727,5	95,77	610,4		4.337,9	97,52
Sep	1.660,4	93,68	2.076,6		3.736,9	96,15	610,9		4.347,8	97,89
Oct	1.672,0	94,31	2.078,0		3.750,0	96,46	632,0		4.382,1	98,63
Nov	1.684,0	94,94	2.094,5		3.778,5	97,15	615,5		4.394,0	98,85
Dic	1.701,0	95,93	2.106,4		3.807,4	97,93	591,1		4.398,5	99,00
1999 Ene	1.787,9	100,87	2.099,8		3.887,7	99,92	585,6		4.473,3	100,45
Feb	1.774,6	100,05	2.095,5		3.870,1	99,40	602,0		4.472,1	100,34
Mar	1.784,8	100,55	2.124,9		3.909,7	100,34	596,4		4.506,1	101,09
Abr	1.802,8	101,54	2.110,5		3.913,3	100,41	608,3		4.521,5	101,34
May ^(p)	1.818,9	102,42	2.114,8		3.933,7	100,91	614,0		4.547,7	101,90

4. Flujos desestacionalizados⁴⁾

	M2								M3	
					Total		Instrumentos de mercado ⁵⁾		Total	Variación mensual (%)
	M1		Otros depósitos a corto plazo ⁴⁾		Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)
	Total	Variación mensual (%)	Total	Variación mensual (%)						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 Ene	18,7	1,2	7,7	0,4	26,5	0,7	-0,2	0,0	26,3	0,4
Feb	17,5	1,1	5,1	0,2	22,6	0,6	-6,2	-1,0	16,4	0,4
Mar	16,0	1,0	-0,5	0,0	15,5	0,4	6,7	1,1	22,1	0,5
Abr	19,0	1,2	2,3	0,1	21,3	0,6	-0,4	-0,1	20,9	0,5
May	7,1	0,4	6,4	0,3	13,5	0,4	-3,6	-0,6	9,9	0,2
Jun	17,5	1,1	1,7	0,1	19,2	0,5	1,3	0,2	20,5	0,5
Jul	-1,2	-0,1	-1,2	-0,1	-2,4	-0,1	20,4	3,4	17,9	0,4
Ago	7,6	0,5	4,3	0,2	11,9	0,3	-14,3	-2,3	-2,3	-0,1
Sep	9,9	0,6	4,7	0,2	14,6	0,4	1,9	0,3	16,4	0,4
Oct	11,2	0,7	1,1	0,1	12,3	0,3	20,8	3,4	33,2	0,8
Nov	11,1	0,7	15,5	0,7	26,6	0,7	-17,0	-2,7	9,5	0,2
Dic	17,5	1,0	13,1	0,6	30,6	0,8	-24,1	-3,9	6,5	0,1
1999 Ene	87,5	5,1	-10,3	-0,5	77,2	2,0	-12,8	-2,2	64,5	1,5
Feb	-14,5	-0,8	-5,8	-0,3	-20,3	-0,5	15,6	2,7	-4,7	-0,1
Mar	8,8	0,5	27,9	1,3	36,8	0,9	-3,3	-0,6	33,4	0,7
Abr	17,6	1,0	-15,0	-0,7	2,6	0,1	8,5	1,4	11,0	0,2
May ^(p)	15,7	0,9	3,8	0,2	19,5	0,5	5,4	0,9	24,8	0,5

Fuente: BCE.

- Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores distintos de las IFM en la zona del euro, excluyendo a la Administración Central.
- Los datos se han revisado al disponer de nueva información.
- Tomando el saldo a fin de diciembre de 1998 (sin desestacionalizar) como 100, el índice muestra el resultado acumulativo de las variaciones, desde esa fecha, calculadas a partir de los flujos, como se describe en la nota 6. La variación porcentual del índice entre las fechas dadas corresponde a la variación del agregado excluyendo las reclasificaciones, etc.
- Otros depósitos a corto plazo incluye depósitos a plazo hasta dos años y depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses.
- Instrumentos de mercado incluye cesiones temporales, participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario, además de valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años.
- Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustados por reclasificaciones, revaluaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Cuadro 2.5

Saldo de créditos concedidos por IFM a hogares y empresas no financieras por tipo y plazo a la emisión

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

	Empresas no financieras ¹⁾				Hogares ¹⁾						Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares ¹⁾	
	1	2	3	4	5	Crédito al consumo ²⁾			Crédito para compra de vivienda ²⁾			
						Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años		Más de 5 años
1998 Dic	2.277,2	813,4	321,3	1.142,6	2.483,1	84,9	128,2	199,9	28,2	48,6	1.409,9	37,2
1999 Mar ^(p)	2.268,0	815,6	347,6	1.104,7	2.535,3	85,8	149,7	185,8	15,4	72,2	1.458,1	35,5

Fuente: BCE.

1) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: Empresas no financieras: S11, hogares: S14, instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares: S15.

2) 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 2.4 - Nota técnica

Desestacionalización de los agregados monetarios de la zona del euro

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

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

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

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

Cuadro 2.6**Análisis por monedas de algunos pasivos y activos de las IFM de la zona del euro¹⁾**

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

Saldos de pasivos**1. Depósitos colocados por residentes en la zona del euro**

	IFM								No IFM							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					
				Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras				Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 Dic	3.371,8	2.978,6	43,4	349,8	244,8	27,2	51,4	26,5	5.008,6	4.863,1	19,5	125,4	90,0	13,1	13,2	9,1
1999 Mar ³⁾	3.720,7	3.302,5	49,1	369,2	259,3	27,4	54,2	28,3	5.004,8	4.853,7	23,5	127,6	88,1	14,3	14,7	10,5

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

	Bancos ³⁾								No Bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					
				Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras				Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 Dic	1.166,2	481,1	120,4	564,7	436,2	50,8	51,6	26,2	367,7	154,3	32,5	180,9	130,7	26,0	11,7	12,5
1999 Mar ³⁾	1.290,2	556,7	135,1	598,3	465,7	47,3	54,7	30,7	421,1	177,0	39,2	204,9	149,0	29,0	12,7	14,2

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

	Valores distintos de acciones y participaciones								Instrumentos del mercado monetario							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas					
				Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras				Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 Dic	2.097,6	1.885,2	25,9	186,6	107,3	34,4	30,9	13,9	172,5	158,5	0,6	13,4	11,3	0,9	1,1	0,1
1999 Mar ³⁾	2.177,9	1.980,6	25,7	174,9	105,6	26,7	28,2	14,4	183,3	167,6	0,8	15,0	12,8	0,8	1,3	0,2

Fuente: BCE.

1) Los datos han sido revisados al disponer de nueva información.

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

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

Saldos de activos

4. Préstamos a residentes en la zona del euro

	IFM								No IFM							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas			
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 Dic	3.334,7	.	.	.	.	.	.	5.938,0	5.764,1	26,3	147,6	80,3	15,1	49,1	3,1	
1999 Mar ^(p)	3.728,1	.	.	.	.	.	.	6.003,7	5.801,9	28,9	172,9	94,0	18,6	53,9	6,5	

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

	IFM								No IFM							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas			
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 Dic	732,1	688,8	18,1	25,3	16,9	3,8	1,8	2,9	1.387,6	1.346,1	10,9	30,6	16,4	9,2	2,8	2,3
1999 Mar ^(p)	764,1	728,7	6,4	26,1	18,9	3,9	1,2	2,1	1.411,9	1.376,0	9,7	32,3	18,0	10,9	2,5	0,9

6. Préstamos a no residentes en la zona del euro

	Bancos ³⁾								No Bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas			
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 Dic	973,6	380,0	77,1	516,4	378,6	73,9	26,2	37,7	380,2	152,5	27,0	200,8	172,8	8,7	14,4	4,9
1999 Mar ^(p)	974,5	431,3	86,7	456,6	328,5	60,8	26,0	41,3	376,2	134,8	26,4	214,9	187,2	7,5	14,5	5,4

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

	Bancos ³⁾								No Bancos							
	Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Total monedas	Euro ²⁾	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas			
					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras					Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 Dic	64,4	18,8	4,8	40,9	27,8	5,0	0,9	7,2	310,4	47,0	32,0	231,5	178,4	33,1	4,1	18,4
1999 Mar ^(p)	80,1	18,8	10,9	50,4	36,8	5,0	0,9	7,8	401,8	51,9	34,2	315,7	254,3	30,9	4,5	26,1

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

Cuadro 3.1

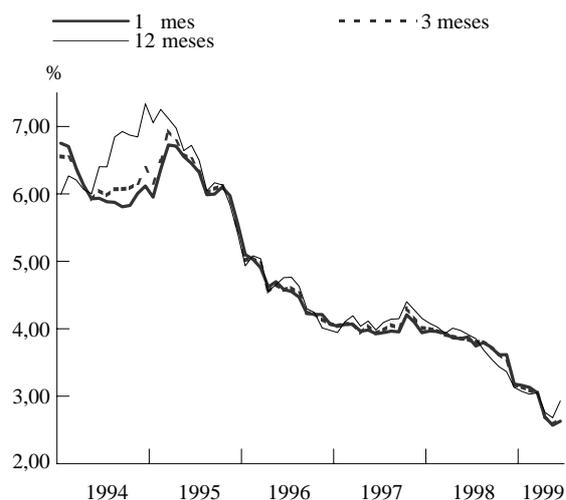
Tipos de interés del mercado monetario¹⁾

(en porcentaje)²⁾

	Zona del euro ^{3) 4)}					Estados Unidos ⁵⁾	Japón ⁵⁾
	Depósitos a 1 día 1	Depósitos a 1 mes 2	Depósitos a 3 meses 3	Depósitos a 6 meses 4	Depósitos a 12 meses 5	Depósitos a 3 meses 6	Depósitos a 3 meses 7
1994	5,24	6,12	6,38	6,83	7,34	6,37	2,34
1995	5,62	5,57	5,49	5,62	5,42	5,44	0,50
1996	4,04	4,08	4,08	4,06	3,98	5,43	0,31
1997	3,98	3,94	4,01	4,05	4,15	5,62	0,36
1998	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1998 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
May	2,55	2,57	2,58	2,60	2,68	4,98	0,12
Jun	2,56	2,61	2,63	2,68	2,84	5,17	0,10
1999 Jun 4	2,54	2,58	2,60	2,65	2,80	5,09	0,06
11	2,55	2,60	2,62	2,67	2,83	5,13	0,11
18	2,60	2,62	2,63	2,67	2,82	5,18	0,12
25	2,58	2,63	2,66	2,71	2,93	5,28	0,11

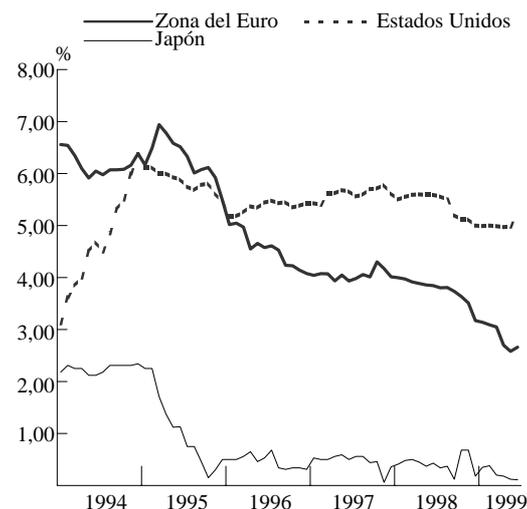
Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro

(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 período, a partir de entonces, medias del período.

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

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

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

Cuadro 3.2

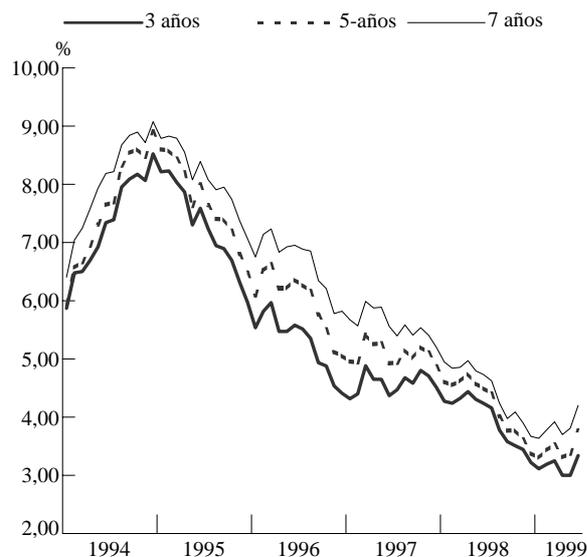
Rendimientos de la deuda pública¹⁾

(en porcentaje)

	Zona del euro ²⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
1994	8,08	8,52	8,91	9,08	8,18	7,21	4,24
1995	5,69	5,97	6,48	7,06	8,73	6,69	3,32
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	7,23	6,54	3,03
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,99	6,45	2,15
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1998 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
May	2,82	3,00	3,37	3,81	4,21	5,54	1,36
Jun	3,09	3,34	3,77	4,20	4,53	5,90	1,60
1999 Jun 4	2,99	3,22	3,63	4,08	4,46	5,80	1,63
11	3,09	3,34	3,80	4,25	4,57	5,99	1,75
18	3,02	3,28	3,68	4,11	4,41	5,82	1,73
25	3,25	3,56	4,00	4,40	4,70	6,03	1,78

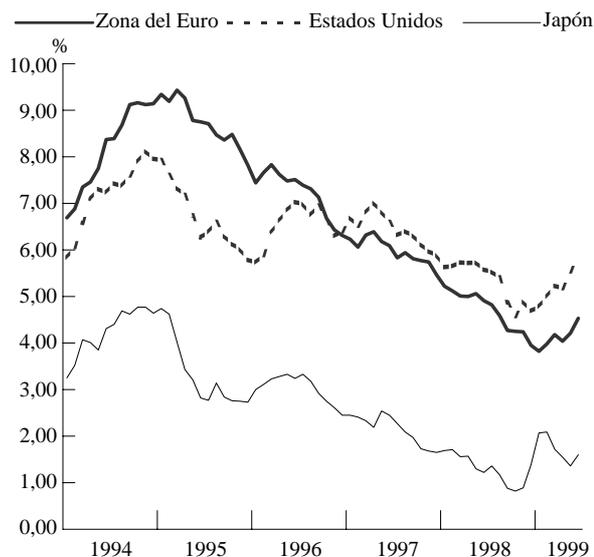
Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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 3.3

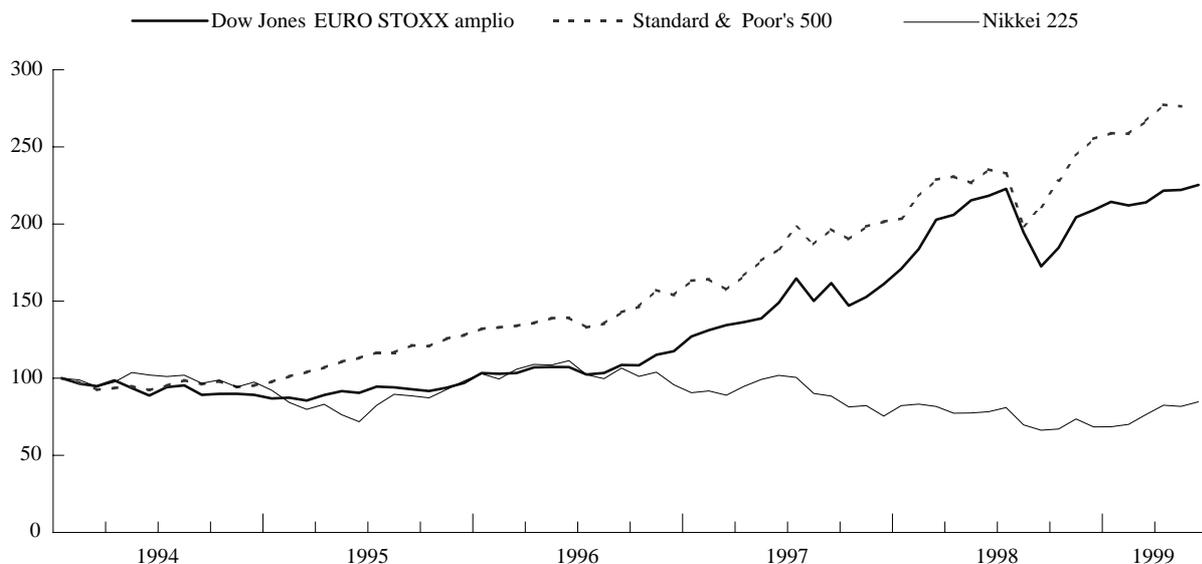
Índices de los mercados bursátiles

(niveles del índice en puntos) ¹⁾

		Índices Dow Jones EURO STOXX										Estados Unidos	Japón	
		Referencia		Índices de los principales sectores económicos								Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
		Amplio	50	Extracción y metales	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Grupos	Industrial	Tecnología	Gas, agua, electricidad	12	13
		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	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
	May	317,05	3.669,07	176,93	167,47	482,10	291,29	253,77	257,12	344,94	413,34	300,15	1.330,72	16.533,26
	Jun	321,66	3.749,45	177,95	168,33	487,77	299,00	251,77	268,06	365,11	440,22	300,26	1.325,93	17.135,96
1999	Jun 4	315,96	3.671,42	169,38	167,27	491,71	294,04	250,07	262,63	357,08	414,78	296,33	1.327,75	16.300,75
	11	321,38	3.749,67	178,91	167,88	481,91	300,36	251,07	264,90	370,78	434,02	299,41	1.293,64	17.198,55
	18	326,91	3.822,89	181,87	168,98	489,23	310,13	258,30	267,85	367,47	452,66	302,93	1.342,84	17.431,26
	25	321,52	3.739,81	183,55	167,99	482,59	295,44	249,22	272,72	363,97	451,93	299,85	1.315,31	17.436,52

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

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



Fuente: Reuters.

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

Cuadro 3.4

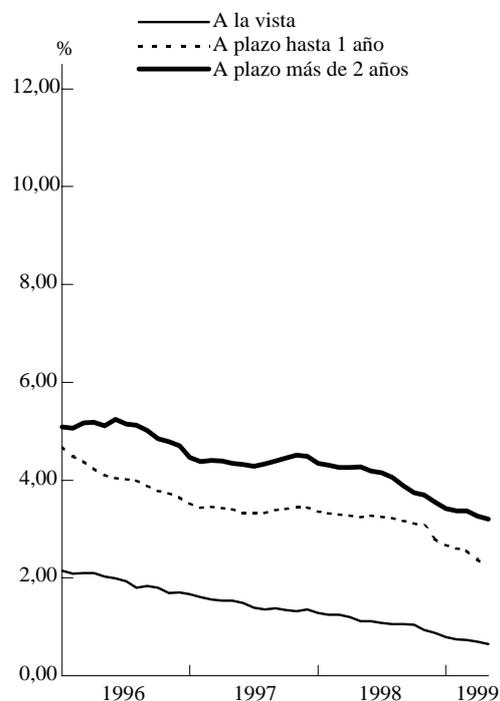
Tipos de interés de operaciones bancarias

(en porcentaje; medias del período)

	Tipos de operaciones pasivas						Tipos de operaciones activas				
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso		A empresas		A hogares		
		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	8,85	.	11,56	7,44	
1997	1,46	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,58	6,64	10,60	6,62	
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,73	5,80	10,04	5,87	
1998	May	1,12	3,24	3,26	4,27	2,71	3,33	6,85	5,94	10,07	6,04
	Jun	1,12	3,27	3,28	4,18	2,58	3,34	6,76	5,90	10,07	5,98
	Jul	1,08	3,26	3,26	4,15	2,56	3,29	6,65	5,84	10,01	5,86
	Ago	1,05	3,23	3,24	4,05	2,55	3,30	6,60	5,77	10,02	5,79
	Sep	1,05	3,17	3,18	3,88	2,53	3,21	6,59	5,65	10,00	5,65
	Oct	1,04	3,12	3,13	3,74	2,49	3,14	6,51	5,52	9,79	5,48
	Nov	0,94	3,06	3,05	3,70	2,48	3,12	6,39	5,44	9,67	5,43
	Dic	0,87	2,81	2,81	3,56	2,44	3,03	6,21	5,12	9,61	5,28
1999	Ene	0,79	2,67	2,67	3,42	2,36	2,86	6,01	5,03	9,59	5,10
	Feb	0,74	2,60	2,60	3,37	2,33	2,78	5,91	4,99	9,52	5,02
	Mar	0,73	2,57	2,56	3,37	2,30	2,79	5,83	4,98	9,49	5,06
	Abr	0,70	2,39	2,39	3,26	2,26	2,61	5,66	4,80	9,36	4,91
	May	0,65	2,25	2,25	3,21	2,16	2,48	5,54	4,72	9,30	4,84

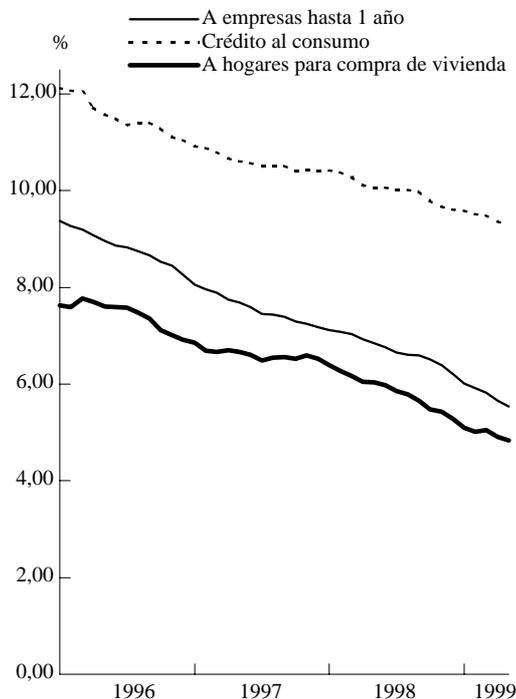
Tipos de interés de operaciones pasivas

(mensual)



Tipos de interés de operaciones activas

(mensual)



Fuente: BCE.

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

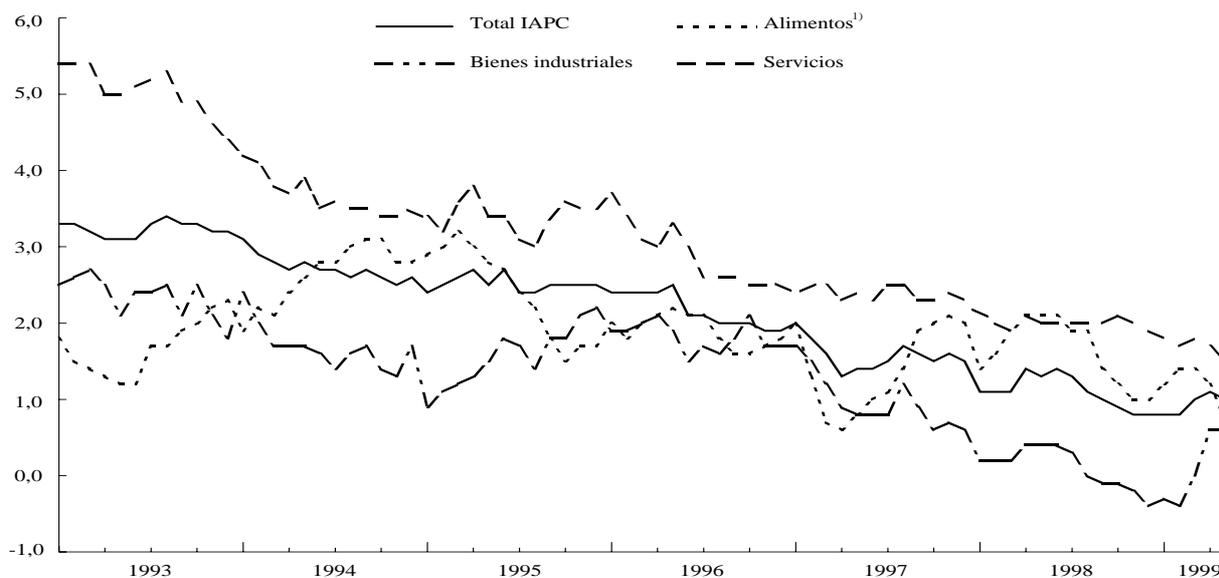
4 IAPC y otros precios en la zona del euro

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 ²⁾	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	2,5	.	2,4	2,5	2,4	1,6	1,7	1,4	3,4
1996	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	1,0	0,5	2,8	2,4
1998	102,7	1,1	0,6	1,6	1,4	2,0	0,1	0,9	-2,6	2,0
1998 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 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	1,8
Abr	103,7	1,1	0,8	1,2	1,2	1,2	0,6	0,6	0,3	1,7
May	103,8	1,0	0,6	0,7	0,9	0,4	0,6	0,6	0,6	1,5



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

1) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

2) Referido al índice del período 1999.

Cuadro 4.2

Otros indicadores de precios y costes

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

1. Precios industriales y de mercancías

	Precios de producción industrial									Precios en el mercado mundial de materias primas ¹⁾		
	Total excluida construcción (índice 1995=100)	Total excluida construcción	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Bienes de consumo		Construcción ²⁾	Total	Total excluida energía	
							Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	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	1,2	0,3	0,8	0,1	1,2	1,4	10,0	13,0	
1998	100,6	-0,8	-0,7	-2,2	0,5	0,4	0,1	0,6	0,3	-21,2	-12,5	
1998	II	101,0	-0,2	0,0	-1,1	0,5	0,6	0,1	0,8	0,4	-16,6	-10,7
	III	100,4	-1,3	-1,1	-2,9	0,7	0,3	0,3	0,3	0,0	-24,3	-18,2
	IV	99,5	-2,3	-2,1	-4,5	0,3	-0,2	0,1	-0,3	0,3	-30,0	-20,5
1999	I	98,9	-2,5	-2,1	-4,7	0,2	0,0	0,2	-0,2	1,4	-17,5	-16,0
	II	.	.	.	.	.	.	.	.	6,0	-8,3	
1998	Jun	100,8	-0,5	-0,3	-1,5	0,5	0,6	0,2	0,8	-	-18,9	-13,3
	Jul	100,6	-0,8	-0,6	-2,1	0,7	0,6	0,4	0,6	-	-21,1	-14,4
	Ago	100,4	-1,4	-1,2	-3,2	0,7	0,4	0,3	0,4	-	-26,3	-19,0
	Sep	100,2	-1,6	-1,5	-3,4	0,5	0,1	0,2	0,0	-	-25,4	-20,9
	Oct	99,8	-2,0	-1,9	-4,1	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-	-30,6	-23,6
	Nov	99,4	-2,4	-2,2	-4,6	0,3	-0,2	0,1	-0,4	-	-28,6	-18,4
	Dic	99,1	-2,5	-2,3	-4,8	0,3	-0,1	0,2	-0,3	-	-30,8	-19,4
1999	Ene	98,8	-2,7	-2,3	-5,0	0,2	-0,1	0,3	-0,3	-	-23,2	-17,2
	Feb	98,8	-2,7	-2,2	-4,9	0,2	-0,1	0,2	-0,1	-	-20,6	-16,1
	Mar	99,0	-2,3	-1,7	-4,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2	-	-8,3	-14,7
	Abr	99,6	-1,6	-1,2	-3,3	0,3	.	0,2	.	-	0,3	-12,6
	May	.	.	.	.	.	.	.	.	-	5,1	-7,7
	Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	-	13,0	-4,2

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	18	19
1995	100,0	2,8	2,6	3,0	2,1	1,6	3,6	3,7
1996	102,0	2,0	2,3	2,5	0,7	2,0	3,3	3,5
1997	103,4	1,4	1,8	2,1	1,0	0,6	2,5	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	2,3	3,2
	III	102,2	1,8	2,3	2,2	0,4	1,9	3,6
	IV	102,7	1,6	2,1	2,3	0,2	1,4	2,8
1997	I	102,9	1,5	2,0	2,1	0,6	2,7	3,1
	II	103,1	1,3	1,6	2,4	0,8	2,7	3,4
	III	103,6	1,3	1,8	2,0	1,2	2,3	2,7
	IV	104,1	1,4	1,7	2,0	1,2	2,1	2,8
1998	I	104,5	1,5	1,4	1,6	0,7	0,9	2,2
	II	104,8	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	2,8
	III	105,1	1,5	1,1	2,1	-0,2	1,1	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) Elaborado, en parte, según el SEC 95 y, en parte, según el SEC 79.

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 componentes

(mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998, desestacionalizados, a precios de 1995)¹⁾)

	PIB	Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7
1995	5.280,6	5.178,8	2.990,2	1.084,6	1.076,0	1.549,6	1.447,7
1996	5.356,9	5.232,0	3.033,3	1.097,6	1.090,2	1.622,7	1.497,8
1997	5.486,8	5.340,5	3.084,9	1.100,5	1.121,7	1.775,2	1.628,8
1998	5.631,7	5.508,6	3.155,5	1.118,1	1.166,1	1.882,2	1.759,1
1998 I	1.397,6	1.367,9	783,5	279,7	289,7	464,4	434,7
II	1.405,7	1.372,8	785,5	280,5	288,2	474,7	441,9
III	1.412,2	1.378,8	790,4	279,6	293,5	476,2	442,8
IV	1.416,3	1.389,1	796,2	278,3	294,7	466,9	439,7
1999 I	1.422,1	1.398,9	806,1	280,9	301,0	460,3	437,0

(Tasas interanuales de variación)¹⁾

	PIB	Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
	8	9	10	11	12	13	14
1995	2,4	2,1	1,9	0,8	2,6	7,9	7,3
1996	1,4	1,0	1,4	1,2	1,3	4,7	3,5
1997	2,4	2,1	1,7	0,3	2,9	9,4	8,8
1998	2,6	3,1	2,3	1,6	4,0	6,0	8,0
1998 I	3,4	3,8	2,2	1,9	5,8	10,3	12,1
II	2,7	2,8	1,9	2,2	3,0	8,7	9,8
III	2,5	3,2	2,6	1,4	4,1	4,4	6,9
IV	2,0	2,8	2,4	0,8	3,0	1,2	3,6
1999 I	1,8	2,3	2,9	0,4	3,9	-0,9	0,5

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 excluida construcción [índice (d) 1995 = 100]	Total excluida 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	.	.	.	.	-0,4	2,0	0,3
1996	100,4	0,4	0,1	-0,1	1,7	0,1	-0,2	-2,4	1,1	6,6
1997	104,8	4,4	5,0	5,4	4,8	2,8	2,6	-1,1	0,8	3,9
1998	109,0	4,0	4,5	3,9	6,6	6,3	1,4	-0,5	2,6	7,6
1998 I	108,6	6,5	7,5	7,6	9,0	7,5	1,8	3,9	2,8	12,8
II	109,2	4,7	5,3	4,7	7,2	6,9	2,5	-0,2	1,8	3,0
III	109,4	3,9	4,2	3,1	6,6	6,5	2,0	-1,5	2,8	7,4
IV	108,9	1,2	1,1	0,3	3,8	4,4	-0,5	-3,4	3,0	7,5
1999 I	108,7	0,1	-0,3	-0,8	0,8	1,1	0,6	.	2,4	7,1
1998 May	109,7	7,0	7,9	6,5	10,4	11,0	4,3	2,6	1,9	6,1
Jun	109,0	3,5	4,0	3,7	5,3	5,6	1,8	-0,6	2,6	5,3
Jul	109,9	4,2	4,6	3,5	7,4	6,5	2,8	-0,4	3,5	7,2
Ago	108,8	4,2	4,7	3,5	6,9	7,7	2,4	-0,6	2,4	7,1
Sep	109,4	3,2	3,4	2,5	5,7	5,8	1,0	-3,1	2,6	7,9
Oct	109,6	2,4	2,7	1,3	5,7	8,1	0,2	-3,6	1,8	1,2
Nov	109,3	1,9	1,7	1,3	4,3	4,3	-0,1	-3,6	4,0	15,3
Dic	107,7	-0,8	-1,4	-1,9	1,5	0,1	-1,8	-3,1	3,3	7,3
1999 Ene	108,8	1,1	0,9	-0,4	3,9	3,3	0,8	1,8	0,0	5,1
Feb	108,3	-0,6	-1,4	-1,5	0,2	0,8	-0,4	-2,2	1,5	5,6
Mar	109,0	-0,1	-0,4	-0,4	-1,2	-0,5	1,5	.	5,6	10,0
Abr	108,2	-0,7	-0,8	-1,6	1,0	-1,5	-0,3	.	1,6	11,2
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,9

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. Elaborado, en parte según el SEC 95 y, en parte, según el SEC 79. El último trimestre es una primera estimación.
- 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)

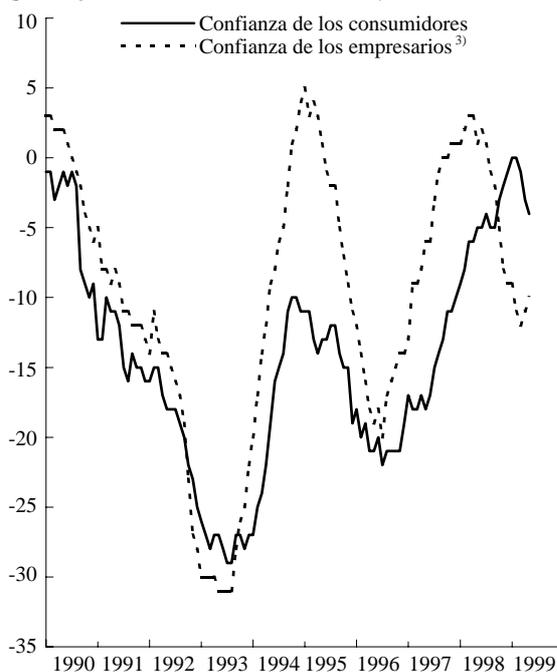
	Ocupados				Parados ²⁾		Productividad laboral	
	Total economía ¹⁾		Manufacturas		Millones	% de la población activa	Total economía ¹⁾ (Tasa interanual de variación)	Manufacturas (Tasa interanual de variación)
	Índice 1995 = 100 1	Tasa interanual de variación 2	Índice 1995 = 100 3	Tasa interanual de variación 4					7	8
1995	100,0	0,5	100,0	-1,1	14,382	11,4	1,9	4,7
1996	100,3	0,3	98,1	-1,9	14,808	11,6	1,3	2,1
1997	100,8	0,5	97,1	-1,0	14,902	11,6	1,9	6,1
1998	102,2	1,3	97,8	0,7	14,102	10,9	.	3,7
1998 I	101,5	1,1	97,6	0,6	14,460	11,2	3,1	6,9
II	101,9	1,2	97,9	1,0	14,197	11,0	1,5	4,3
III	102,4	1,4	97,9	0,9	13,996	10,9	1,4	3,3
IV	102,8	1,6	97,8	0,4	13,756	10,7	.	0,6
1999 I	.	.	97,6	0,1	13,513	10,5	.	-0,4
1998 Abr	-	-	97,8	0,8	14,275	11,1	-	3,3
May	-	-	97,9	1,0	14,209	11,0	-	6,8
Jun	-	-	98,0	1,0	14,107	10,9	-	3,0
Jul	-	-	97,9	0,9	14,044	10,9	-	3,7
Ago	-	-	97,9	0,9	14,016	10,9	-	3,8
Sep	-	-	97,9	0,8	13,927	10,8	-	2,6
Oct	-	-	97,9	0,6	13,818	10,7	-	2,0
Nov	-	-	97,7	0,4	13,730	10,7	-	1,3
Dic	-	-	97,7	0,3	13,720	10,6	-	-1,7
1999 Ene	-	-	97,8	0,3	13,565	10,5	-	0,6
Feb	-	-	97,7	0,2	13,516	10,5	-	-1,6
Mar	-	-	97,5	-0,2	13,458	10,5	-	-0,2
Abr	-	-	.	.	13,419	10,4	-	.

Cuadro 5.3

Encuestas de opinión

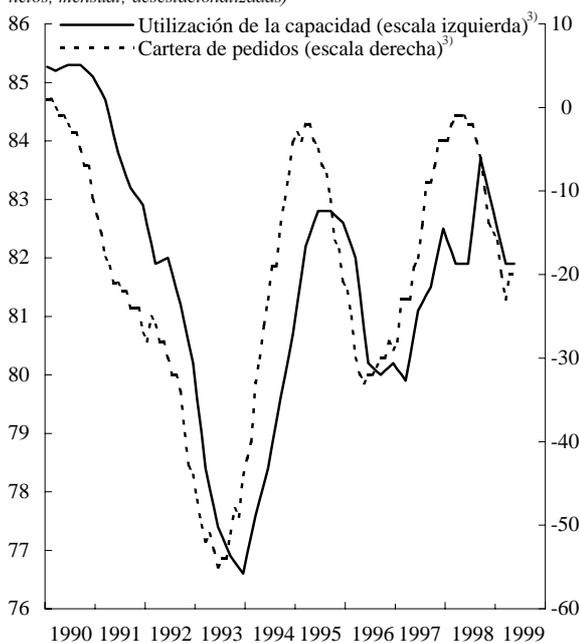
Indicadores de confianza de los consumidores y de la industria

(porcentajes netos, mensual; desestacionalizados)



Utilización de la capacidad productiva y cartera de pedidos

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



Fuentes: BCE: cálculos basados en datos nacionales disponibles no armonizados (columnas 1, 2, y 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)

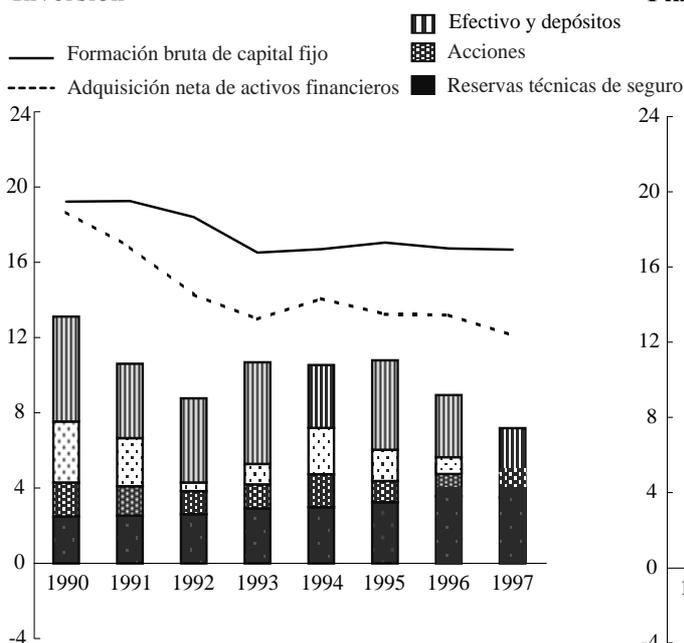
	Ahorro e inversión en la zona del euro ¹⁾			Inversión de los sectores privados no financieros ¹⁾²⁾								
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital fijo	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital fijo	Adquisición neta de activos financieros			Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones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

	Financiación de los sectores privados no financieros ¹⁾²⁾								Transacciones financieras netas (col. 6 - 14)	Inversión financiera en % sobre el total de inversión bruta (col. 6÷(4+6))	Contracción neta de pasivos en % sobre el total de financiación (col. 14÷(12+14))
	Ahorro bruto	Hogares	Contracción neta de pasivos	Valores distintos de acciones		Acciones	Préstamos	Préstamos a largo plazo			
				Valores a largo plazo							
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1991	21,0	12,1	13,2	0,4	0,3	1,7	9,0	4,8	3,6	46,7	38,6
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	7,6	1,3	1,4	1,7	3,8	4,6	5,6	44,2	27,1
1994	20,3	10,6	9,8	1,1	1,2	1,9	3,8	3,7	4,1	45,8	32,6
1995	21,0	10,8	5,6	-1,7	-1,8	1,7	4,7	2,9	7,5	43,7	21,0
1996	20,3	10,7	8,4	0,2	0,1	1,9	4,6	3,5	4,4	43,7	29,3
1997	19,8	9,4	7,6	0,0	-0,1	1,4	4,8	3,1	4,1	42,0	27,7
1998	19,0	8,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.

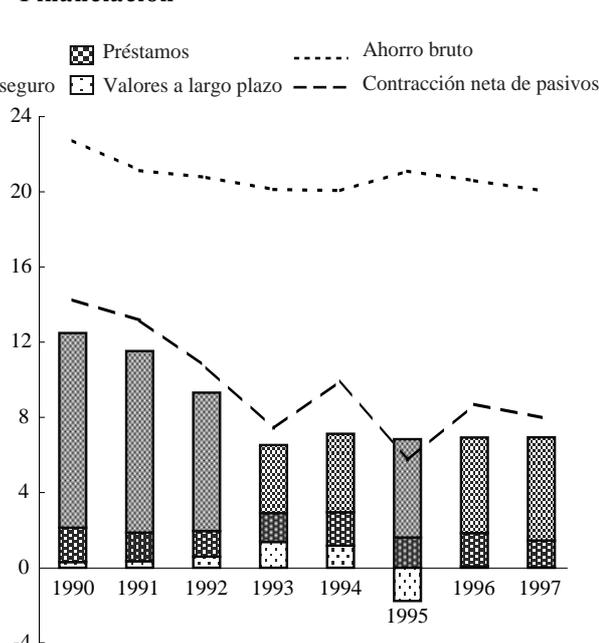
Inversión y financiación de los sectores privados no financieros¹⁾²⁾

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2) Zona del euro, excluyendo Luxemburgo.

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

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

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

Cuadro 8.1

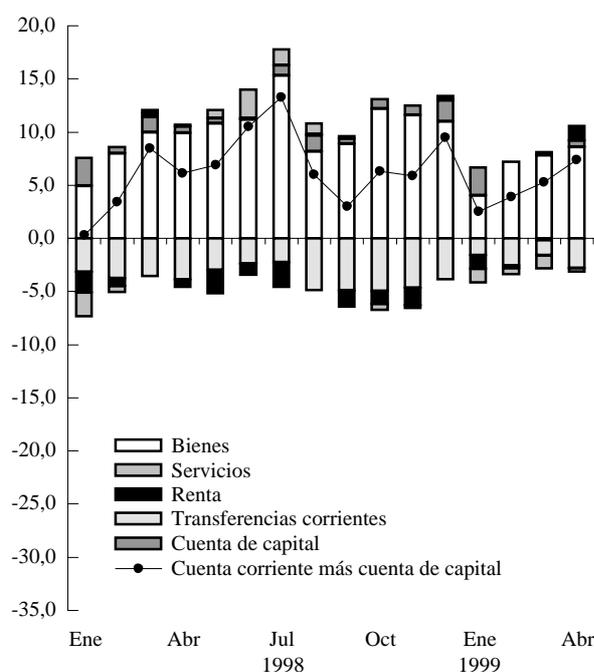
Balanza de pagos: resumen

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

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuenta financiera ¹⁾						Errores y omisiones ²⁾
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transferencias corrientes		Total ³⁾	Inversión directa	Inversión de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva ²⁾	
	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
1999 I	9,2	19,1	-3,2	-1,2	-5,6	2,4	-21,6	-9,9	-41,9	-1,6	27,7	4,0	10,0
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
Mar	5,5	7,8	-1,3	0,3	-1,4	-0,2	-40,2	-2,6	-33,2	0,8	-7,0	1,8	34,9
Abr	6,8	8,6	-0,4	1,4	-2,8	0,6	17,3	-13,8	2,4	2,7	24,5	1,5	-24,7

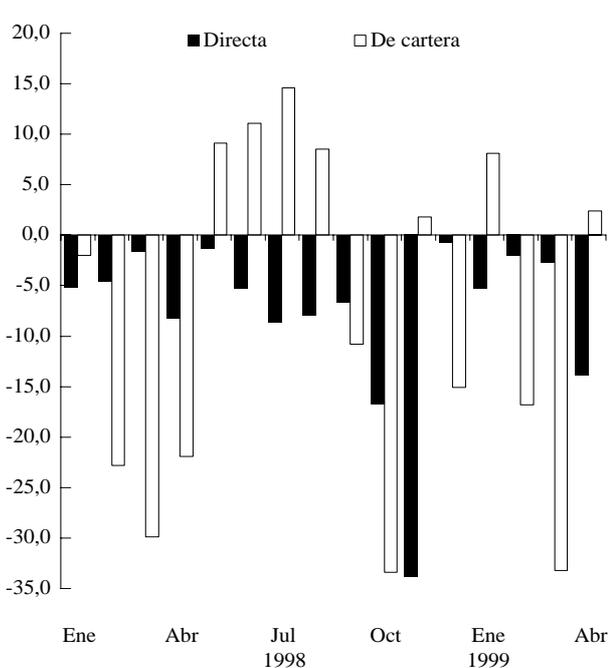
Cuentas corriente y de capital

[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) Entradas (+); salidas (-). Activos de reserva: aumento (-); disminución (+).

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

3) Los datos anteriores a enero de 1999 son estimados parcialmente.

Cuadro 8.2

Cuentas corriente y de capital

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

	Cuenta corriente										Cuenta de capital	
	Total		Bienes		Servicios		Renta		Transferencias corrientes		Ingresos 11	Pagos 12
	Ingresos 1	Pagos 2	Ingresos 3	Pagos 4	Ingresos 5	Pagos 6	Ingresos 7	Pagos 8	Ingresos 9	Pagos 10		
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	26,1	5,2	1,5
1999 I	292,7	283,5	177,9	158,9	47,9	51,0	44,5	45,6	22,4	28,0	4,4	2,0
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
Mar	104,7	99,2	66,8	58,9	17,4	18,6	16,1	15,7	4,5	5,9	0,8	1,0
Abr	103,8	97,0	63,5	55,0	17,9	18,3	17,5	16,1	4,8	7,6	1,5	0,9

Fuente: BCE.

Cuadro 8.4

Cuentas de inversión directa y de cartera¹⁾

[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 ²⁾	Activos	Pasivos ²⁾	Activos			Pasivos ²⁾		
							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
1999 I	-28,1	18,3	-64,6	22,7	-15,2	-13,5	-49,4	-47,8	-1,6	36,2	33,2	3,0
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
Mar	-11,1	8,5	-27,6	-5,6	-5,8	-22,3	-21,8	-21,9	0,1	16,7	15,5	1,3
Abr	-22,4	8,6	-14,4	16,8	-4,1	2,7	-10,3	-16,4	6,1	14,1	12,7	1,3

Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 8.5

Cuenta de otras inversiones¹⁾²⁾

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

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluyendo el Eurosistema)						Otros sectores	
	Activos 1	Pasivos 2	Activos 3	Pasivos 4	Activos 5	Pasivos 6	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos 13	Pasivos 14
							Activos 7	Pasivos 8	Activos 9	Pasivos 10	Activos 11	Pasivos 12		
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
1999 I	-52,8	80,5	-2,4	0,0	-3,3	-5,0	-32,1	71,0	-19,9	21,1	-12,2	49,9	-14,9	14,5
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
Mar	-14,0	7,0	-0,3	0,0	-0,8	1,3	-13,0	-1,0	-5,9	15,9	-7,1	-16,8	0,1	6,7
Abr	17,9	6,6	0,9	0,0	-0,1	0,4	17,0	3,6	-3,5	4,8	20,5	-1,2	0,1	2,6

Fuente: BCE.

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

2) 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 activos¹⁾***(mm de euros; saldos a fin de período, salvo indicación en contrario)*

			Activos de reserva					Pro memoria: otros activos		
			Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles	Otros activos		
			1	2	3 En onzas troy de fino (millones)	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
	Abr		352,6	109,6	405	5,0	24,2	212,1	1,7	11,7
	May		345,9	104,1	405	4,5	24,4	211,2	1,7	12,2

Fuente: BCE.

1) 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	Índices de exportaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8			
1996	669,7	48,6	13,7	13,0	85,1	194,3	293,5	21,6	107,6	104,7	102,8
1997	762,4	52,8	16,3	14,4	98,9	216,3	342,5	21,2	122,5	115,9	105,7
1998	790,8	53,1	15,7	12,4	104,1	219,0	367,1	19,5	127,0	119,2	106,6
1996 IV	182,2	13,3	3,6	3,5	21,7	52,0	82,0	6,0	117,1	114,8	102,0
1997 I	170,7	12,0	3,8	3,7	22,6	48,7	74,6	5,4	109,7	104,2	105,3
II	191,7	13,3	4,1	3,6	25,1	53,9	86,4	5,4	123,2	117,2	105,1
III	193,4	13,0	4,2	3,4	25,6	55,7	86,5	4,9	124,3	116,6	106,6
IV	206,6	14,4	4,2	3,7	25,6	58,1	95,0	5,5	132,8	125,6	105,7
1998 I	194,0	13,1	4,1	3,4	26,5	54,3	87,5	5,0	124,6	115,6	107,8
II	203,6	13,9	3,9	3,3	26,9	56,0	94,5	5,1	130,8	122,5	106,8
III	194,5	12,7	3,9	2,9	25,7	54,5	90,0	4,7	125,0	117,4	106,5
IV	198,8	13,4	3,8	2,8	24,9	54,2	95,2	4,7	127,7	121,4	105,2
1999 I	183,4	.	.	.	.	.	.	.	117,8	.	.
1997 Dic	67,1	4,5	1,3	1,3	8,1	18,1	32,0	1,9	129,4	122,3	105,8
1998 Ene	58,4	4,0	1,3	1,2	8,4	16,2	25,8	1,6	112,7	104,7	107,6
Feb	63,7	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	20,1	32,9	1,8	138,6	128,3	108,0
Abr	67,9	4,7	1,3	1,1	9,2	18,8	30,9	1,9	130,9	122,5	106,9
May	65,7	4,5	1,3	1,1	8,7	18,1	30,5	1,6	126,7	118,5	106,9
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	131,2	106,9
Ago	56,2	4,0	1,2	0,9	7,7	15,4	25,4	1,4	108,3	102,3	105,9
Sep	65,6	4,3	1,3	0,9	8,8	18,2	30,6	1,6	126,5	118,7	106,6
Oct	68,3	4,5	1,3	1,0	8,6	19,3	32,0	1,6	131,7	124,7	105,6
Nov	66,1	4,5	1,3	0,9	8,1	17,9	31,9	1,6	127,5	121,7	104,7
Dic	64,3	4,4	1,2	0,9	8,2	16,9	31,2	1,5	124,0	117,8	105,3
1999 Ene	54,1	.	.	.	.	.	.	.	104,2	.	.
Feb	59,4	.	.	.	.	.	.	.	114,4	.	.
Mar	69,9	.	.	.	.	.	.	.	134,8	.	.

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

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

2) Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

2. Importaciones¹⁾

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

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros	Índices de importaciones 1995 = 100		
									Valor ²⁾	Volumen ²⁾	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	593,9	46,7	36,5	73,8	53,8	166,1	191,3	25,7	105,5	102,9	102,6
1997	674,0	49,6	41,3	81,2	61,9	188,0	228,2	23,7	119,8	110,3	108,6
1998	707,8	50,3	41,0	61,9	67,3	199,8	264,6	23,0	125,8	122,6	102,6
1996 IV	157,9	12,1	9,0	22,2	13,7	41,4	51,3	8,1	112,2	108,8	103,2
1997 I	159,1	11,4	9,6	21,2	14,6	44,5	51,5	6,3	113,1	106,0	106,7
II	168,0	12,6	11,0	18,6	16,0	46,5	57,3	5,9	119,4	111,4	107,2
III	166,6	12,2	10,0	20,0	15,2	48,9	55,6	4,7	118,4	106,9	110,8
IV	180,3	13,5	10,6	21,4	16,1	48,1	63,8	6,9	128,2	116,9	109,6
1998 I	180,5	12,6	10,8	17,5	17,6	51,2	64,6	6,2	128,3	119,6	107,3
II	178,7	12,5	11,1	15,9	17,2	50,0	65,8	6,1	127,0	121,4	104,6
III	170,6	12,2	9,6	14,7	16,2	50,1	62,5	5,2	121,3	119,3	101,7
IV	178,0	12,8	9,5	13,8	16,2	48,4	71,7	5,5	126,5	130,3	97,1
1999 I	172,6	.	.	.	.	.	.	.	122,7	.	.
1997 Dic	58,8	4,4	3,4	7,0	5,1	15,3	21,0	2,6	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
Feb	58,2	4,0	3,5	5,7	5,5	16,6	20,7	2,2	124,2	115,2	107,8
Mar	64,4	4,6	3,8	5,6	6,5	18,2	23,7	2,0	137,3	129,0	106,4
Abr	60,0	4,3	3,7	5,4	5,7	16,6	22,3	2,0	127,9	121,3	105,5
May	57,1	4,0	3,5	5,5	5,6	15,7	20,9	1,8	121,7	116,0	104,9
Jun	61,6	4,2	3,9	4,9	5,9	17,7	22,7	2,3	131,4	127,1	103,4
Jul	59,1	4,3	3,6	4,9	5,9	17,7	20,9	1,9	126,1	123,5	102,1
Ago	50,0	3,7	2,8	4,7	4,7	14,7	17,9	1,5	106,7	105,5	101,1
Sep	61,5	4,2	3,3	5,0	5,7	17,7	23,7	1,9	131,1	128,8	101,8
Oct	61,7	4,3	3,3	5,0	5,7	17,2	24,3	2,0	131,6	132,5	99,3
Nov	59,0	4,2	3,1	4,4	5,3	16,0	24,3	1,8	125,8	130,6	96,3
Dic	57,3	4,4	3,1	4,4	5,2	15,3	23,2	1,8	122,3	127,9	95,6
1999 Ene	53,9	.	.	.	.	.	.	.	114,8	.	.
Feb	55,2	.	.	.	.	.	.	.	117,6	.	.
Mar	63,6	.	.	.	.	.	.	.	135,6	.	.

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

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

2) Cálculos del BCE basados en Eurostat.

Cuadro 9

3. Saldo comercial¹⁾

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

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8
1996	75,8	2,0	-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	114,3	-2,6
1998	83,0	2,9	-25,4	-49,5	36,8	19,2	102,5	-3,6
1996 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	8,0	4,2	23,0	-0,9
II	23,7	0,7	-7,0	-15,0	9,1	7,4	29,1	-0,6
III	26,8	0,9	-5,9	-16,6	10,4	6,8	30,9	0,2
IV	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	9,9	31,3	-1,3
1998 I	13,5	0,5	-6,7	-14,1	9,0	3,1	22,9	-1,1
II	24,9	1,4	-7,2	-12,6	9,7	6,0	28,6	-1,0
III	23,9	0,5	-5,8	-11,7	9,5	4,4	27,6	-0,6
IV	20,7	0,5	-5,7	-11,1	8,6	5,7	23,4	-0,9
1999 I	10,7	.	.	.	.	.	.	.
1997 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	-0,2
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	-0,1
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	6,2	0,3	-1,6	-3,8	3,1	0,7	7,6	-0,1
Sep	4,2	0,0	-2,0	-4,1	3,1	0,5	6,9	-0,3
Oct	6,6	0,2	-2,0	-4,0	2,9	2,2	7,7	-0,4
Nov	7,1	0,3	-1,9	-3,5	2,8	1,9	7,7	-0,2
Dic	7,0	-0,1	-1,8	-3,5	3,0	1,6	8,0	-0,2
1999 Ene	0,2	.	.	.	.	.	.	.
Feb	4,2	.	.	.	.	.	.	.
Mar	6,3	.	.	.	.	.	.	.

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

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

10 Tipos de cambio

Cuadro 10

Tipos de cambio¹⁾

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

		Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro									
		Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Libra esterlina	Corona sueca	Corona danesa	Dracma griega	Corona noruega	Dólar canadiense	
		1	2	3	4	5	6	7	8	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	II	1,100	149,5	1,643	0,665	8,60	7,52	339,9	8,28	1,592	
	III	1,118	156,3	1,642	0,676	8,95	7,50	332,7	8,54	1,690	
	IV	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44	331,5	8,82	1,814	
1999	I	1,122	130,7	1,599	0,687	8,98	7,44	322,7	8,60	1,696	
	II	1,057	127,7	1,600	0,658	8,90	7,43	325,0	8,24	1,557	
1998	Jun	1,101	154,4	1,645	0,667	8,71	7,52	334,8	8,34	1,613	
	Jul	1,098	154,3	1,661	0,668	8,77	7,52	328,7	8,37	1,630	
	Ago	1,102	159,4	1,646	0,675	8,96	7,50	331,6	8,51	1,688	
	Sep	1,154	155,3	1,617	0,687	9,12	7,48	337,9	8,74	1,756	
	Oct	1,194	144,2	1,596	0,705	9,37	7,44	336,5	8,88	1,842	
	Nov	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44	329,1	8,68	1,793	
	Dic	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45	328,8	8,91	1,807	
1999	Ene	1,161	131,3	1,605	0,703	9,08	7,44	323,6	8,65	1,765	
	Feb	1,121	130,8	1,598	0,689	8,91	7,44	322,0	8,65	1,679	
	Mar	1,088	130,2	1,595	0,671	8,94	7,43	322,5	8,51	1,651	
	Abr	1,070	128,2	1,602	0,665	8,91	7,43	325,5	8,32	1,594	
	May	1,063	129,7	1,603	0,658	8,97	7,43	325,2	8,23	1,553	
	Jun	1,038	125,3	1,595	0,650	8,83	7,43	324,2	8,17	1,524	
% var. sobre mes anterior ²⁾		-2,4	-3,4	-0,5	-1,2	-1,6	0,0	-0,3	-0,8	-1,8	
		Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro								Tipo de cambio efectivo (TCE) del área del euro ³⁾	
		Dólar australiano	Dólar neozelandés	Dólar de Hong Kong	Won coreano	Dólar de Singapur	Dólar de Taiwan	Nuevo peso mejicano	Nominal	Real	
		10	11	12	13	14	15	16	17	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	1.069,8	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	II	1,754	2,063	8,53	1.537,0	1,810	37,09	9,55	91,3	91,1	
	III	1,867	2,199	8,67	1.486,8	1,935	38,71	10,62	93,5	93,4	
	IV	1,887	2,236	9,16	1.516,6	1,942	38,64	11,84	94,6	94,2	
1999	I	1,770	2,087	8,69	1.342,6	1,911	36,60	11,18	91,0	90,8	
	II	1,618	1,949	8,19	1.258,8	1,810	34,57	9,98	87,6	87,4	
1998	Jun	1,824	2,151	8,53	1.539,8	1,866	38,06	9,83	92,2	92,0	
	Jul	1,776	2,116	8,51	1.423,6	1,878	37,79	9,78	92,0	92,1	
	Ago	1,868	2,196	8,55	1.450,4	1,939	38,33	10,34	93,3	93,3	
	Sep	1,962	2,289	8,97	1.592,4	1,994	40,10	11,83	95,2	94,9	
	Oct	1,932	2,284	9,31	1.615,7	1,969	39,81	12,21	95,8	95,3	
	Nov	1,834	2,18	9,05	1.511,9	1,913	38,08	11,64	94,1	93,6	
	Dic	1,893	2,241	9,11	1.426,3	1,941	38,02	11,65	94,0	93,6	
1999	Ene	1,839	2,159	8,99	1.362,4	1,950	37,43	11,82	92,7	92,3	
	Feb	1,751	2,062	8,68	1.330,2	1,905	36,41	11,21	90,9	90,6	
	Mar	1,726	2,045	8,43	1.336,2	1,881	36,04	10,60	89,5	89,4	
	Abr	1,668	1,972	8,30	1.292,2	1,834	35,22	10,10	88,4	88,0	
	May	1,605	1,925	8,24	1.272,1	1,820	34,82	9,97	88,1	87,8	
	Jun	1,580	1,948	8,05	1.212,6	1,775	33,70	9,88	86,4	86,2	
% var. sobre mes anterior ²⁾		-1,5	1,2	-2,3	-4,7	-2,5	-3,2	-0,9	-2,0	-1,9	
% var. sobre año anterior ²⁾									-6,4	-6,3	

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	2,0	6,8	7,2	3,98
1997	1,9	0,4	63,6	6,26	7,48	0,6	2,8	3,1	5,6	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	0,8	58,1	4,94	7,50	-1,2	2,8	2,9	2,2	5,1	4,6	4,27
1998	II	1,4	-	5,12	7,52	-1,8	1,6	1,3	-1,2	5,2	5,1	4,21
	III	1,2	-	4,82	7,50	1,4	3,1	3,7	3,7	5,1	6,6	4,47
	IV	1,1	-	4,51	7,44	-3,5	4,4	2,7	-0,3	4,7	3,7	4,51
1999	I	1,4	-	4,22	7,44	.	.	.	0,0	4,8	4,5	3,64
	II	-	-	-	7,43	.	.	.	.	.	.	3,12
1998	Dic	1,1	-	4,27	7,45	-	-	-	-3,6	4,7	2,9	4,23
1999	Ene	1,2	-	4,03	7,44	-	-	-	-0,9	4,9	3,7	3,87
	Feb	1,3	-	4,19	7,44	-	-	-	-0,9	4,8	4,3	3,62
	Mar	1,7	-	4,43	7,43	-	-	-	1,8	4,7	5,5	3,46
	Abr	1,7	-	4,22	7,43	-	-	-	9,8	4,7	3,9	3,12
	May	1,6	-	4,46	7,43	-	-	-	.	.	5,2	3,11
	Jun	.	-	-	7,43	-	-	-	.	.	.	3,13
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	-3,1	.	.	3,4	10,0	4,0	13,53
1998	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	9,8	5,7	11,94
1999	I	3,4	-	6,08	322,7	.	.	.	-1,1	.	.	10,56
	II	-	-	-	325,0	.	.	.	.	.	.	9,80
1998	Dic	3,7	-	7,17	328,8	-	-	-	-1,3	9,3	8,7	11,62
1999	Ene	3,5	-	6,32	323,6	-	-	-	-0,1	.	14,6	11,45
	Feb	3,5	-	5,96	322,0	-	-	-	-0,9	.	.	10,43
	Mar	3,2	-	5,97	322,5	-	-	-	-2,2	.	.	9,84
	Abr	2,6	-	5,85	325,5	-	-	-	.	.	.	9,85
	May	2,2	-	5,75	325,2	-	-	-	.	.	.	9,72
	Jun	.	-	-	324,2	-	-	-	.	.	.	9,84
Suecia												
1995	-	-6,9	77,6	10,24	9,33	.	.	3,7	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	2,3	.	2,6	4,1	8,3	3,5	4,36
1998	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	2,4	.	2,5	4,8	8,2	4,7	4,29
	IV	0,1	-	4,50	9,38	2,8	.	3,2	1,2	7,6	4,5	3,94
1999	I	0,2	-	4,21	8,98	2,4	.	3,6	.	7,5	5,4	3,31
	II	-	-	4,54	8,90	.	.	.	.	.	.	3,07
1998	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	0,3	-	4,24	8,91	-	-	-	.	7,4	6,7	2,99
	May	0,3	-	4,50	8,97	-	-	-	.	.	6,6	3,10
	Jun	.	-	4,87	8,83	-	-	-	.	.	.	3,12
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	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	.	.	0,7	.	6,3	7,3	5,60
	II	-	-	-	0,658	.	.	.	.	.	.	5,29
1998	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	6,3	7,4	5,53
	Mar	1,7	-	4,60	0,671	-	-	-	.	.	6,9	5,40
	Abr	1,5	-	4,54	0,665	-	-	-	.	.	.	5,32
	May	1,3	-	4,83	0,658	-	-	-	.	.	.	5,35
	Jun	.	-	-	0,650	-	-	-	.	.	.	5,22

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 Grecia.

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

5) Manufacturas; ajustado por días laborales.

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

I 2 Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE

Cuadro 12.1

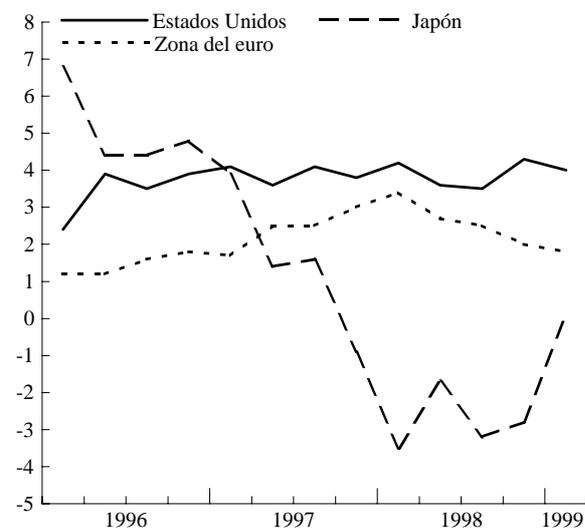
Evolución económica y financiera

(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⁾	Tiempo 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 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	-1,6	4,0	2,3	4,3	8,5	4,99	5,00	1,122	-	-
1999 II	.	.	.	.	.	.	5,08	5,54	1,057	-	-
1998 Dic	1,6	.	.	2,2	4,3	8,7	5,00	4,69	1,172	-	-
1999 Ene	1,7	.	.	1,9	4,3	8,7	4,99	4,78	1,161	-	-
1999 Feb	1,6	.	.	2,4	4,4	8,5	5,00	4,99	1,121	-	-
1999 Mar	1,7	.	.	2,5	4,2	8,1	4,99	5,23	1,088	-	-
1999 Abr	2,3	.	.	2,4	4,3	8,1	4,97	5,18	1,070	-	-
1999 May	2,1	.	.	2,4	4,2	7,9	4,98	5,54	1,063	-	-
1999 Jun	.	.	.	.	.	.	5,17	5,90	1,038	-	-
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	4,4	0,18	1,30	146,4	-5,9	.
1998 II	0,3	7,1	-1,7	-8,8	4,1	4,2	0,43	1,36	149,5	-	-
1998 III	-0,2	.	-3,2	-8,5	4,3	4,2	0,12	1,14	156,3	-	-
1998 IV	0,5	.	-2,8	-6,8	4,4	4,5	0,18	1,04	140,6	-	-
1999 I	-0,1	.	0,1	-4,2	4,6	4,1	0,31	1,96	130,7	-	-
1999 II	.	.	.	.	.	.	0,14	1,50	127,7	-	-
1998 Dic	0,6	.	.	-6,7	4,4	4,4	0,18	1,39	137,4	-	-
1999 Ene	0,2	.	.	-8,3	4,4	4,1	0,35	2,07	131,3	-	-
1999 Feb	-0,1	.	.	-4,1	4,6	3,9	0,38	2,09	130,8	-	-
1999 Mar	-0,4	.	.	-0,8	4,8	4,2	0,20	1,72	130,2	-	-
1999 Abr	-0,1	.	.	-2,4	4,8	4,0	0,18	1,55	128,2	-	-
1999 May	-0,4	.	.	.	4,6	4,1	0,12	1,36	129,7	-	-
1999 Jun	.	.	.	.	.	.	0,10	1,60	125,3	-	-

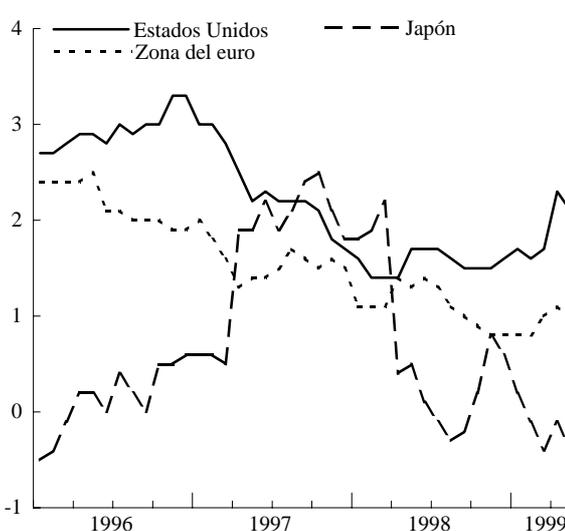
Producto interior bruto a precios constantes

(tasa interanual de variación; trimestral)



Índices de precios de consumo

(tasa interanual de variación; mensual)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5, 6, 8 (hasta diciembre de 1998), 9 y 11]; OCDE [columna 2 para (Japón)]; Eurostat (datos de la zona 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 periodo; M2 + CD para Japón.

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

4) Para más información, véase cuadro 10.

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

Cuadro 12.2

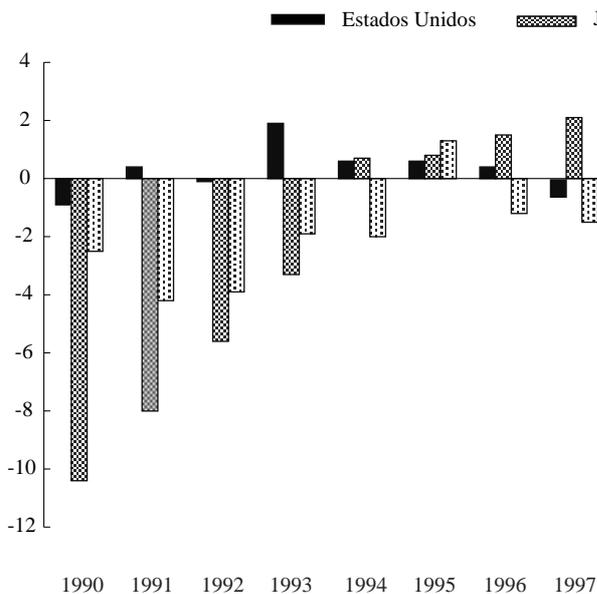
Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las empresas no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto 1	Formación bruta de capital 2	Capacidad de financiación 3	Formación bruta de capital 4	Formación bruta de capital fijo 5	Adquisición neta de activos financieros 6	Ahorro bruto 7	Contracción neta de pasivos 8	Valores incluidos acciones 9	Gasto de capital 10	Adquisición neta de activos financieros 11	Ahorro bruto 12	Contracción neta de pasivos 13
Estados Unidos													
1995	16,3	17,4	-1,4	7,8	7,2	6,0	8,3	5,4	2,3	12,2	6,6	13,5	5,0
1996	16,6	17,8	-1,6	7,9	7,5	5,3	8,2	5,2	0,7	12,4	5,1	13,5	4,8
1997	17,3	18,4	-1,7	8,3	7,4	3,7	8,2	4,3	1,5	12,3	4,6	12,8	4,6
1998	17,2	18,8	-2,5	8,3	7,7	4,3	8,1	4,6	0,8	12,8	4,9	11,5	5,9
1997 II	17,6	18,5	-1,5	8,7	7,5	1,8	8,3	2,9	1,1	12,2	5,9	13,3	4,5
1997 III	17,5	18,4	-1,7	8,2	7,7	5,1	8,4	6,1	1,6	12,3	4,9	12,9	5,4
1997 IV	17,3	18,5	-2,0	8,1	7,3	3,2	8,1	3,4	2,1	12,2	4,6	12,3	4,0
1998 I	17,7	19,1	-2,1	8,7	7,7	6,1	8,2	6,6	1,9	12,5	3,5	11,6	5,6
1998 II	17,2	18,7	-2,5	8,1	7,8	2,3	8,1	2,7	2,6	12,8	8,2	11,5	6,0
1998 III	17,3	18,8	-2,7	8,2	7,6	4,1	8,1	4,1	0,7	12,7	3,6	11,3	5,1
1998 IV	16,9	18,8	-2,6	8,2	7,8	4,7	8,0	4,8	-2,0	13,1	4,4	11,5	6,7
1999 I	17,0	19,0	-3,0	8,2	7,7	5,4	8,1	5,7	3,9	13,3	4,3	10,9	6,6
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 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
1999 I													

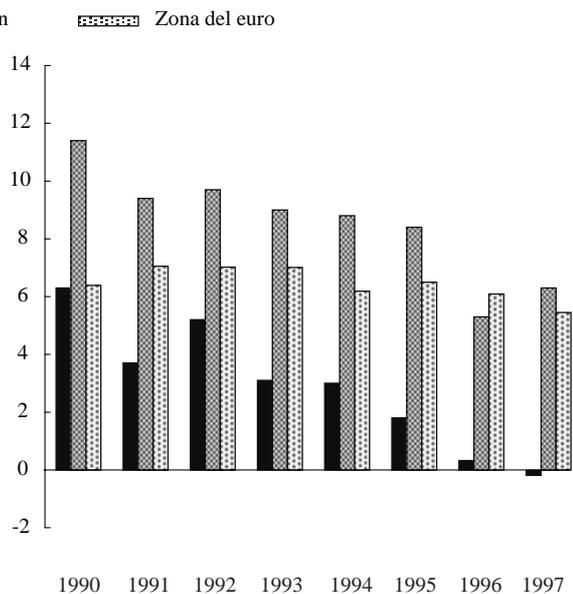
Capacidad de financiación de las empresas no financieras

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

Dado que la composición del ECU no coincide con las monedas de los Estados miembros que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, convertidos a ECU de las monedas participantes al correspondiente tipo de cambio del ECU, están afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 en los cuadros 2.1 a 2.6 se expresan en unidades convertidas de las monedas nacionales al tipo de cambio irrevocable 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 1 de julio de 1999.

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden revisarse. Pueden producirse discrepancias entre los totales y sus componentes debidas a redondeo.

Estadísticas monetarias y financieras

En los cuadros 1.1 a 1.5 se recogen el estado financiero consolidado del Eurosistema, los datos de las operaciones del Eurosistema, las estadísticas relativas a las reservas mínimas y la posición de liquidez del sistema bancario. En los cuadros 2.1 a 2.3 se presentan los datos monetarios relativos a las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), incluido el Eurosistema. El cuadro 2.3 es consolidado; no se recogen los saldos entre IFM dentro de la zona del euro, pero todas las diferencias entre la suma de activos y pasivos tal como se registran se recogen en la columna 13. En el cuadro 2.4 figuran los agregados monetarios obtenidos de los balances consolidados de las IFM; incluye también algunos pasivos (monetarios) del Estado. En el cuadro 2.5 se recoge un análisis trimestral por sectores y plazo de vencimiento de los créditos concedidos por las IFM de la zona del euro. En el cuadro 2.6 se recoge un análisis trimestral por monedas de algunos de los epígrafes del balance de las IFM. Próximamente se ofrecerá un mayor detalle trimestral. En la dirección del BCE en Internet se publica la lista completa de Instituciones Financieras Monetarias. En el Manual «*Money and Banking Statistics Sector Manual: Guidance for the statistical classification of customers*» (IME, abril 1998)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 con-

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

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

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

Las estadísticas sobre emisiones y amortizaciones en los mercados de valores 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. Las estimaciones realizadas para antes de 1995 se basan en los índices de precios de consumo nacionales y no son plenamente comparables. 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, va-

riable 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. Los datos contenidos en esta edición están elaborados, en parte, según el SEC 95 y, en parte, según el SEC 79.

Las tasas de desempleo se adecuan 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 la zona del euro, con el fin de complementar el análisis monetario y el estudio de la financiación. El objetivo es proporcionar un conjunto de cuentas financieras casi omnicomprendivas, aunque no completas, para la zona del euro, basadas en las estadísticas monetarias y bancarias, las estadísticas de balanza de pagos, las estadísticas de los mercados de capitales, las estadísticas de las instituciones financieras no monetarias y las estadísticas de las Administraciones Públicas que sean acordes con las cuentas nacionales SEC 95. En el cuadro 6 figura un conjunto de estadísticas para la zona del euro basadas en las cuentas nacionales financieras y de capital.

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

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos (cuadros 8.1 a 8.5) y en las estadísticas de posición de inversión internacional (se publicarán el próximo otoño con saldos a final de 1998) se ajustan, en general, a lo establecido en la 5.^a edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI (octubre de 1993), así como a la documentación contenida en el Reglamento del BCE, de 1 de diciembre de 1998, sobre requisitos de declaración de datos (BCE/1998/17) y a la documentación de Eurostat. La metodología común acordada entre el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) y el método de agregación se explican en la página 30 de la edición de mayo 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 correspondientes. 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. El índice de valor lo calcula el BCE. El índice de volumen se obtiene a partir del índice de valor unitario facilitado por Eurostat y el índice de valor. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (cuadros 8.1 y 8.2).

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 la 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

22 de diciembre de 1998

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

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

31 de diciembre de 1998

De acuerdo con el apartado 4 del artículo 109 L del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Consejo de la UE, actuando por unanimidad de los Estados miembros de la Comunidad Europea no acogidos a excepción, a propuesta de la Comisión Europea y previa consulta al BCE, adopta los tipos de conversión irrevocables del euro, con efectos a partir del 1 de enero de 1999, a las 0,00 horas (hora local).

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

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

7 de enero de 1999

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

12 de enero de 1999

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

21 de enero de 1999

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

4 de febrero de 1999

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

18 de febrero de 1999

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

4 de marzo de 1999

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

18 de marzo de 1999

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

8 de abril de 1999

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

22 de abril de 1999

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

Además el Consejo de Gobierno anuncia que en las operaciones de financiación a más largo plazo que se liquidarán durante los seis meses siguientes, la intención es continuar adjudicando un importe de 15 mm de euros por operación.

6 de mayo de 1999

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

20 de mayo de 1999

El Consejo de Gobierno del BCE decide que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y

la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

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

2 de junio, 17 de junio, 1 de julio de 1999

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

Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)

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

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

Informe anual

«Informe anual 1998», abril 1999.

Boletín mensual

Artículos publicados a partir de enero de 1999:

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

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

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

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

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

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

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

«Evolución a largo plazo y variaciones cíclicas de los principales indicadores económicos de los países de la zona del euro», julio 1999.

«El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales», julio 1999.

Serie de documentos de trabajo

- 1 "A global hazard index for the world foreign exchange markets " por V. Brousseau y F. Scacciavillani, mayo 1999.
- 2 "What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank" por C. Monticelli y O. Tristani, mayo 1999.
- 3 "Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world" por C. Detken, mayo 1999.
- 4 "From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries" por I. Angeloni y L. Dedola, mayo 1999.
- 5 "Core inflation: a review of some conceptual issues" por M. Wynne, mayo 1999.

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.

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

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

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

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

«Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise», julio 1999.

