



BANCO CENTRAL EUROPEO

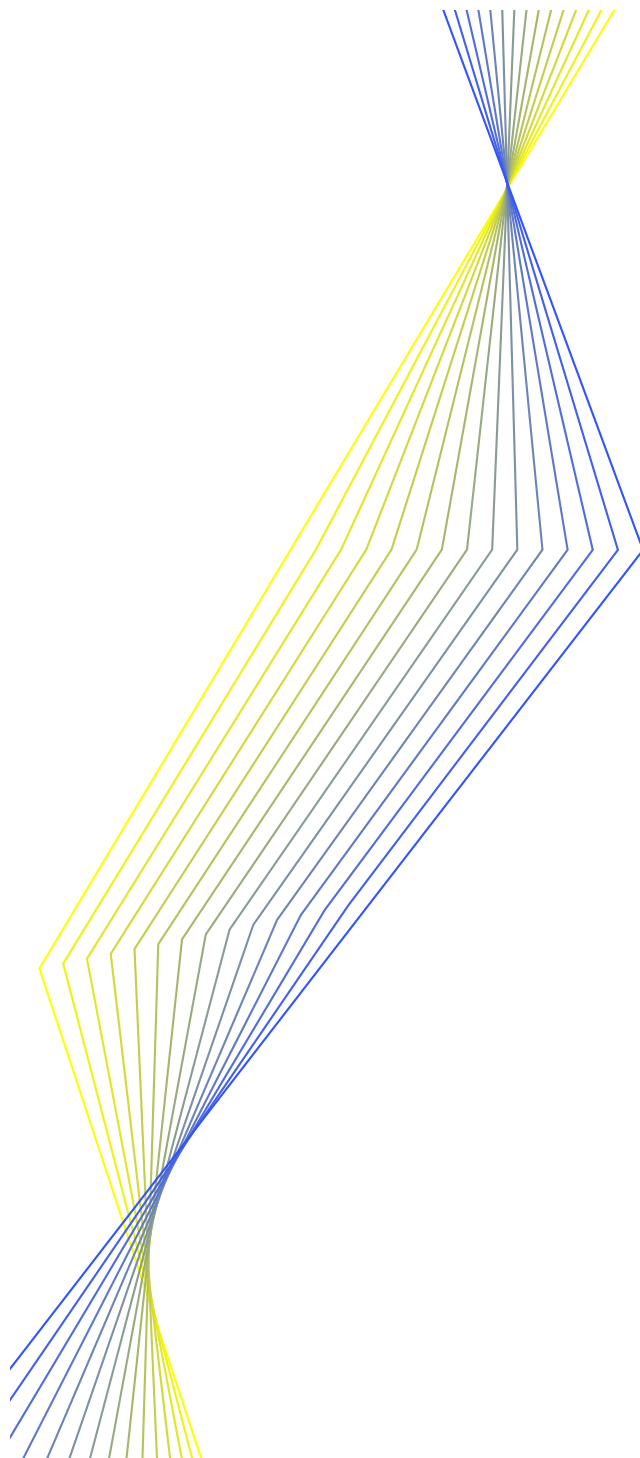
ECB EZB EKT BCE EKP

BOLETÍN  
MENSUAL

Agosto 1999



**BANCO CENTRAL EUROPEO**



**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

**Agosto 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**

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

*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 5 de agosto de 1999.*

ISSN 1561-0268

# Índice

Editorial	5
Evolución económica de la zona del euro	7
Evolución monetaria y financiera	7
Evolución de precios	16
Producto, demanda y mercado de trabajo	20
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	29
El papel internacional del euro	35
Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999	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

Los datos y los resultados de las encuestas de que se dispone desde finales de junio de 1999 concuerdan con las expectativas de que, durante el primer semestre de 1999, el ritmo de actividad económica de la zona del euro iba, primero, a frenar su descenso para, posteriormente, estabilizarse y luego acelerarse durante el segundo semestre del año. Las señales procedentes de los mercados financieros confirmaron la mejora de las perspectivas en este sentido. En un contexto de progresiva consolidación de la recuperación económica, la evolución moderada de los precios y también de los indicadores adelantados de inflación sugiere que la evolución de los precios de consumo seguirá siendo compatible con la estabilidad de precios. El comportamiento de los agregados monetarios y crediticios hasta junio de 1999, inclusive, confirma en general este análisis, aunque no puede descartarse el riesgo de que se produzcan en el futuro presiones al alza sobre la estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno del BCE decidió, los días 15 y 29 de julio de 1999, mantener los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito en el 2,5%, el 1,5% y el 3,5%, respectivamente.

La media de tres meses de la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 correspondiente al período comprendido entre abril y junio de 1999 se situó en el 5,1%, el mismo nivel alcanzado durante el período de tres meses que finalizó en mayo de 1999. 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 de M3 descendió del 5,2% registrado en mayo al 5% en junio. La mayoría de los componentes de M3 contribuyeron a ese descenso, aunque en diverso grado.

Durante el mes de junio de 1999, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido al sector privado volvió a aumentar con respecto al 10,5% del mes anterior y se situó en el 10,9%. Sin embargo, la tasa de crecimiento del crédito total concedido a los residentes de la zona del euro descendió en junio hasta situarse en el 7,7% frente al 7,9% registrado en mayo, al haber disminuido el crédito concedido a las Administra-

ciones Públicas. El elevado ritmo de crecimiento del crédito al sector privado y la expansión de M3 no se consideran signos de presiones inflacionistas en la coyuntura actual, pero será preciso seguir atentamente el comportamiento de ambos agregados en los próximos meses, debido sobre todo a que, como consecuencia del dinamismo de los componentes más líquidos de M3 y del crédito al sector privado, los residentes de la zona del euro no tienen actualmente restricciones de liquidez.

Durante julio y los primeros días de agosto, los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro mantuvieron su evolución ascendente. El alza experimentada por los rendimientos de los bonos en la zona del euro fue impulsada, principalmente, por factores internos, dado que los mercados internacionales no siguieron en este sentido una trayectoria clara. Los tipos de interés a largo plazo pueden haberse visto afectados en particular por las expectativas de mejora del ciclo en la zona del euro, expectativas reflejadas en el hecho de que, en julio, se redujo el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro y los de Estados Unidos y se acentuó la pendiente positiva de la curva de rendimientos.

El tipo de cambio del euro se benefició en julio de la mejora de las expectativas de los mercados respecto de la evolución de la actividad económica en la zona del euro. Tras el declive experimentado hasta mediados de julio, el tipo de cambio efectivo nominal se recuperó en la segunda parte del mes, con lo cual la apreciación total de dicho tipo de cambio entre finales de junio y el 5 de agosto ascendió aproximadamente al 2%, mientras que, entre mediados de julio y el 5 de agosto, fue del 3%. La apreciación del euro resultó especialmente marcada frente al dólar estadounidense.

Las previsiones en relación con la coyuntura exterior refuerzan una vez más la hipótesis de una aceleración del crecimiento de la producción en la zona del euro. Aunque la economía estadounidense mostró ciertos signos de desaceleración, en el Reino Unido se detectaron los primeros indicios de recuperación. En Japón parece haberse detenido el prolongado declive de la actividad económica, aunque las señales proceden-

tes de ese país siguen siendo contradictorias. La reciente evolución de los indicadores económicos de los mercados emergentes sugiere que se está produciendo una recuperación en Asia oriental, mientras que, en cambio, las perspectivas con respecto a Latinoamérica han mejorado sólo ligeramente.

La información más reciente ha confirmado que el crecimiento de la producción de la zona del euro debería relanzarse durante la segunda parte de 1999. Según las estimaciones revisadas de Eurostat, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real aumentó en el primer trimestre de 1999 hasta situarse en el 0,5%, frente al 0,2% alcanzado durante el último trimestre de 1998. Estas cifras se basan en gran medida en datos que se han obtenido con arreglo a la nueva metodología del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y han de interpretarse con cierta cautela debido a la falta de experiencia que existe en relación con el SEC 95. Si se toman como base de medición las medias trimestrales, cabe afirmar que la producción industrial se estabilizó durante los períodos que finalizaron respectivamente en marzo y abril y se incrementó en el período posterior que finalizó en mayo de 1999. Según los datos preliminares de las encuestas que ha publicado la Comisión Europea, la confianza industrial siguió aumentando tanto en junio como en julio de 1999, con lo cual, por primera vez desde noviembre de 1998, volvió a situarse en sus valores medios a largo plazo. La confianza de los consumidores creció notablemente en julio, tras el descenso experimentado a lo largo de los tres meses anteriores, aproximándose así al máximo histórico alcanzado en enero de 1999. En términos generales, la actividad económica en la zona del euro presenta actualmente perspectivas más favorables que hace un mes.

La tasa de incremento interanual del IAPC bajó nuevamente, del 1% registrado en mayo hasta el 0,9% en junio de 1999, pese a las nuevas alzas

de precios energéticos provocadas por la acusada subida de los precios del petróleo de los últimos meses. La causa principal de la desaceleración fue la brusca caída de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos sin elaborar y, en menor medida, de los precios de los alimentos elaborados. La tasa de incremento interanual de los precios de los servicios siguió siendo moderada y no presentó variaciones con respecto al mes anterior. La tasa de incremento interanual del IAPC, con excepción de los alimentos estacionales y la energía, descendió ligeramente hasta alcanzar el 0,8%, frente al 0,9% registrado en mayo de 1999. Si bien a corto plazo es probable que la subida de los precios del petróleo y la depreciación efectiva del euro durante el primer semestre de 1999 ejerzan presiones al alza sobre los precios de la zona del euro, la intensificación de la competencia en algunos sectores debería contribuir a la moderación de las presiones sobre dichos precios.

Teniendo en cuenta todos los datos disponibles, las perspectivas de que se mantenga la estabilidad de precios continúan siendo favorables. Pese a ello, será necesario seguir atentamente durante los próximos meses el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios, así como los indicadores que actualmente apuntan con más fuerza a la aceleración de la actividad económica en la zona del euro.

El presente *Boletín mensual* del BCE incluye dos artículos. El primero, titulado «El papel internacional del euro», examina los diferentes aspectos del papel del euro en los mercados financieros internacionales. El segundo, titulado «Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999», analiza la información contenida en dichos balances y resalta las diferencias y semejanzas entre los distintos países que integran la zona del euro.

# Evolución económica de la zona del euro

## I Evolución monetaria y financiera

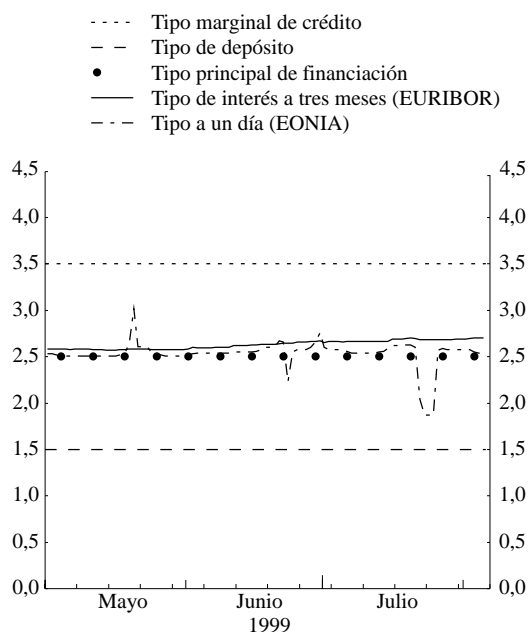
### Decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE

En sus reuniones del 15 y 29 de julio de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE examinó las perspectivas de evolución de los precios y los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro. Los últimos datos disponibles confirmaron la idea de que las perspectivas de inflación seguían siendo compatibles con la estabilidad de precios. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de interés del BCE vigentes. 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)

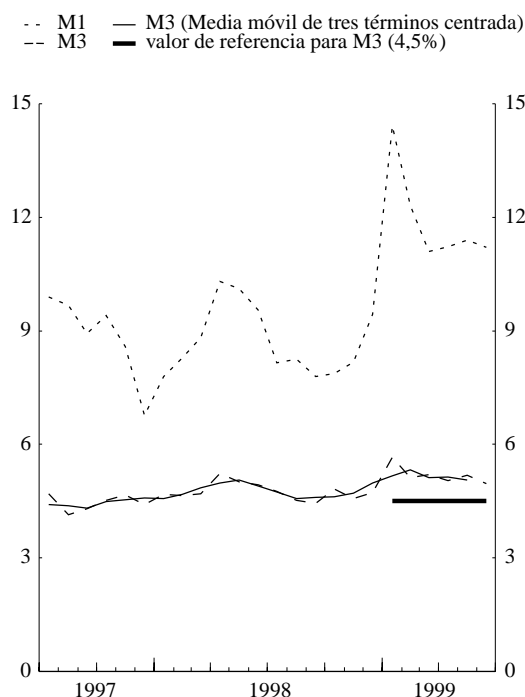


Fuente: BCE.

#### Gráfico 2

### Agregados monetarios en la zona del euro

(tasas interanuales de variación)



Fuente: BCE.

### Ligero descenso del crecimiento de M3 en junio

En junio de 1999, la tasa interanual de crecimiento del agregado monetario amplio M3 cayó hasta el 5%, desde el 5,2% correspondiente al mes anterior. (Esta última cifra fue revisada a la baja desde el 5,3%). La media de tres meses de las tasas anuales de crecimiento de M3, que abarca el período de abril a junio de 1999, se situó en el 5,1%, nivel coincidente con el mantenido en el período de tres meses que finalizó en mayo de 1999 (que fue revisado a la baja, desde el 5,2% inicial). En consecuencia, el crecimiento de M3 se mantuvo por encima del valor de referencia del 4,5%, establecido por el Consejo de Gobierno (véase gráfico 2).

Con datos no desestacionalizados, M3 aumentó en 10 mm de euros en junio de 1999; y en términos de la serie ajustada de estacionalidad,



## Cuadro I

### M3: Principales componentes

(saldos a fin de mes desestacionalizados y variaciones intermensuales)

	Junio 1999	Abril 1999		Mayo 1999		Junio 1999		Abril-Junio 1999	
	saldos	variaciones		variaciones		variaciones		variación media	
	mm euros	mm euros	%	mm euros	%	mm euros	%	mm euros	%
<b>M3</b>	4550,0	11,0	0,2	20,0	0,4	4,6	0,1	11,9	0,3
Efectivo en manos del público y depósitos a la vista (= M1)	1830,6	17,6	1,0	12,4	0,7	14,5	0,8	14,8	0,8
Otros depósitos a corto plazo (= M2 - M1)	2118,2	-15,0	-0,7	4,4	0,2	2,1	0,1	-2,8	-0,1
Instrumentos negociables (= M3 - M2)	601,2	8,5	1,4	3,2	0,5	-12,0	-2,0	-0,1	0,0

*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.*

en 5 mm de euros (alrededor del 0,1%), en relación con el mes anterior (véase cuadro I). Este moderado aumento de M3, en datos desestacionalizados, reflejó por un lado, el significativo aumento (14 mm de euros) del agregado M1, que incluye el efectivo y los depósitos a la vista, y un ligero aumento de otros depósitos a corto plazo (2 mm de euros), y, por otro lado, una disminución de los instrumentos negociables incluidos en M3 (12 mm de euros).

La reducción de la tasa interanual de crecimiento de M3 fue consecuencia de la ralentización de casi todos sus componentes, especialmente del menor ritmo de crecimiento de los fondos del mercado monetario y de los instrumentos del mercado monetario, así como de la nueva disminución de los valores de renta fija emitidos con vencimiento entre uno y dos años. Por el contrario, el efectivo en circulación y los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses, contribuyeron a un aumento del ritmo de crecimiento de M3.

En junio de 1999, la tasa anual de crecimiento del efectivo en circulación aumentó hasta el 3%, manteniéndose, así, la gradual trayectoria alcista observada en meses anteriores (1,7% en mayo). Por el contrario, la tasa anual de crecimiento de los depósitos a la vista disminuyó, desde el 13,7% en mayo hasta el 13,1% en junio. No obstante, el crecimiento interanual de los depósitos a la vista se mantuvo a un nivel considerablemente más alto que el prevaleciente antes del inicio de la tercera fase de la UEM debido al fuerte au-

mento registrado en enero de 1999 y a una marcada preferencia de los agentes por las tenencias de instrumentos líquidos, en un contexto de bajos costes de oportunidad. Debido al menor ritmo de crecimiento de los depósitos a la vista en junio, la tasa interanual de crecimiento del agregado monetario estrecho M1 disminuyó ligeramente hasta el 11,2%, desde el 11,4% registrado en mayo.

El crecimiento anual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó moderadamente en junio, situándose en el 2%, frente al 1,8% registrado en mayo. Desde una perspectiva de más largo plazo, la variación anual de estos instrumentos financieros —que suponen casi la mitad del saldo de M3— se ha mantenido en tasas entre el 1,5% y el 3%. La tasa de variación de los depósitos con vencimiento a menos de dos años siguió siendo negativa (-3,6% en junio), lo que, en gran parte, es el reflejo de la continua disminución, durante los últimos meses, de los tipos de interés de estos depósitos. Por el contrario, se fortaleció la demanda de depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses, y su tasa anual de crecimiento aumentó del 5,7% en mayo hasta el 6,2% en junio. Esto ocurría a pesar de que el tipo de interés aplicado por los bancos a estos instrumentos disminuyó, de nuevo, en junio. Puesto que los depósitos disponibles con un corto preaviso tienden a ser sustitutos cercanos de los depósitos a la vista, no puede excluirse la posibilidad de que su mayor ritmo de crecimiento en junio, fuera el resultado de una reestructuración

de las carteras de los inversores. La tasa de crecimiento del agregado monetario intermedio M2, que comprende el efectivo en circulación, los depósitos a la vista y otros depósitos a plazo, aumentó desde el 6% en mayo hasta el 6,2% en junio.

La tasa anual de variación de los instrumentos negociables incluidos en M3 disminuyó hasta el -2,4% en junio, frente al crecimiento positivo del 0,3% registrado en el mes anterior. Estos instrumentos retomaron, por tanto, su tendencia a la baja, que principalmente parece deberse al rendimiento relativamente bajo que proporcionan, dado el bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro y el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos. Entre los instrumentos negociables, disminuyó la relativamente alta tasa interanual de crecimiento de las participaciones en los fondos del mercado monetario y de los instrumentos del mercado monetario, desde el 13,7% en mayo hasta el 10,4% en junio. El saldo vivo de cesiones temporales continuó mostrando una significativa tendencia a la baja, disminuyendo a una tasa anual del 15,7% (tasa algo mayor que la registrada en los últimos meses). El saldo de valores de renta fija emitidos en vencimiento a menos de dos años experimentó, también, en junio, una reducción adicional del 17,5%, en términos anuales (frente al descenso del 12,7% registrado en el mes anterior).

### **El crecimiento del crédito al sector privado siguió aumentando en junio**

La tasa interanual de crecimiento del crédito concedido al sector privado residente de la zona del euro aumentó desde el 10,5% en mayo de 1999 hasta el 10,9% en junio, reflejando un mayor crecimiento tanto de los préstamos como de los valores distintos de las acciones. Sin embargo, la disminución de la tasa anual de variación del crédito concedido a las Administraciones Públicas, desde el 1,3% en mayo de 1999 hasta el -0,6% en junio, compensó sobradamente el aumento del crecimiento del crédito al sector privado. Como resultado, la tasa interanual de crecimiento del crédito total concedido a los residentes en la zona del euro disminuyó en junio hasta el 7,7%, desde el 7,9% correspondiente al mes anterior.

El aumento de la tasa de expansión del crédito al sector privado se produjo a pesar de que la tendencia a la baja de los tipos de interés de los préstamos bancarios —especialmente los correspondientes a los préstamos a más de un año concedidos a las empresas y a los préstamos para la adquisición de viviendas— se invirtió en junio. El aumento de los tipos bancarios de los préstamos, aún siendo modesto, puede haber originado una revisión al alza de las expectativas sobre futuros aumentos en línea con la trayectoria alcista de los tipos de interés a más largo plazo en junio. Esto puede haber reforzado la demanda de préstamos, con objeto de aprovechar los niveles aún relativamente bajos de los tipos de interés. Probablemente, un factor subyacente a la evolución reciente del crédito es el alto nivel de competencia en el sector bancario, que, también, puede haber contribuido a suavizar las condiciones de la financiación concedida por las IFM al sector privado.

La tasa de crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo del sector de IFM frente a otros residentes en la zona del euro aumentó ligeramente desde el 5% en mayo de 1999 hasta el 5,2% en junio, manteniéndose, por tanto, el mayor ritmo de crecimiento de esta contrapartida del M3 desde el recorte de los tipos de interés del BCE del 8 de abril de 1999. El aumento de estos pasivos se debió al incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos emitidos con vencimiento a más de dos años, si bien el crecimiento de estos depósitos continuó siendo modesto (2,2% en junio, frente al 1,5% en mayo). El mayor ritmo de crecimiento de los depósitos a más de dos años pudo deberse al aumento de su rentabilidad relativa frente a los depósitos a plazo inferior a dos años y frente a los depósitos a la vista. Lo anterior, junto con la disminución, ya señalada, de las tasas interanuales de crecimiento de los depósitos a corto plazo, sugiere que, en junio, pudo producirse una cierta reestructuración de las carteras, aumentando la demanda de los depósitos con vencimiento a más de dos años.

Los depósitos disponibles con preaviso de más de tres meses, en junio, intensificaron su tendencia a la baja, decreciendo a una tasa anual del 6,3%, en comparación con el descenso del 6% registrado en mayo. Esta evolución sugiere que

estos depósitos no han sido considerados como inversiones muy atractivas en los últimos meses. A diferencia de los depósitos con vencimiento fijo, los depósitos disponibles con preaviso representan tan sólo una pequeña fracción de los depósitos a más largo plazo y su uso no está tan extendido en la zona del euro como el de los depósitos a plazo (véase también el artículo titulado «Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999», en este Boletín). Por último, los valores de renta fija con vencimiento a la emisión de más de dos años siguieron creciendo a fuerte ritmo, a pesar de la ligera disminución de su tasa interanual de crecimiento desde el 8,1% en mayo, hasta el 7,9% en el mes de junio. La tasa interanual de crecimiento del capital y reservas, se mantuvo estable en el 6,7%.

La posición neta de activos exteriores del sector de IFM de la zona del euro aumentó, en términos absolutos y con datos sin ajustar de estacionalidad, en 12 mm de euros en junio, en comparación con la disminución de 46 mm de euros registrada el mes anterior. A pesar de la mejoría experimentada en junio de 1999, la disminución de los activos exteriores netos fue de 201 mm de euros en relación a un año antes. Esta disminución fue el reflejo de la salida neta de capitales de la zona del euro durante los últimos doce meses, resultado de las transacciones exteriores de los residentes que no son IFM en términos de la cuenta corriente, la cuenta de capital y la cuenta financiera.

### La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó en julio

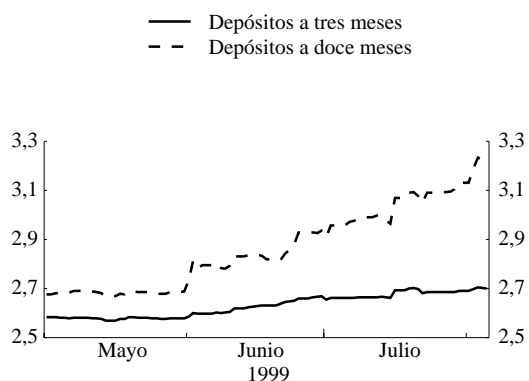
Durante el mes de julio y primeros días de agosto, la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó su pendiente, ya que los tipos de interés de los títulos con vencimiento de hasta tres meses no variaron significativamente, mientras que los tipos de interés tanto a seis meses como a 12 meses, aumentaron en más de 20 puntos básicos. El tipo de interés a un día, medido por el EONIA («Índice medio del tipo del euro a un día»), fluctuó durante la mayoría de los días del sexto período de mantenimiento (que empezaba el 24 de junio y terminaba el 23 de

julio de 1999) entre el 2,54% y el 2,63%, es decir, entre aproximadamente los mismos niveles que prevalecieron durante el período de mantenimiento anterior (véase también gráfico 1). En los dos últimos días del sexto período de mantenimiento, el EONIA disminuyó, situándose en niveles muy próximos al 2%, ya que la liquidez del sistema bancario excedía la cantidad necesaria para cumplir las exigencias del Euro-sistema en cuanto a mantenimiento de reservas (véase recuadro 1). En los primeros días del séptimo período de mantenimiento, el tipo de interés a un día se situó por debajo del 2,6%.

Con respecto al resto de los tramos de la curva de rendimientos del mercado monetario, los tipos de interés EURIBOR a un mes y a tres meses no registraron cambios significativos, situándose, el 5 de agosto de 1999, en el 2,63% y el 2,7%, respectivamente. Por su parte, los tipos de interés EURIBOR a seis meses y 12 meses aumentaron en 22 y 29 puntos básicos, situándose en el 3,04% y el 3,23%, respectivamente. En consecuencia, el diferencial entre los tipos de interés EURIBOR a seis meses y a 12 meses se amplió desde 27 puntos básicos a finales de junio, hasta 53 puntos básicos el 5 de agosto (véase gráfico 3). Esta evolución puede reflejar que los participantes del mercado asignan una mayor probabilidad a que los tipos de interés a corto plazo suban en el año 2000, que a que lo hagan en los próximos meses.

**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.

Estas expectativas de mercado se reflejaron, también, en los tipos de interés EURIBOR implícitos en los precios de los futuros. El tipo de interés a tres meses implícito en los contratos de futuros que vencen en septiembre de 1999 aumentó tan sólo marginalmente durante el mes de julio, mientras que el tipo de interés correspondiente a los contratos de futuros que vencen en diciembre de 1999 y en marzo y junio del año 2000, subieron entre 26 y 41 puntos básicos, para situarse el 5 de agosto en el 3,33% el 3,42% y el 3,71%, respectivamente. Como se ha señalado en otras ocasiones, el tipo de los futuros con vencimiento en diciembre de 1999 parece verse afectado, también, por las expectativas del mercado en relación con el efecto 2000.

La estabilidad de las condiciones del mercado monetario en los plazos más cortos, se reflejó en la operación de financiación mensual a largo plazo que se liquidó el 29 de julio de 1999. Como es habitual, esta operación a largo plazo tenía un vencimiento a tres meses y se realizó utilizando el procedimiento de subasta a tipo múltiple. Los tipos medio ponderado y marginal de adjudicación resultantes fueron del 2,66% y el 2,65%, respectivamente, es decir, sólo dos puntos básicos por encima de los tipos de la operación a más largo plazo realizada un mes antes, y, al igual que ocurría en el pasado, ligeramente inferiores al tipo de interés EURIBOR a tres meses del día de liquidación.

## Recuadro I

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

#### Adjudicaciones de las operaciones de política monetaria

Durante el sexto período de mantenimiento de reservas, que comenzó el 24 de junio y terminó el 23 de julio de 1999, el Eurosistema llevó a cabo cuatro 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 varió entre 53,0 mm y 95,0 mm de euros. La cuantía total de las solicitudes presentadas alcanzó un nuevo máximo de 1.479,4 mm de euros en la operación realizada el 20 de julio. Con un promedio de 1.307,9 mm de euros, el importe de las solicitudes correspondientes a las operaciones principales de financiación aumentó considerablemente en relación con el anterior período de mantenimiento de reservas, en el que el promedio fue de 895,5 mm de euros. Además, el número de entidades de contrapartida participantes en las subastas semanales del período estuvo entre 856 y 915, lo que significó un aumento respecto al período de mantenimiento anterior en el que

#### Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de junio y el 23 de julio de 1999

	Inyección de liquidez	Drenaje de liquidez	Contribuciones netas
<b>(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema</b>	<b>188,5</b>	<b>0,6</b>	<b>+ 187,9</b>
Operaciones principales de financiación	143,1	-	+ 143,1
Operaciones de financiación a más largo plazo	45,0	-	+ 45,0
Facilidades permanentes	0,4	0,6	- 0,2
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0
<b>(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario</b>	<b>342,4</b>	<b>427,3</b>	<b>- 84,9</b>
Billetes en circulación	-	342,1	- 342,1
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	45,7	-45,7
Activos exteriores netos (incluido el oro)	342,4	-	+ 342,4
Otros factores (netos)	-	39,5	- 39,5
<b>(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema</b>			<b>103,0</b>
<b>(d) Reservas mínimas exigidas</b>			<b>102,0</b>

Fuente: BCE.

Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

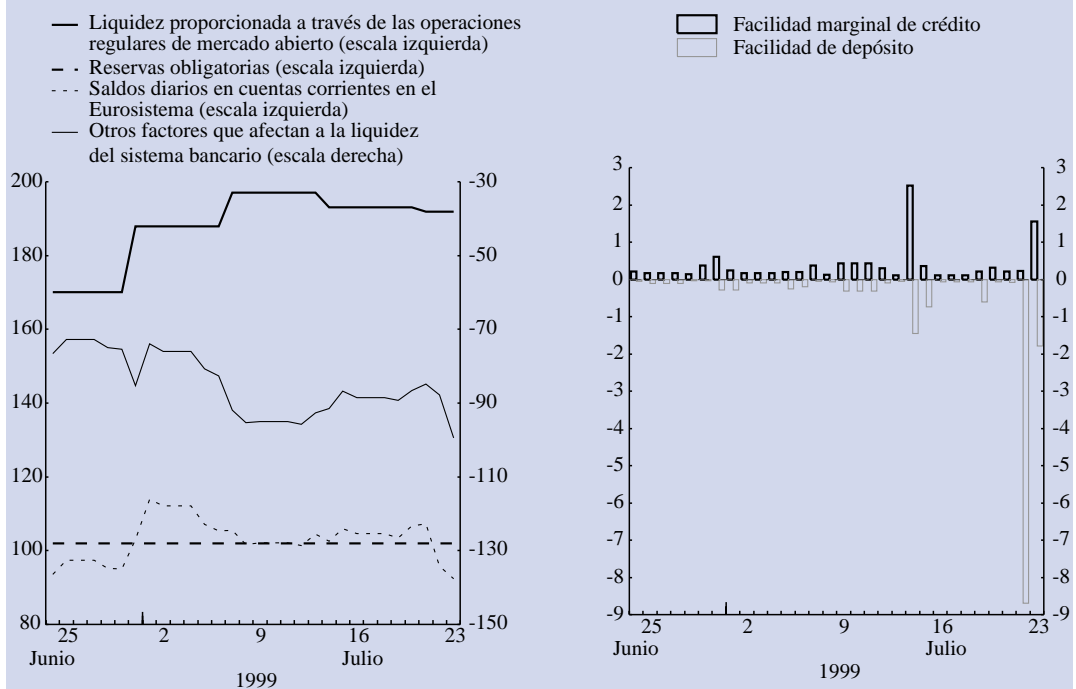
participaron entre 666 y 894 entidades. Debido, en parte, al tamaño de las dos subastas pendientes, el porcentaje de adjudicaciones varió entre el 4,25% y el 7,41%.

### Utilización de las facilidades permanentes

Si se compara con el periodo de mantenimiento de reservas anterior, la utilización media de la facilidad marginal de crédito aumentó, en promedio diario, desde 0,3 mm a 0,4 mm de euros, mientras que la utilización de la facilidad de depósito se mantuvo casi invariable, situándose en un promedio diario de 0,6 mm de euros. Aparte del

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

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

considerable recurso, el día 14 de julio, a ambas facilidades permanentes, debido, principalmente, a ciertos problemas del sistema de pagos en un país, la mayor parte del recurso a la facilidad de depósito se produjo en el penúltimo día del periodo de mantenimiento (8,7 mm de euros). Las entidades de contrapartida colocaron su exceso de liquidez en esta facilidad un día antes del final del periodo, ya que éste concluía en viernes y resultaba más rentable obtener intereses de la facilidad de depósito al tipo del jueves anterior y, al mismo tiempo, una remuneración por dicha liquidez durante el fin de semana al tipo medio de la operación principal de financiación, que era más elevada. Este tipo se paga por los saldos en cuenta corriente computables a efectos de las reservas mínimas exigidas. Además, el último día del periodo, el recurso a ambas facilidades permanentes fue relativamente grande (1,6 mm de euros para la facilidad marginal de crédito y 1,8 mm de euros para la facilidad de depósito), como consecuencia de las imperfecciones habituales en la distribución de la liquidez interbancaria al final del periodo de mantenimiento de reservas. El BCE había adjudicado un gran volumen de liquidez en la última operación principal de financiación del periodo, considerándose ésta apropiada, habida cuenta de la evolución de los factores autónomos al principio del siguiente periodo de mantenimiento y, también, teniendo en cuenta el nivel relativamente alto que habían alcanzado los tipos de interés a un día.

### Factores de liquidez que no están relacionados con la política monetaria

El efecto neto de drenaje de liquidez de los factores autónomos, es decir, los que no están relacionados con la política monetaria (rúbrica (b) del cuadro anterior) fue de 84,9 mm de euros en promedio, es decir, 10,1 mm de euros más que durante el anterior período de mantenimiento de reservas. La suma de los factores autónomos osciló entre 72,7 mm de euros y 99,3 mm de euros. Las razones fundamentales de este incremento fueron el aumento estacional de los billetes en circulación, que se situaron en promedio en 5,1 mm de euros, y una subida de 5,3 mm de euros en los depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema.

### 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 sexto período de mantenimiento de reservas, el saldo medio en cuentas corrientes fue de 103,0 mm de euros, mientras que las reservas mínimas obligatorias ascendieron, en promedio, en 102,0 mm de euros. Si se compara con el quinto período de mantenimiento de reservas, la diferencia entre estas dos variables aumentó ligeramente en 0,1 mm de euros para situarse en 1,0 mm de euros. De esta cantidad, alrededor de 0,2 mm de euros correspondieron a los saldos en cuentas corrientes que no contribuyen al cumplimiento de las reservas mínimas, que se mantuvieron en los mismos niveles que en el quinto período de mantenimiento. Unos 0,8 mm de euros correspondieron al exceso de reservas. En este caso, el ligero aumento con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores (en los que el exceso de reservas ascendió, en promedio, a 0,7 mm de euros) puede atribuirse al mismo factor mencionado anteriormente, es decir, al hecho de que el final del período de mantenimiento de reservas cayera en viernes.

### Los rendimientos de los bonos a largo plazo siguieron aumentando en julio

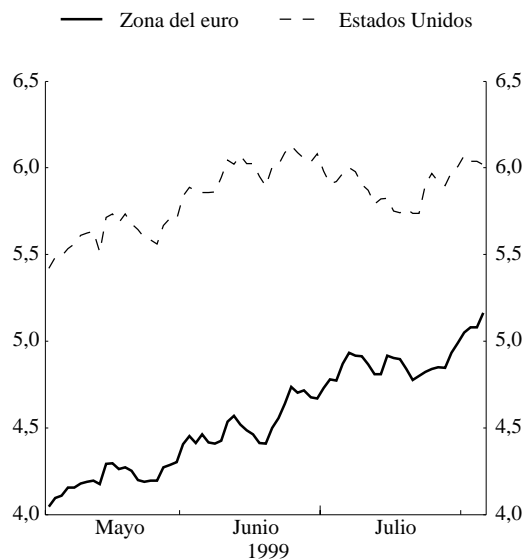
Manteniéndose la clara tendencia prevaleciente desde principios de mayo de 1999, los rendimientos de los bonos a largo plazo siguieron aumentando en la zona del euro a lo largo del mes de junio, registrando un ascenso de casi 50 puntos básicos (véase gráfico 4). El 5 de agosto, el nivel medio del rendimiento de los bonos a diez años en la zona del euro se situaba ligeramente por encima del 5,1%, más de 120 puntos básicos por encima de los niveles prevalecientes a finales de 1998. Las causas de este aumento de los rendimientos de los bonos desde finales de 1998 parecen ser varias, y tanto factores globales como nacionales parecen haber desempeñado un papel importante. Respecto a los factores internacionales, el aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo en Estados Unidos, que el 5 de agosto se situaban alrededor de 130 puntos básicos por encima de su nivel de finales de 1998, ejerció presiones alcistas sobre los rendimientos de los bonos a largo plazo en la zona del euro. Además, la incertidumbre del mercado financie-

ro hasta mediados de julio respecto de la evolución futura del euro, pudo provocar, en ocasio-

#### 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.

nes, que los inversores internacionales exigieran rendimientos más altos de los valores de renta fija de la zona del euro. Entre los factores nacionales, los cambios en la percepción del mercado sobre la evolución económica en la zona del euro en los últimos meses, han tendido a representar un papel más importante en la determinación de los rendimientos de los bonos a largo plazo. Además, el nivel relativamente alto de emisión de valores de renta fija desde principios de 1999 y la incertidumbre del mercado respecto de la situación fiscal de algunos países de la zona del euro, pueden haber contribuido en ocasiones a las presiones alcistas sobre los rendimientos de los bonos a largo plazo.

El contexto internacional fue bastante favorable durante el mes de julio de 1999. A diferencia de la evolución observada en Estados Unidos durante la primera mitad de 1999, cuando se registró un aumento más o menos continuado de los rendimientos de los bonos norteamericanos, los rendimientos de los bonos a 10 años no mostraron una tendencia clara durante el mes de julio.

El 5 de agosto, el nivel de los rendimientos de los bonos estadounidenses a 10 años se situó ligeramente por encima del 6%, nivel algo inferior al registrado a finales de junio. Esta evolución general parecía reflejar influencias que contrarrestaban las percepciones del mercado en cuanto a las previsiones de inflación a largo plazo en Estados Unidos. Mientras que los datos sobre la evolución de los precios de producción y de consumo, así como cierta evidencia sobre una desaceleración en el ritmo de la actividad económica, parece que tuvieron una influencia favorable sobre la evolución del mercado de bonos, los indicios de presiones alcistas sobre los costes laborales tendieron a compensar parcialmente aquellas influencias. Además, la debilidad del dólar pudo haber desempeñado también un papel compensador. En Japón, los tipos de interés a largo plazo mostraron un comportamiento volátil durante el mes de julio, registrándose, en general, escasas variaciones de los rendimientos de los bonos a largo plazo, durante el periodo comprendido entre finales de junio y el 5 de agosto. Esa volatilidad pudo deberse a la incertidumbre sobre el mantenimiento de una recuperación económica en Japón.

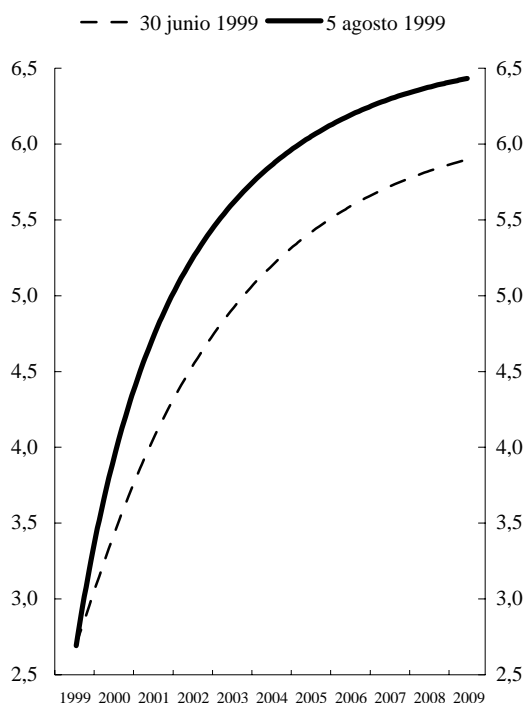
A pesar de la beneficiosa influencia de la evolución del mercado internacional de bonos, parecen exis-

tir otros factores que ejercieron presiones alcistas sobre los rendimientos de los bonos a largo plazo en la zona del euro durante el mes de julio. Estas presiones alcistas probablemente provinieron, principalmente, de revisiones al alza de las expectativas de los participantes del mercado respecto del ritmo de la actividad económica en la zona del euro, revisiones que se relacionaban especialmente con los indicios de mejora del clima empresarial. Por el contrario, la disminución adicional de la cifra de inflación, medida por el IAPC, del mes de junio, así como la disminución de la tasa de crecimiento de M3 correspondiente a mayo, tendieron a ejercer una influencia compensadora sobre la evolución de los tipos de interés a largo plazo. Otra influencia compensadora pudo ser la proveniente del cambio de tendencia de la evolución del tipo de cambio durante el mes de julio, lo que pudo poner

### 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*.



un límite a las presiones alcistas sobre los tipos de interés a largo plazo. En conjunto, y reflejando el importante papel de las influencias internas sobre el nivel de rendimiento de los bonos de la zona del euro, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública norteamericana a largo plazo y el rendimiento comparable en la zona del euro, disminuyó en más de 50 puntos básicos desde finales de junio hasta el 5 de agosto, situándose por debajo de los 90 puntos básicos.

Reflejando la evolución de los mercados de bonos de la zona del euro, la pendiente positiva de la curva de rendimientos, que ha tendido a aumentar a lo largo de 1999, se hizo más pronunciada durante el mes de julio (véase gráfico 5). La pendiente de la curva de rendimientos, medida como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años y el tipo de interés interbancario a tres meses, se situó el 5 de agosto por encima de los 240 puntos básicos. Este es el nivel más alto alcanzado por este indicador de la pendiente de la curva de rendimientos desde los meses del verano de 1996, situándose alrededor de 180 puntos básicos por encima de los niveles registrados a finales de 1998. Dejando aparte consideraciones sobre la prima de riesgo, la curva de rendimientos *forward* recoge las expectativas referentes a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo. La evolución de esta curva durante el mes de julio y los primeros días de agosto sugiere que una gran parte del aumento de la pendiente de la curva de rendimientos se debió a las expectativas de aumento de los tipos de interés para los vencimientos a corto y medio plazo, lo que tiende a sugerir que los participantes del mercado pudieron haber revisado al alza sus expectativas respecto del ritmo de la actividad económica. En este sentido, el aumento cercano a los 40 puntos básicos del tipo de interés real a diez años, que se obtiene a partir de los bonos indicados franceses, desde finales de junio hasta el 5 de agosto, parece indicar una mejoría de las expectativas del mercado en cuanto al futuro ritmo de la actividad económica. Al mismo tiempo, la tasa de inflación «de equilibrio» («*break-even*»), medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y los indicados franceses a diez años, aumentó, también, ligeramente durante el mes de julio.

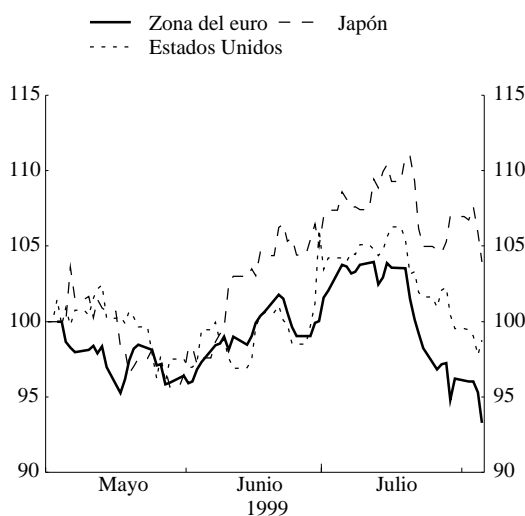
### Las cotizaciones bursátiles disminuyeron durante el mes de julio

A pesar de las crecientes expectativas del mercado financiero sobre una recuperación del ritmo de la actividad económica en la zona del euro, la evolución de las cotizaciones en la zona durante el mes de julio invirtió los movimientos alcistas registrados en junio. Las cotizaciones, medidas por el Índice general Dow Jones EURO STOXX, disminuyeron más del 6,5% durante el período que abarca desde finales de junio hasta el 5 de agosto de 1999 (véase gráfico 6). Este retroceso situó el nivel medio de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro en algo menos de un 2% por encima del nivel observado a finales de 1998. La causa de esta caída de las cotizaciones durante el mes de julio parece encontrarse, tanto en la debilidad del mercado de valores estadounidense, como en las mencionadas presiones alcistas sobre los tipos de interés a largo plazo en la zona.

En Estados Unidos, el Índice Standard and Poor's 500 disminuyó más de un 4% durante el período comprendido entre finales de junio y el 5 de agosto. Aunque el crecimiento registrado de los

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

(1 mayo 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.



beneficios empresariales de las empresas incluidas en el Standard and Poor's 500 para el segundo trimestre de 1999 fue superior, en general, al esperado por el mercado, parece ser que los participantes del mercado apostaron por una desaceleración de los beneficios agregados de las empresas en el futuro. Reflejando la incertidumbre anteriormente mencionada sobre si se mantendría una recuperación económica en Japón, las cotizaciones bursátiles niponas mostraron escasas variaciones, en general, durante el mes de julio, con una disminución del 1% durante el periodo que abarca de finales de junio hasta el 5 de agosto. Estos movimientos permitieron que el incremento acumulado del Índice Nikkei 225 hasta el 5 de agosto y desde finales de 1998 fuera, aún, superior al 25%.

Aparte del efecto de contagio sobre la zona del euro del descenso de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos, otros factores desempeñaron un cierto papel en la caída de las cotizaciones bursátiles de la zona durante el mes de julio. En particular, el alza de los tipos de interés a largo plazo y, especialmente, la mencionada evidencia sobre el aumento de los tipos de interés reales a largo plazo, generaron, al parecer, presiones adicionales a la baja sobre las cotizaciones. Esta hipótesis se apoya en el hecho de que la disminución de las cotizaciones fue generalizada, registrando en la mayoría de los sectores económicos disminuciones de magnitud similar durante el mes de julio. Otro factor que pudo contribuir a las presiones bajistas sobre las cotizaciones en la zona del euro, fue el cambio de tendencia de la evolución de los tipos de cambio durante el mes de julio. Así como la depreciación del euro hasta mediados de julio parecía haber contribuido a los aumentos que se registraron de las cotizaciones, su apreciación en la

segunda mitad del mes de julio pudo contrarrestar la influencia positiva de las crecientes expectativas del mercado financiero de una mejoría en las perspectivas económicas.

Aunque las cotizaciones en la zona del euro han mostrado, en media, aumentos moderados desde principios de 1999, las cotizaciones de algunos sectores han mostrado ascensos significativos, reflejando una percepción más favorable por parte del mercado de las perspectivas de beneficios empresariales en dichos sectores. En especial, las cotizaciones bursátiles que tendieron a mostrar una mayor fortaleza fueron las de los sectores económicos que se considera muestran un grado más alto de sensibilidad cíclica y, más concretamente, las de aquellos sectores que tienden a ser más sensibles a las condiciones cíclicas de la economía global. Estos sectores incluyen el sector de materias primas y el sector industrial, que registraron el 5 de agosto incrementos de alrededor del 35% y el 20%, respectivamente, en relación con finales de 1998. Además, como resultado de los aumentos registrados en los precios del petróleo desde mediados de febrero de 1999, las cotizaciones del sector energético aumentaron, también, el 5 de agosto, alrededor del 30%. En otros sectores, que muestran un menor grado de sensibilidad al ciclo económico, se registró la evolución opuesta, especialmente en aquellos sectores que están menos expuestos a las condiciones económicas internacionales. Estos sectores incluyen los servicios públicos y los sectores de alimentación y bebidas, para los que las cotizaciones vigentes el 5 de agosto manifestaron disminuciones de alrededor del 10% o superiores, en comparación con sus niveles de finales de 1998.

## 2 Evolución de los precios

### **La tasa de variación de los precios de consumo desciende debido a la bajada de los precios de los alimentos**

La tasa de variación interanual de los precios de consumo de la zona del euro continuó su desaceleración gradual en junio de 1999. Dicha

tasa, medida por el Índice Armonizado del Precios de Consumo (IAPC) se situó en el 0,9%, frente al 1% registrado en mayo y al 1,1% de abril. Al igual que en mayo, esta evolución a la baja se debió, fundamentalmente, a la caída de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos, que se vio compensada solo parcial-

mente por un aumento de los precios energéticos, consecuencia de un incremento adicional de los precios del petróleo (véanse gráfico 7 y cuadro 2). Aunque la tasa de variación del IACP general de junio de 1999 se vio influida por factores transitorios, la tasa de variación interanual del IACP, excluidos los alimentos estacionales y la energía, también descendió ligeramente, pasando del 0,9% al 0,8%.

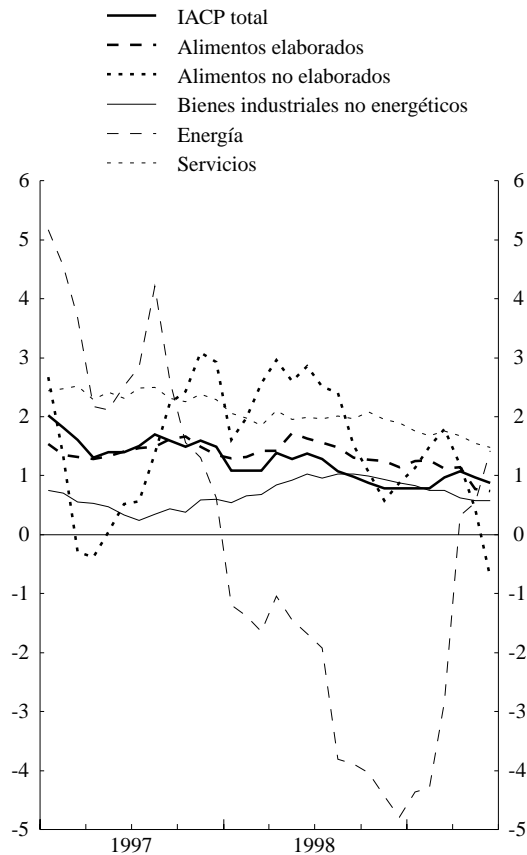
La razón principal del descenso continuado de la tasa de variación del IACP de junio se encuentra en la importante caída de los precios de los alimentos sin elaborar, que, en junio de 1999, fueron un 0,7% inferiores a los del año anterior (comparados con mayo, mes en que se situaron un 0,4% por encima). Este hecho se puede explicar, en gran medida, por la caída de las tasas interanuales de los precios de la fruta y, en particular, de las verduras como consecuencia de las favorables condiciones climatológicas. La bajada de la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados también contribuyó, aunque en menor medida, al descenso del IACP. La tasa de variación interanual de dichos precios pasó del 0,8%, registrado en mayo de 1999, a un 0,7% en junio, lo que probablemente se deba, en parte, a la tendencia hacia una mayor competencia experimentada en el sector del comercio al por menor. La bajada de los precios de los alimentos se vio compensada parcialmente por un aumento adicional de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, que pasaron del 0,5% en mayo de 1999 al 1,4% en junio. Esto fue resultado de la subida de los precios energéticos y del petróleo entre mayo y junio de 1999, dado el descenso de los precios energéticos entre mayo y junio del año pasado. Las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, que juntos suponen alrededor de los dos tercios del IACP total, se mantuvieron inalteradas en un 0,6% y un 1,5%, respectivamente. Como consecuencia, el IACP general de junio de 1999 se vio afectado, principalmente, por componentes que, por lo general, son muy variables (es decir, los precios de los alimentos no elaborados y de la energía).

Aunque existen factores que indican que, en los próximos meses, se producirán algunas presiones al alza sobre los precios, otros factores su-

## Gráfico 7

### IACP en la zona del euro: desagregación por componentes

(tasas interanuales de variación; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

gieren que la tasa de variación de los precios de consumo puede seguir siendo moderada. Los precios del petróleo han seguido aumentando desde la fecha en que se cerró la recepción de datos para el Boletín mensual de julio (de un nivel medio de 15,6 euros por barril en junio de 1999 a 18 euros por barril en julio), y se espera que dicho aumento tenga un efecto directo sobre los precios energéticos del IACP del mes próximo. Además, los precios de las materias primas no energéticas, expresados en euros, han subido ligeramente en los últimos meses, tras su disminución gradual desde mediados de 1997. Sin embargo, en julio de 1999, los precios de las materias primas no energéticas todavía seguían estando un 2,3% por debajo de los del año anterior (frente al, aproximadamente, 17% y al 4,2% de

## 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	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul
<b>Índice armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes</b>													
Índice general	2,2	1,6	1,1	1,1	0,8	0,8	1,0	0,8	1,0	1,1	1,0	0,9	.
<i>del cual:</i>													
Bienes	1,8	1,1	0,6	0,7	0,2	0,3	0,6	0,2	0,5	0,8	0,6	0,5	.
Alimentos	1,9	1,4	1,6	1,7	1,1	1,3	0,6	1,4	1,4	1,2	0,6	0,1	.
Alimentos elaborados	1,9	1,4	1,4	1,4	1,2	1,2	0,9	1,3	1,1	1,1	0,8	0,7	.
Alimentos no elaborados	1,8	1,4	2,0	2,1	0,8	1,5	0,3	1,5	1,8	1,2	0,4	-0,7	.
Bienes industriales	1,8	1,0	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,6	-0,4	0,0	0,6	0,6	0,8	.
Bienes indust. no energéticos	1,6	0,5	0,9	1,0	0,9	0,8	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	.
Energía	2,6	2,8	-2,6	-3,2	-4,4	-3,8	0,8	-4,3	-2,8	0,3	0,5	1,4	.
Servicios	2,9	2,4	2,0	2,0	2,0	1,7	1,6	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	.
<b>Otros indicadores de precios y costes</b>													
Precios industriales <sup>1)</sup>	0,4	1,1	-0,8	-1,3	-2,3	-2,6	.	-2,7	-2,3	-1,6	-1,4	.	.
Costes laborales unitarios <sup>2)</sup>	2,0	0,6	.	-0,3	.	.	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo <sup>2)</sup>	1,2	1,9	.	1,4	.	.	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado <sup>2)</sup>	3,3	2,5	.	1,1	.	.	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales por hora <sup>3)</sup>	2,5	2,5	1,6	1,5	1,9	2,2	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (EUR/barril) <sup>4)</sup>	15,9	17,1	12,0	11,7	10,0	10,3	14,9	9,4	11,8	14,4	14,9	15,6	18,0
Precios materias primas <sup>5)</sup>	-6,9	12,9	-12,5	-18,2	-20,5	-16,0	-8,3	-16,0	-14,6	-12,6	-7,8	-4,2	-2,3

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, sector público, educación, sanidad y otros servicios).

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

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

comienzos de 1999 y junio de 1999, respectivamente). El incremento de los precios de las materias primas ha provocado una subida de los precios de los productos industriales, por lo que, en mayo de 1999, solo se encontraban un 1,4% por debajo de los del año anterior (en comparación con el 1,6% de abril de 1999). La evolución al alza de la tasa de variación de los precios industriales se debe casi por completo a la subida de precios de los bienes intermedios, que se espera que se transmita a las etapas siguientes del proceso de producción y, en último término, a los precios de consumo, especialmente al componente de bienes industriales no energéticos del IAPC. No obstante, la relación entre los precios industriales y los precios de consumo no es necesariamente estable o directa (véase el artículo titulado «El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los pre-

cios en el área del euro» en el número de abril del *Boletín mensual* para una discusión más detallada). Por consiguiente, no es posible saber con certeza cuándo la subida de los precios industriales afectará al componente de precios de los bienes industriales no energéticos del IAPC. La relación de los últimos años sugiere que la tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos del IAPC podría seguir siendo moderada durante los próximos meses. Además, es de esperar que la liberalización adicional de los mercados y el aumento de la competencia continúen teniendo un efecto moderador sobre las presiones al alza sobre los precios.

Eurostat ha publicado recientemente las cifras sobre los costes laborales por hora, que incluyen estimaciones preliminares para el primer trimestre de 1999. Se calcula que los costes laborales

por hora totales del sector de empresas no agrarias de la zona del euro (es decir, el conjunto de la economía, excluida la agricultura, la pesca y el sector público) han aumentado un 2,2% hasta el primer trimestre de 1999. Sin embargo, se espera que esta primera estimación se revise a la baja, por lo que la tasa interanual de los costes por hora podría ser similar a la registrada en el trimestre anterior (un 1,9%). Los datos no armonizados de los salarios mensuales brutos del sector de empresas no agrarias, que, en la mayoría de los países, disminuyeron ligeramente en el primer trimestre de este año, frente al mismo período del año ante-

rior, apoyan también esta tendencia. Así pues, la información reciente sugiere que no se apreciaron presiones significativas de crecimiento salarial en el primer trimestre de este año. No obstante, según las previsiones más recientes de los organismos internacionales, se espera que los salarios experimenten una subida en el transcurso de 1999.

En resumen, aunque la evolución de los precios del petróleo lleva a pensar que la tasa de variación de los precios de consumo puede aumentar en los próximos meses, este efecto probablemente se verá mitigado por otros factores.

### 3 Producto, demanda y mercado de trabajo

#### El crecimiento del producto durante el primer trimestre de 1999 se ha revisado al alza

Las estimaciones revisadas de Eurostat para el PIB real indican que el crecimiento en la zona del euro mejoró en el primer trimestre de 1999. La tasa de crecimiento trimestral del PIB fue del 0,5%, retornando, así, a la senda de crecimiento que venía registrándose con anterioridad a la desaceleración observada en el cuarto trimestre de 1998, período en que dicha tasa se situó en el 0,2% (véase el cuadro 3). Las cifras revisadas continúan indicando que el crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 1999 se debió al fuerte crecimiento de la demanda interna (excluidas las variaciones de existencias), mientras que las contribuciones al crecimiento procedentes tanto de las exportaciones netas como, en particular, de las variaciones de existencias fueron negativas. Sin embargo, las tasas de crecimiento de las exportaciones y de las importaciones se han revisado al alza, y, si bien esta revisión deja la contribución al crecimiento de las exportaciones netas, prácticamente inalterada, las estimaciones actuales muestran que el empeoramiento del comercio exterior a comienzos del presente año fue mucho menos importante de lo

que indicaban las estimaciones iniciales. Al interpretar las cifras revisadas del PIB, conviene mencionar que las nuevas estimaciones de Eurostat se basan con mayor fidelidad en las magnitudes de las cuentas nacionales elaboradas de acuerdo con la nueva metodología del SEC 95. Este cambio ha afectado tanto al nivel como al patrón de crecimiento del PIB y se ha visto reforzado por las modificaciones, llevadas a cabo de forma simultánea, derivadas de la mejora y de la ampliación de las fuentes de información (véase el recuadro 2 sobre los efectos de la nueva metodología y de las demás revisiones sobre los datos del PIB). Debido al gran alcance de los cambios introducidos por el SEC 95, no se puede excluir la posibilidad de que se realicen revisiones posteriores de estas primeras estimaciones del PIB.

La mejoría del crecimiento del producto total en el primer trimestre de 1999 refleja la positiva evolución de la tasa de crecimiento de la producción industrial desde comienzos de este año. Según las medias móviles centradas de tres meses, el crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción) ha registrado un cambio de tendencia, pasando de un acusado descenso a comienzos de año a una estabilización de los niveles

**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 <sup>1)</sup>								Tasas intertrimestrales <sup>2)</sup>				
	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	1,3	2,3	2,8	3,6	2,8	2,7	2,0	1,8	0,7	0,5	0,6	0,2	0,5
del cual:													
Demanda nacional	0,9	1,8	3,4	3,7	3,0	3,6	3,2	2,6	1,3	0,4	0,8	0,7	0,7
Consumo privado	1,4	1,4	2,6	2,4	2,3	3,0	2,6	2,8	0,9	0,5	0,6	0,6	1,1
Consumo público	1,5	0,7	1,5	1,9	2,1	1,3	0,7	1,4	1,3	0,2	-0,3	-0,5	2,0
Formación bruta de capital fijo	1,0	2,3	4,3	6,1	3,1	4,7	3,4	4,4	1,6	-0,7	2,3	0,3	2,6
Variación de existencias <sup>3)</sup>	-0,4	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	-0,3	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,8
Demanda exterior neta <sup>3)</sup>	0,4	0,6	-0,5	0,0	-0,1	-0,8	-1,1	-0,7	-0,5	0,2	-0,2	-0,5	-0,2
Exportaciones <sup>4)</sup>	4,5	9,6	6,1	11,0	8,6	4,2	1,1	-0,1	1,0	1,4	0,1	-1,4	-0,2
Importaciones <sup>4)</sup>	3,2	8,4	8,3	12,0	9,7	7,3	4,7	2,3	2,8	1,0	0,6	0,2	0,4

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

1) Tasas interanuales: tasa de variación respecto al mismo periodo del año anterior.

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

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

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

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

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.

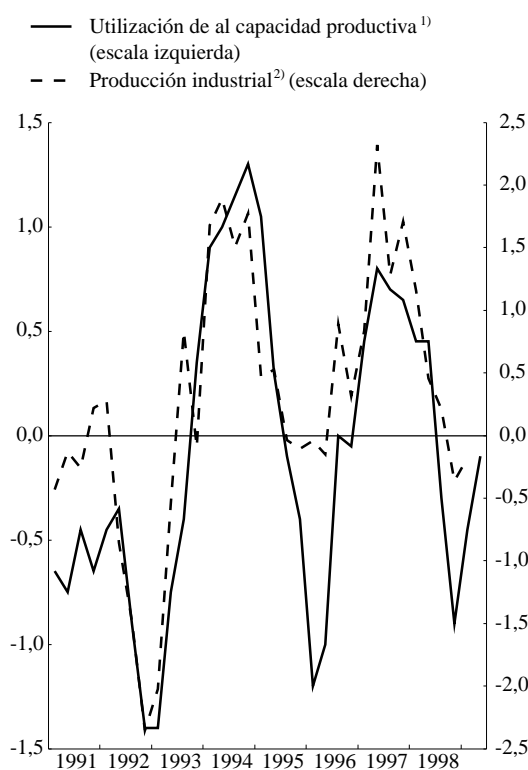
de producción. Esta evolución continuó en el último período de tres meses, que abarcó hasta mayo, en el que el producto aumentó un 0,3% respecto al período de diciembre de 1998 a febrero de 1999. En el sector manufacturero, se ha observado un repunte similar, del 0,4%, en el último período de tres meses (véase cuadro 4). La actividad con una evolución más positiva fue la industria productora de bienes de consumo. Los mercados descendieron en la producción de bienes de consumo duraderos se detuvieron en el período de tres meses que finalizó en mayo, mientras que la producción de bienes de consumo no duraderos, en contraste con lo ocurrido en otras industrias, se ha mantenido en un nivel bastante estable desde principios de año.

Según las cifras preliminares de la encuesta de opiniones empresariales correspondiente al mes de julio, la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero disminuyó ligeramente, hasta situarse en el 81,7%. La ratio media de utilización durante el segundo trimestre de 1999, calculada a partir de los resultados de la encuesta para abril y julio, fue inferior en 0,1 puntos porcentuales al observado en el primer trimestre, si bien, se mantuvo en línea con su media de largo plazo. Este moderado descenso es coherente con la estabilización de la actividad en el sector industrial y con una nueva aceleración en el crecimiento de la producción manufacturera (véase gráfico 8).

## Gráfico 8

### Utilización de la capacidad productiva y producción industrial en la zona del euro

(manufacturas, medias trimestrales, datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea y encuestas de opinión de los consumidores y de los empresarios.

- 1) Variación respecto al período anterior en puntos porcentuales.
- 2) Variación porcentual respecto al período anterior.

## La confianza industrial vuelve a su nivel medio de largo plazo

Desde la fecha de cierre de la edición de julio de este *Boletín mensual*, la Comisión Europea ha publicado los datos de las Encuestas de Coyuntura Industrial y de Consumidores correspondientes a los meses de junio y julio de 1999 para la zona del euro (véase cuadro 5). Mientras que, en junio, la confianza industrial y la confianza de los consumidores registraron de nuevo alzas y bajas, respectivamente, en línea con las tendencias observadas en los meses anteriores, en julio ambos indicadores experimentaron una mejoría. Los sucesivos aumentos de la confianza industrial en los meses de junio y julio, hicieron que esta retornara a su nivel medio de largo plazo por primera vez desde noviembre de 1998. Este aumento es reflejo, fundamentalmente, de la mejora continuada de las expectativas de producción. La confianza de los consumidores, que había continuado descendiendo en el mes de junio, mejoró notablemente en julio, aproximándose, así, a su máximo histórico alcanzado en enero. Mientras que el reciente descenso de la confianza de los consumidores se debió, principalmente, a que las familias evaluaran de manera más pesimista la situación económica general de los últimos meses, las últimas mejoras han sido consecuencia de una mejoría en las expectativas sobre la situación económica general para los próximos meses. En julio, también mejoró la confianza en el sector de la construcción, así como en el comercio al por menor. Sin embargo, las con-

clusiones que se puedan derivar de la evolución de estos indicadores sobre la existencia de una recuperación han de ser cautas, dado que la confianza en el sector de la construcción ha mantenido una tendencia alcista durante los últimos años sin que de ello se siguiera una mejora real en la actividad del sector, y puesto que la evolución de la confianza del comercio al por menor se ha caracterizado por su volatilidad.

La evidencia sobre la evolución del consumo no es muy concluyente. En el primer trimestre de 1999, el consumo privado aumentó, en términos reales, un 2,8% respecto al mismo período del año anterior, crecimiento algo superior al registrado en el cuarto trimestre del 1998. Simultáneamente, el crecimiento interanual del volumen de ventas en el comercio minorista fue del 2,5% interanual en el primer trimestre de 1999, inferior al registrado en el período anterior y experimentó descensos adicionales en abril y mayo, situándose en el 2,3% y en el 0,5%, respectivamente (véase cuadro 5.1 en la sección «Estadísticas de la zona del euro» de este *Boletín mensual*). Mientras que la evidencia parcial y preliminar procedente de fuentes nacionales sugiere que el crecimiento de las ventas del comercio al por menor en junio podría haber aumentado de nuevo, es probable que el crecimiento medio en el segundo trimestre de 1999 haya sido inferior al registrado en el primer trimestre. Por el contrario, en el segundo trimestre de 1999, las nuevas matriculaciones de automóviles aumentaron un 10% respecto al año anterior, tras unas

### Cuadro 5

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

(datos desestacionalizados)

	1996	1997	1998	1998	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				III	IV	I	II	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul
Índice de clima económico <sup>1)</sup>	-2,7	2,4	3,1	0,0	-0,7	0,5	-0,2	-0,2	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,4
Indicador confianza del consumidor <sup>2)</sup>	-8	-3	7	7	10	12	8	12	11	9	8	7	9
Indicador confianza industrial <sup>2)</sup>	-8	4	7	7	1	-3	-2	-3	-4	-3	-3	-1	0
Indicador confianza de la construcción <sup>2)</sup>	-13	-10	4	10	8	14	16	14	14	16	15	17	18
Indicador confianza al por menor <sup>2)</sup>	-5	-3	4	5	3	3	2	2	0	5	3	-3	0
Utiliz. de la capacidad productiva(%) <sup>3)</sup>	80,3	81,6	83,1	83,3	82,4	81,9	81,8	-	-	81,9	-	-	81,7

Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

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

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

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



tasas de variación ligeramente superiores al 7% en los trimestres anteriores. Este repunte indica que se ha mantenido el deseo de las familias de realizar compras importantes, aunque hay que mencionar que las nuevas matriculaciones también incluyen automóviles utilizados con fines comerciales, que se contabilizan como una inversión y no como una forma de consumo privado.

En resumen, los indicadores de coyuntura disponibles, parecen confirmar que la contracción de la actividad industrial terminó a comienzos del segundo trimestre de 1999, lo que respalda la opinión de que el crecimiento del producto total se recuperará a lo largo del año. Si se comparan los datos de crecimiento total y de crecimiento indus-

trial en el primer trimestre de 1999, se observa que también se produjo un repunte en el crecimiento del producto en los sectores no industriales, repunte que es coherente con el fuerte y continuado crecimiento del consumo hasta el primer trimestre de este año. No obstante, es aún pronto para poder extraer conclusiones firmes sobre el momento preciso y la magnitud de la recuperación del crecimiento. Una de las razones que inducen a ser cautelosos a la hora de evaluar la evolución del PIB se encuentra en el hecho de que aún se tiene poca experiencia en la utilización de los datos elaborados de acuerdo con la nueva metodología del SEC 95 y, en concreto, de su sensibilidad a revisiones.

## Recuadro 2

### Repercusiones de la transición al SEC 95 en los datos del PIB

#### Los cambios se deben a varios factores

Eurostat ha publicado recientemente estimaciones del PIB de la zona del euro y de sus componentes de gasto que, por primera vez, se basan en el nuevo marco de las cuentas nacionales, el Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95). Al comparar los nuevos datos, que abarcan toda la zona del euro, con la información disponible al final de abril de 1999, denominada por comodidad "SEC 79"<sup>1)</sup>, hay que tener en cuenta el hecho de que la aplicación de las nuevas normas contables del SEC 95 es sólo una de las causas de las diferencias que pueden observarse. En la medida en que el nuevo sistema incorpora nuevas rúbricas que antes no se incluían en gasto o producción, aumentará el nivel general del PIB. Las variaciones en los niveles pueden deberse también a la mejora y a la mayor armonización de la cobertura de las actividades económicas, objetivo al que se ha dedicado recientemente una intensa labor. En la mayoría de los casos, las diferencias entre los datos del SEC 95 y los del SEC 79 tienen, asimismo, su origen en las revisiones que se realizan periódicamente para incorporar estadísticas de fuentes adicionales o más fiables. Los institutos nacionales de estadística de los Estados miembros han aprovechado la oportunidad que brinda la transición al SEC 95 para reconsiderar la contabilidad nacional a este respecto. Los cambios resultantes de dichas revisiones pueden repercutir también de forma significativa en las tasas de crecimiento de los datos del PIB. Asimismo, es posible que el cambio de base de las estimaciones a precios constantes tenga algún efecto en las tasas de crecimiento reales.

En general, son varios los factores que contribuyen a las diferencias existentes entre los datos del SEC 95 y los del SEC 79, que se analizan en las secciones siguientes y, en términos generales, no es posible individualizar los distintos efectos. A juzgar por la información preliminar disponible sobre cada uno de los Estados miembros, publicada por Eurostat para el año 1995, tan sólo algo más de la mitad del aumento en los niveles del PIB de la zona del euro es imputable a cambios conceptuales, mientras que el resto corresponde a mejoras en las fuentes estadísticas. Ya se han identificado más de 20 cambios conceptuales que podrían afectar al nivel del PIB y se ha pedido a los Estados miembros que proporcionen información más detallada sobre estos efectos. En este mismo sentido, se han puesto en marcha nuevas iniciativas con respecto a otros indicadores de las cuentas nacionales. Para evaluar en su totalidad las repercusiones de la transición al SEC 95, habrá que esperar a que se realicen

*1 Los agregados de la zona del euro publicados por Eurostat a efectos de esta comparación se basan en datos nacionales que sólo se ajustan en parte a los criterios del SEC 79 y en los datos del SEC 95 en el caso de Finlandia, que realizó la transición en una etapa anterior. También cabe señalar que las estimaciones actuales para la zona del euro siguen basándose en datos distintos del SEC 95 en el caso de Luxemburgo, Austria y Portugal, que aún no han adoptado la nueva metodología.*



estudios más detallados. A efectos de presentación, en este recuadro se analizan los cambios conceptuales en relación con la diferencia en el nivel del PIB, sin que ello conlleve necesariamente la exclusión de otros efectos en términos de tasas de crecimiento. Las comparaciones de niveles, tasas de crecimiento y series trimestrales, se basan en los datos de 1991 a 1998 y se centran en las principales causas de las diferencias al nivel de la zona del euro; por lo tanto, estas explicaciones no son necesariamente apropiadas en todos y cada uno de los Estados miembros. En general, los nuevos datos del SEC 95 no modifican significativamente el panorama del ciclo económico.

### Ligero aumento del PIB total

El efecto de las revisiones derivadas del SEC 95 en el PIB total a precios corrientes fue un aumento ligero, pero constante, de alrededor del 2% en el período analizado (véase el cuadro adjunto). Ello se debe principalmente a que se ha utilizado una definición más amplia de la formación bruta de capital fijo, ya que los cambios conceptuales en cada uno de los componentes, tanto del consumo final como del comercio exterior, han tendido a compensarse entre sí en lo que respecta a su efecto sobre el PIB total.

### Diferencias en el PIB y en sus componentes en la zona del euro (datos SEC 95 menos datos SEC 79)

(porcentajes, en precios corrientes, datos anuales)

	1991 - 1998	1991 - 1995	1995 - 1998
Producto interior bruto	1,9	2,0	1,8
Consumo privado	-6,7	-6,4	-7,0
Consumo público	31,9	31,2	33,2
Formación bruta de capital fijo	6,9	6,4	7,5
Variación de existencias	-12,2	0,5	-13,6
Exportaciones	2,3	2,3	2,3
Importaciones	3,9	3,8	3,9

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

El valor de la formación bruta de capital fijo es, aproximadamente, un 7% superior al registrado antes, lo que representa una contribución al aumento total de los niveles del PIB de alrededor de 1,5 puntos porcentuales; además, el porcentaje del PIB que representa la inversión ha aumentado hasta un nivel ligeramente superior al 20%. La definición de inversión se ha ampliado dando cabida a categorías que antes no se registraban en la rúbrica de formación de capital fijo, reclasificando parte de los consumos intermedios como gasto en bienes de equipo. Este tipo de reclasificaciones se traducen automáticamente en un incremento del PIB. Entre otros factores, la formación de capital fijo incluye ahora el gasto en algunos activos intangibles, como el software adquirido o producido por cuenta propia y el gasto en prospecciones mineras. El equipamiento militar, como los aeropuertos y hospitales susceptibles de ser utilizados para usos civiles, se clasifica también como formación de capital, mientras que antes se clasificaban como consumo público.

Los nuevos datos del SEC 95 indican que el nivel de consumo privado es casi un 7% más bajo que antes, mientras que el de consumo público es un 32% más alto. En total, el consumo final ha aumentado un 1%, lo que explica algo más de 0,5 puntos porcentuales del incremento del PIB total. El cambio del consumo privado al consumo público obedece, en gran medida, al hecho de que el consumo privado se compone ahora exclusivamente del gasto financiado directamente por los hogares, mientras que los bienes y servicios que éstos consumen, pero que proporciona el Estado en forma de transferencias sociales en especie, se registran como consumo público.

En comparación con los datos del SEC 79, las exportaciones y las importaciones son, respectivamente, un 2,5% y un 4% más altas, siendo el efecto neto sobre el PIB total ligeramente negativo. Los valores más altos de los datos del comercio exterior se deben principalmente al hecho de que los flujos transfronterizos se registran ahora,

coherentemente, en cifras brutas. Si bien se sigue excluyendo de esta partida el simple comercio de tránsito, los flujos de mercancías que se envían al extranjero sólo para su procesamiento intermedio o su reparación se clasifican ahora como exportaciones e importaciones.

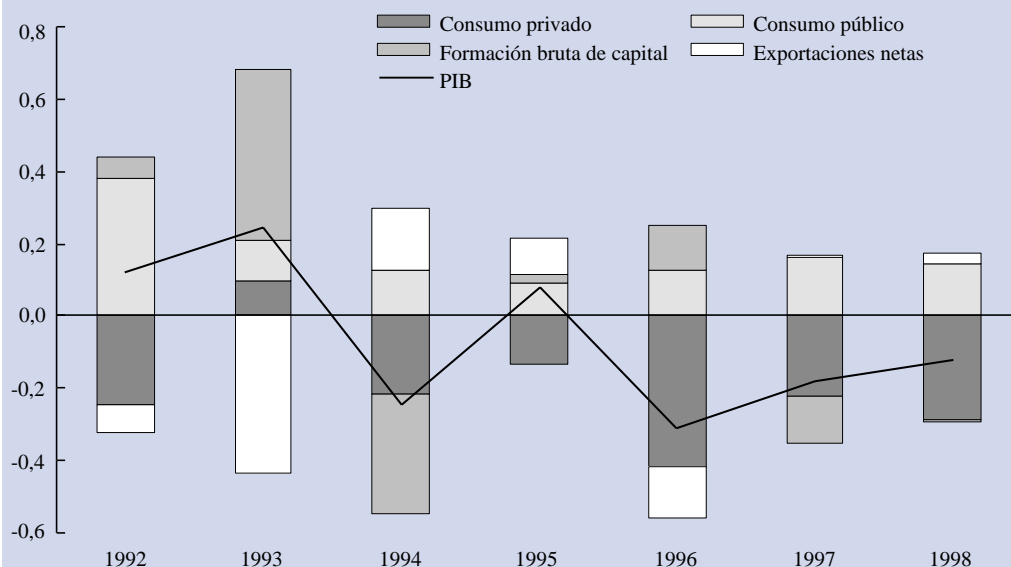
Por último, la variación de existencias tiende a ser menor en promedio que la estimada según la metodología SEC 79, pero no sucede así en todos los años. Dado que, en cierta medida, este componente refleja también incertidumbres y discrepancias estadísticas, es probable que las revisiones de los años más recientes obedezcan, sobre todo, a la incorporación de las estadísticas procedentes de fuentes nuevas y más fiables.

### Crecimiento del PIB real ligeramente más bajo en los últimos años

El efecto principal de las revisiones del PIB total a precios constantes es una tasa de crecimiento anual algo más baja en la segunda mitad del período en estudio y una tasa de crecimiento marginalmente mayor en la primera mitad, sin que se modifique mucho el patrón del ciclo económico de la década de los noventa. Si se comparan las cifras del SEC 95 con las publicadas previamente, la diferencia del crecimiento del PIB real en la zona del euro durante el período en estudio no supera los 0,3 puntos porcentuales, aunque algunos Estados miembros muestran cambios más importantes. Por otro lado, pueden observarse diferencias ligeramente superiores, de hasta 0,5 puntos porcentuales, respecto a las contribuciones de los componentes individuales al crecimiento del PIB total (véase el gráfico siguiente). Mientras que el crecimiento del consumo público es, por lo general, mayor y el crecimiento del consumo privado es menor que en las estimaciones del SEC 79, la dirección de la variación es menos sistemática en el caso de otros componentes.

#### Tasas de crecimiento del PIB y contribuciones al crecimiento (datos SEC 95 menos datos SEC 79)

(diferencias, en puntos porcentuales, en las contribuciones)



Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

Las diferencias en el crecimiento del PIB total son especialmente acusadas en 1993 y 1996. De acuerdo con las cifras del SEC 95, la recesión de 1993 fue algo menos severa, mientras que, por el contrario, la desaceleración de 1996 aparece más pronunciada. Este hecho da lugar a notables diferencias respecto a las contribuciones de la demanda interna, de las exportaciones netas y de las variaciones de existencias al crecimiento del PIB real, que, sin embargo, se mueve, en parte, en direcciones opuestas (véase el cuadro siguiente). El relativo mal comportamiento del crecimiento en 1993 y 1996 se explica ahora en gran medida, por la menor contribución de las exportaciones netas. En 1993, esta menor contribución se vio ampliamente compensada por las revisiones al alza de las contribuciones de la demanda interna (excluida la variación de existencias) y de la variación de existencias. Por el

contrario, en 1996, las contribuciones de la demanda interna son menores según el SEC 95, mientras que, al mismo tiempo, la variación de existencias parece no haber tenido una incidencia demasiado negativa sobre el crecimiento. En general, las cifras del nuevo SEC 95 dan más importancia a la demanda interna y una importancia algo menor a las exportaciones netas a la hora de explicar el crecimiento del PIB durante el período en estudio.

### Comparación entre el crecimiento del PIB real y las contribuciones al crecimiento

(contribuciones anuales en puntos porcentuales, salvo indicación en contrario)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Producto interior bruto real <sup>1)</sup></b>							
SEC 95	1,5	-0,8	2,4	2,2	1,3	2,3	2,8
SEC 79	1,4	-1,1	2,6	2,1	1,7	2,5	2,9
<b>Demanda interna (excluidas las variaciones de existencias)</b>							
SEC 95	2,0	-1,5	1,5	1,7	1,3	1,4	2,7
SEC 79	1,6	-2,0	1,5	1,8	1,6	1,4	2,8
<b>Variaciones de existencias</b>							
SEC 95	-0,4	-0,5	0,6	0,3	-0,4	0,4	0,6
SEC 79	-0,2	-0,8	1,0	0,2	-0,5	0,6	0,7
<b>Exportaciones netas</b>							
SEC 95	0,0	1,2	0,3	0,2	0,4	0,6	-0,5
SEC 79	0,1	1,7	0,1	0,1	0,6	0,5	-0,5

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

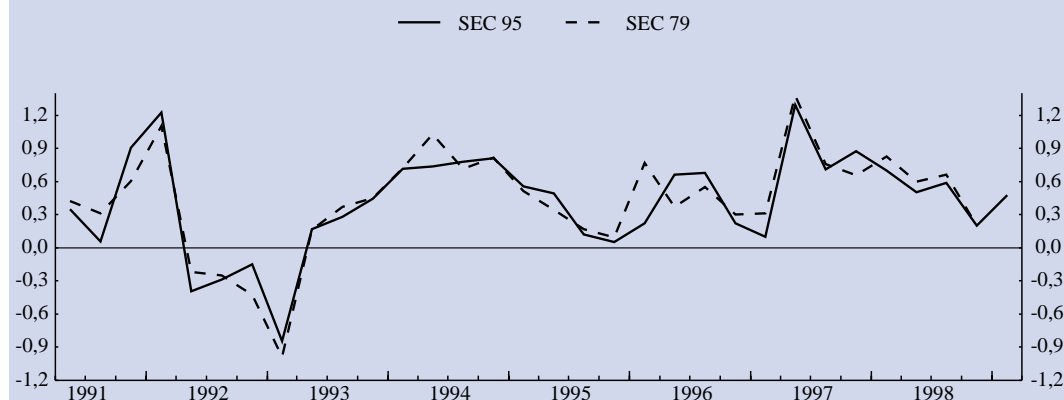
1) Tasas interanuales de variación.

### Algunas variaciones en el patrón trimestral de crecimiento del PIB real

Una mejora importante introducida por las cifras del nuevo SEC 95, desde el punto de vista analítico, tiene que ver con el hecho de que las estimaciones trimestrales del PIB para la zona del euro pueden basarse en un conjunto más amplio de datos nacionales. Como en el caso de las cifras anuales, pueden surgir algunas diferencias con las cifras del SEC 79 debido, por ejemplo, a las revisiones llevadas a cabo de acuerdo con las nuevas fuentes estadísticas. Una causa importante de diferencias se encuentra en los procedimientos de

### Crecimiento del PIB real en la zona del euro según SEC 95 y SEC 79

(variación porcentual respecto al período anterior, datos trimestrales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

ajuste utilizados en los datos originales. Las estimaciones para las cuentas nacionales de la zona del euro se elaboran a partir de datos nacionales, ajustados de variaciones estacionales y, en algunos casos, de efectos calendario. En relación con el paso al SEC 95, algunos Estados miembros han modificado sus métodos de desestacionalización incorporando además un ajuste para el número de los días laborables en un trimestre determinado. Todo ello, puede dar lugar a un patrón trimestral diferente. Además, el hecho de que las

series del SEC 95 sean, normalmente, mucho más cortas que las series anteriores puede afectar a los factores estacionales estimados y, por lo tanto, al patrón trimestral.

En resumen, aunque existen diferencias en el crecimiento del PIB real trimestral (véase el gráfico anterior), no llevan a una evaluación distinta en cuanto a los puntos de inflexión existentes en la senda del crecimiento. Esto no es solamente cierto para los acontecimientos más recientes, sino también para la recesión de 1993, pues su comienzo continuará fechándose en el segundo trimestre de 1992 y su final, a comienzos de 1993.

### La tasa de paro continúa sin cambios en el mes de mayo

Debido al retraso con el que los cambios en la actividad económica afectan al mercado de trabajo, no se puede esperar que la mejora en el patrón de crecimiento de la zona del euro desde principios de año haya incidido todavía en las condiciones del mercado laboral. Por el contrario, la evolución más reciente del mercado de trabajo está empezando ahora a mostrar los efectos de la desaceleración de la actividad económica que se produjo a finales de 1998.

En mayo de 1999, la tasa de paro normalizada en la zona del euro fue del 10,3%, situándose al mismo nivel que en los dos meses anteriores, tras las revisiones a la baja para los meses de marzo y abril desde 10,5% y 10,4% respectivamente. Estas revisiones han hecho descender la tasa de desempleo, aunque no han modificado el panorama de estancamiento del empleo de los últimos meses. La ausencia de ulteriores descensos en la tasa de paro en los últimos meses puede deberse a que la desaceleración en el crecimiento del PIB registrada a finales de 1998 afectó al crecimiento del empleo en el segundo trimestre de 1999.

De acuerdo con las cifras nacionales disponibles, se espera que la tasa de paro normalizada de junio sea aproximadamente igual o se encuentre solo ligeramente por debajo de la registrada en mayo.

Respecto a la composición del desempleo por edades, es de destacar una ligera mejoría en los menores de 25 años. En mayo, el desempleo juvenil mantuvo su tendencia a la baja, aunque la tasa siguió situándose por encima del 19%. Por su parte, la tasa de desempleo de los mayores de 25 años no ha experimentado ninguna variación desde principios de año (en el 9%). Los datos nacionales confirman la tendencia observada por la tasa de paro para el conjunto de la zona del euro. Estas cifras también muestran una cierta reducción en la dispersión de las tasas de desempleo de los distintos países durante los últimos meses. Dicha reducción se debe a una mejora en algunos países con las tasas más altas, mientras que los niveles de paro han permanecido estables en aquellos países con las tasas de paro más bajas.

Según las cifras revisadas del crecimiento del empleo en el cuarto trimestre de 1998, y en contraste con estimaciones anteriores, a finales

## Cuadro 6

### Desempleo en la zona del euro

(en porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1999	1999	1999	1999	1999
				II	III	IV	I	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May
Total	11,6	11,6	10,9	11,0	10,9	10,7	10,4	10,6	10,5	10,4	10,3	10,3	10,3
Menores de 25 años <sup>1)</sup>	23,9	23,3	21,4	21,4	21,3	20,9	20,1	20,6	20,4	20,1	19,8	19,6	19,4
De 25 o más años <sup>2)</sup>	9,8	10,0	9,4	9,5	9,4	9,2	9,0	9,2	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0

Fuente: Eurostat.

Nota: De acuerdo con las recomendaciones de la OIT.

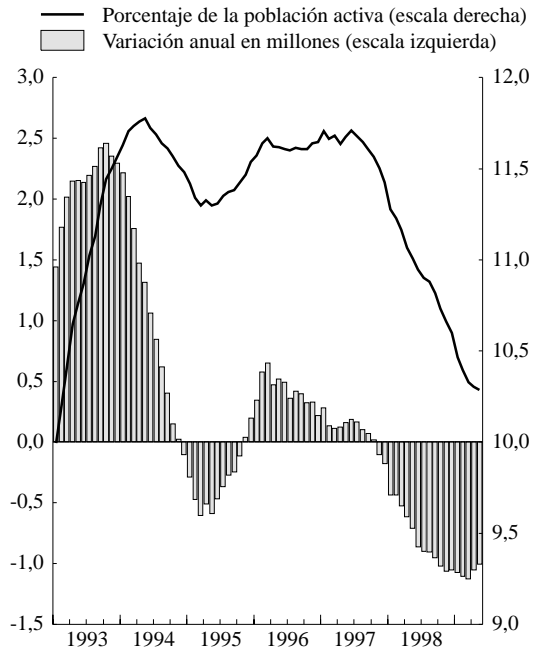
1) En 1998 esta categoría representaba un 24,4% del desempleo total.

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

## Gráfico 9

### Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; series desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

de 1998 no se produjo ninguna desaceleración en el crecimiento del empleo. La tasa intertrimestral del crecimiento del empleo se ha revisado al alza, pasando de un 0,2% a un

0,4%, y situándose, aproximadamente, al mismo nivel que la tasa de crecimiento del trimestre anterior. Por consiguiente, en el cuarto trimestre de 1998, el empleo total aumentó un 1,6% respecto al mismo trimestre de 1997.

Las estimaciones preliminares para el primer trimestre de 1999 sugieren que el crecimiento del empleo total en el conjunto de la zona del euro fue solo ligeramente inferior al del cuarto trimestre de 1998. Los patrones de crecimiento sectoriales siguen siendo distintos. Datos recientes muestran que el empleo en el sector manufacturero siguió contrayéndose durante el primer trimestre de 1999 (-0,1% en relación con el trimestre anterior), lo que lleva a pensar que el resto de la economía ha mantenido, por lo general, su tasa de crecimiento del empleo.

En resumen, en caso de que la desaceleración económica de finales de año afectara al crecimiento del empleo en el segundo trimestre, no sería de esperar que el desempleo siguiera descendiendo. Sin embargo, la resistencia del empleo a la desaceleración transitoria de la actividad económica que se produjo a final de año parece haber sido mayor que la esperada.

## Cuadro 7

### Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1998	1999	1999	1999	
			II	III	IV	I	II	III	IV	I	Ene	Feb	Mar
	Tasas intertrimestrales <sup>1)</sup>												
Total de la economía <sup>2)</sup>	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.

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

### El euro se fortaleció en julio y a principios de agosto

En los mercados de divisas, el euro se apreció en julio y a principios de agosto frente al dólar estadounidense, pero también frente a la libra esterlina y varias monedas europeas. El yen japonés siguió apreciándose frente al dólar estadounidense —aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores— pero se mantuvo dentro de una banda estrecha frente al euro. Las monedas de las economías con mercados emergentes de América Latina y Asia se mantuvieron en general estables frente al dólar estadounidense.

Frente al dólar, el euro se apreció un 4,2% durante el mes de julio, situándose a final de mes en un nivel de 1,07 dólares por euro (véase el gráfico 10). Este nivel de finales de julio está cercano a los registrados por última vez a principios de mayo. Como en meses anteriores, la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense es atribuible, en gran medida, a los cambios en las previsiones cíclicas de Estados Unidos y de la zona del euro. En la segunda quincena de julio, dichos cambios tuvieron un sentido contrario a la tendencia observada en meses anteriores: algunos datos publicados recientemente hacían prever una desaceleración económica en Estados Unidos y un repunte de las tasas de crecimiento económico en la zona del euro. Concretamente, el PIB estimado para el segundo trimestre de 1999 en Estados Unidos mostraba una desaceleración del 2,3%, en tasa anualizada, con respecto al 4,3% registrado en el primer trimestre. El 5 de agosto, fecha de cierre para las estadísticas que se publican en la presente edición del *Boletín mensual*, el euro se cotizaba a 1,08 dólares.

Frente al yen japonés, el euro fluctuó dentro de una banda estrecha, en torno a un promedio de 124 yenes por euro en julio, tras haberse depreciado en los meses anteriores, al igual que otras de las principales monedas. La inestabilidad del tipo de cambio entre el euro y el yen se ha reducido notablemente en los últimos meses, debido, posiblemente, a la evolución de las expectativas de los mercados en el sentido de que la desaceleración económica en Japón puede estar ya tocando fon-

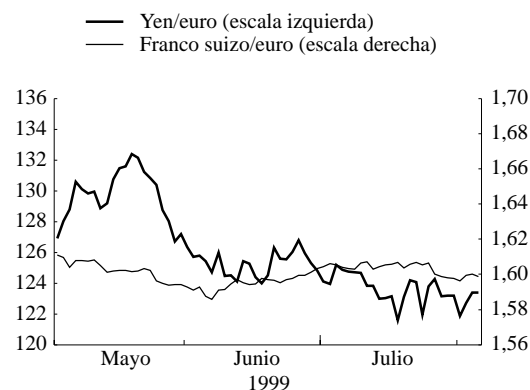
do. Concretamente, ha aumentado la confianza de los consumidores en este país y se ha observado una recuperación, tanto en las importaciones como en la actividad de algunos sectores nacionales. El 5 de agosto, el euro se cotizaba a 123 yenes, es decir, más o menos el mismo nivel registrado a primeros de julio.

Desde mediados de julio, el euro se ha apreciado ligeramente frente a la libra esterlina. Como en el caso del dólar, esta apreciación se debió, sobre todo, a la mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro, y se vio facilitada por la reducción de los diferenciales de los tipos de interés. Sin embargo, a finales de julio, dichos diferenciales volvieron a aumentar a favor del Reino Unido, en la medida en que los datos publicados en este país permitían augurar resultados más positivos en el sector de manufacturas y un continuo dinamismo de la demanda interna. El 5 de agosto, el euro se cotizaba a 0,67 libras, es decir, un 2,6% más que a primeros de julio.

### Gráfico 10

#### Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

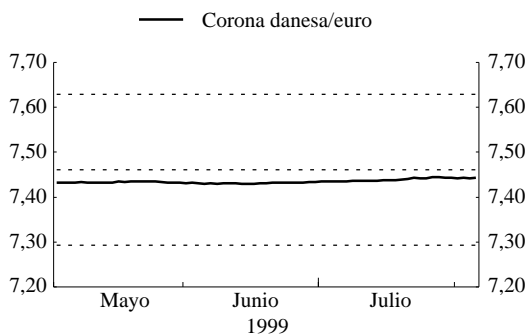
Cabe señalar que, como resultado, la libra esterlina se apreció frente al dólar, apartándose así ligeramente del estrecho vínculo que había mantenido anteriormente con la moneda estadounidense.

Por lo que respecta a las monedas que participan en el mecanismo de tipos de cambio (SME II), tanto la corona danesa como la dracma griega mostraron muy poca variación en julio con respecto a los meses anteriores (véase el gráfico I I). Mientras que la corona se mantuvo muy próxima a la paridad central, la dracma siguió cotizándose en torno a un 9% por encima de dicha paridad, debido sobre todo al nivel relativamente alto de los tipos de interés a corto plazo vigentes en Grecia, como consecuencia de la orientación un tanto restrictiva de la política monetaria.

En general, y en términos efectivos nominales, es decir, sobre la base del índice de tipos de cambio ponderados por el comercio exterior

### Gráfico I I Evolución de los tipos de cambio en el Mecanismo de Tipos de Cambio II

(datos diarios)



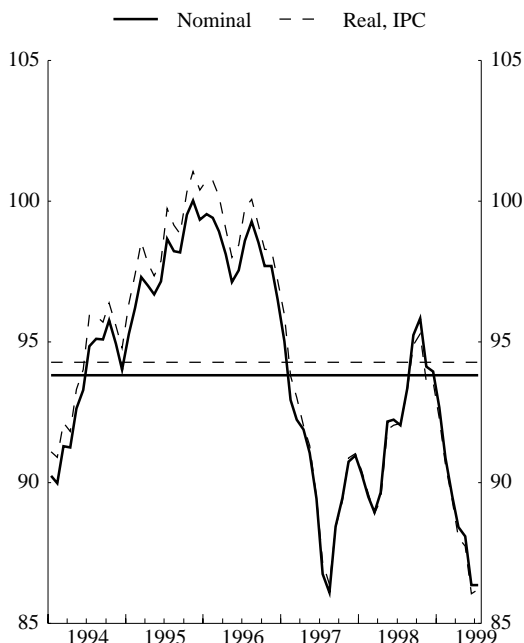
Fuente: BCE.

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).

### Gráfico 12

#### Tipos de cambio efectivos de la zona del euro<sup>1)</sup>

(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 periodo mostrado (enero de 1994 a julio de 1999).

que elabora el Banco de Pagos Internacionales (BPI), el euro se apreció en un 2%, aproximadamente, en la segunda quincena de julio, con lo que el nivel promedio del mes se mantuvo invariable con respecto al promedio registrado en junio (véase el gráfico 12). A primeros de agosto, el euro se situaba en torno a un 2% por encima del nivel observado a primeros de julio, en términos efectivos nominales, y en un nivel inferior en un 7% al registrado en el momento de su introducción. El fortalecimiento efectivo del índice en julio y a primeros de agosto se debió, sobre todo, a la apreciación del euro frente al dólar estadounidense.

#### Superávit acumulado en la balanza de pagos de enero a mayo

En los cinco primeros meses de 1999, el superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente ascendió a 18,5 mm de euros, cifra que repre-

**Cuadro 8****Balanza de pagos de la zona del euro<sup>1)</sup>**

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

	1999 May	1999 Ene - May	1999	1999
			May	Ene - May
			Variaciones absolutas respecto al mismo período del año anterior	
<b>Cuenta corriente (a)</b>	2,5	18,5	-3,9	-0,9
Ingresos	101,0	497,5	-3,4	-30,9
Pagos	98,5	479,0	0,5	-30,0
Mercancías	6,5	34,1	-4,3	-9,4
Ingresos	60,6	302,1	-3,7	-19,5
Pagos	54,1	267,9	0,6	-10,1
Servicios	0,1	-3,5	-0,7	-1,9
Ingresos	18,2	84,0	-2,5	-13,2
Pagos	18,2	87,5	-1,7	-11,3
Rentas	-1,3	-1,0	0,8	3,9
Ingresos	16,9	78,9	1,7	0,5
Pagos	18,2	80,0	0,9	-3,4
Transferencias corrientes	-2,7	-11,1	0,3	6,4
Ingresos	5,3	32,5	1,1	1,3
Pagos	8,0	43,6	0,7	-5,2
<b>Cuenta de capital (b)</b>	0,9	3,9	0,4	-1,9
Ingresos	1,2	7,2	0,3	-0,7
Pagos	0,3	3,2	-0,1	1,2
<b>Capacidad de financiación frente al resto del mundo (a) + (b)</b>	3,4	22,5	-3,5	-2,8
<b>Cuenta financiera</b>	-7,4	-11,7	-26,9	-0,6
Inversión directa	-17,0	-40,7	-15,7	-20,0
En el exterior	-25,4	-75,9	-13,1	3,5
En la zona del euro	8,4	35,2	-2,6	-23,5
Inversión de cartera	-27,6	-67,1	-36,7	0,3
Activos	-25,0	-104,0	-5,4	63,7
Pasivos	-2,6	36,9	-31,3	-63,3
Derivados financieros	-3,2	-2,1	-1,8	-0,0
Otras inversiones	36,6	88,8	24,3	8,4
Activos	-3,1	-38,0	-2,4	-12,8
Pasivos	39,7	126,8	26,8	21,3
Variación de reservas	3,9	9,3	3,0	10,6
<b>Errores y omisiones</b>	4,0	-10,7	30,4	3,4

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

venta, aproximadamente, 0,9 mm de euros menos que en el mismo período del año anterior (véase el cuadro 8). Durante este período, se produjo un notable descenso del superávit de la balanza de mercancías y servicios, que se compensó, en gran medida, con la mejora de las balanzas de rentas y transferencias corrientes. En conjunto, el superávit de la balanza de mercancías y servicios en los cinco primeros

meses de 1999 se redujo, aproximadamente, en 11,3 mm de euros en relación con el mismo período del año anterior, dado que las exportaciones disminuyeron en torno a 32,7 mm de euros y las importaciones alrededor de 21,4 mm de euros. El superávit de la balanza de mercancías registrado entre enero y mayo se redujo a 34,1 mm de euros, frente a los 43,5 mm de euros registrados en el período



do correspondiente de 1998, mientras que el déficit de la balanza de servicios aumentó, durante el mismo período, de 1,6 mm de euros a 3,5 mm de euros. En comparación con el año anterior, en los tres últimos meses del período analizado, el valor de las exportaciones se redujo mucho más rápidamente que el de las importaciones. Entre enero y mayo de 1999, el déficit de la cuenta de rentas descendió hasta 1 mm de euros, en comparación con los 4,9 mm de euros registrados el año anterior. Al mismo tiempo, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se redujo en 6,4 mm de euros, aproximadamente, con respecto al mismo período de 1998.

En mayo de 1999, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro ascendía a 2,5 mm de euros, en comparación con los 6,4 mm de euros registrados en mayo de 1998. El descenso del superávit por cuenta corriente en mayo se debió, principalmente, a la disminución del superávit de la balanza de mercancías y servicios, que se compensó, en parte, con una pequeña reducción del déficit de las cuentas de rentas y transferencias corrientes. En mayo de 1999, el superávit de la balanza de mercancías de la zona del euro ascendió a 6,5 mm de euros, lo que representa un descenso con respecto a los 10,8 mm de euros de mayo del año pasado; por primera vez en lo que va de año, las importaciones registraron un aumento en relación con el mismo mes de 1998.

La balanza de servicios ascendió a 0,1 mm de euros en mayo, mientras que, tanto la cuenta neta de rentas, como la de transferencias corrientes, cerraron con sendos déficit de 1,3 mm de euros y 2,7 mm de euros, respectivamente. El pequeño superávit obtenido en las transacciones de servicios se redujo ligeramente en mayo, en torno a 0,7 mm de euros, con respecto al mismo mes de 1998, mientras que el déficit conjunto de las balanzas de rentas y transferencias corrientes disminuyó alrededor de 1,2 mm de euros. Cabe señalar, no obstante, que el deterioro observado en la balanza de servicios puede estar sobredimensionado, dado que un Estado miembro ha cambiado la metodología aplicada a la cuenta de servicios en 1999, pero todavía no ha hecho lo propio con respecto a 1998.

En mayo de 1999, la cuenta de capital registró un superávit de 0,9 mm de euros, frente a 0,5 mm de euros en mayo de 1998, mientras que el superávit acumulado de la cuenta de capital, de 3,9 mm de euros para los cinco primeros meses del año, fue inferior en 1,9 mm de euros al correspondiente al mismo período de 1998.

### **Flujos netos de inversión directa y de cartera registrados en los cinco primeros meses**

En los cinco primeros meses de 1999, la cuenta financiera registró unas salidas de capital de 11,7 mm de euros. En mayo, las salidas netas ascendieron a 7,4 mm de euros, debido, principalmente, a las mayores salidas netas de inversión directa y de cartera. En cambio, las entradas netas de abril guardaron relación, sobre todo, con una disminución de los activos exteriores a corto plazo del sector de IFM, que superó con creces las salidas de inversión extranjera directa.

La inversión directa registró unas salidas netas equivalentes a 40,7 mm de euros en los cinco primeros meses del año. Las salidas netas ascendieron a 17,0 mm de euros en mayo de 1999, mientras que en abril y marzo fueron de 13,8 mm de euros y 2,6 mm de euros, respectivamente. En abril y mayo se produjo un fuerte aumento de estas salidas en comparación con el primer trimestre del año, alcanzándose en mayo un nuevo máximo para 1999.

La inversión de cartera también registró salidas netas de 67,1 mm de euros en los cinco primeros meses del año. En mayo, las salidas netas ascendieron a 27,6 mm de euros, frente a unas entradas netas del orden de 2,4 mm de euros en abril y unas salidas netas de 33,2 mm de euros en marzo. Las salidas netas de mayo tuvieron su origen, principalmente, en las considerables compras, por parte de residentes de la zona del euro, de acciones y bonos emitidos fuera de dicha zona, y en las cuantiosas ventas de bonos y pagarés denominados en euros, realizadas por no residentes. Al mismo

tiempo, aumentaron, aunque en menor escala, las entradas de capital relacionadas con la adquisición de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro por parte de no residentes. Es posible que, por este motivo, los inversores extranjeros hayan abandonado los bonos de la zona del euro para adquirir otros activos remunerados en previsión de las recientes fluctuaciones del valor de los bonos. En cambio, las entradas netas de inversión de cartera en abril tuvieron su origen en las amortizaciones y ventas netas, por parte de residentes de la zona del euro, de instrumentos del mercado monetario emitidos por no residentes.

La partida otras inversiones registró entradas netas por valor de 88,8 mm de euros en los cinco primeros meses de 1999. En mayo, las entradas ascendieron a 36,6 mm de euros, debido principalmente a un aumento de los pasivos externos a corto plazo del sector de IFM. Las salidas netas por operaciones en derivados financieros ascendieron a 2,1 mm de euros en los cinco primeros meses de 1999 y se situaron en 3,2 mm de euros en mayo. Por último, los activos de reserva disminuyeron 9,3 mm de euros en los cinco primeros meses del año y en 3,9 mm de euros en mayo de 1999.



# El papel internacional del euro

*La introducción del euro el 1 de enero de 1999 fue un acontecimiento crucial con repercusiones importantes no solo dentro de la zona del euro, sino también fuera de la misma. El euro es la segunda moneda más utilizada a escala internacional, tanto por la importancia de las monedas nacionales a las que ha reemplazado, como por el peso económico de la zona del euro en la economía mundial. La evolución del euro como moneda internacional será, principalmente, un proceso impulsado por el mercado. Concretamente, su utilización por parte de los agentes privados como moneda de inversión y financiación, así como moneda vehículo y medio de pago, desempeñará un papel prominente. En gran medida, las decisiones de dichos agentes se verán influenciadas por el grado de integración, liquidez y diversificación de los mercados financieros en euros y por las relaciones transfronterizas de la zona del euro. Además, el papel internacional del euro se verá afectado por las condiciones económicas de dicha zona, lo que viene a subrayar cuán importante es que todas las políticas económicas contribuyan a la solidez y la estabilidad de la moneda. La orientación de la política monetaria del Eurosistema hacia la estabilidad de precios seguirá siendo un factor de primer orden por lo que respecta a la confianza de los inversores en el euro. Y viceversa, el Eurosistema es consciente de las posibles consecuencias de la internacionalización del euro para la ejecución de su política monetaria, que no irá en detrimento del objetivo de mantener la estabilidad de precios. Como la internacionalización del euro no constituye en sí un objetivo de política económica, el Eurosistema no actuará ni a favor ni en contra.*

*En este artículo se presenta un marco conceptual que puede utilizarse para examinar el papel internacional del euro. Debido, entre otros factores, a la falta de datos y a la dificultad de proceder a una evaluación apropiada en esta fase incipiente, no se pretende ofrecer conclusiones definitivas sobre dicho papel.*

## I Introducción

El euro es la segunda moneda más utilizada a escala internacional, después del dólar estadounidense y por delante del yen japonés. Ello se debe a la importancia de las monedas nacionales de los países de la zona del euro a las que ha sustituido y también al peso económico de dicha zona en la economía mundial. En comparación con Estados Unidos, la zona del euro es de menor tamaño por lo que respecta al PIB, concentra una proporción mayor de exportaciones mundiales y ha desarrollado un sector bancario más amplio y, por consiguiente, unos mercados más pequeños de renta variable y renta fija (véase el cuadro 1).

Una forma de considerar el uso actual y futuro del euro como moneda internacional es examinar los distintos fines para los que los no residentes en la zona del euro pueden aceptarlo y utilizarlo. En el cuadro 2 se resumen las funciones que desempeña una moneda internacional, diferenciándose entre las tres funciones clásicas del dinero y el carácter del usuario (privado u oficial). En el presente artículo, se mantiene esa clasificación a fin de facilitar la descripción de la importancia relativa del euro para cada función.

Al analizar los factores económicos que pueden afectar al papel internacional del euro, se pueden distinguir dos grandes categorías: los factores de *magnitud* (es decir, el volumen de las transacciones de la zona del euro con el resto del mundo y las dimensiones de sus mercados financieros internos) y los factores de *riesgo* (como el riesgo inflacionario). Por un lado, los factores de magnitud suelen, en general, conducir a la «centralización» en una o unas pocas monedas internacionales clave. Por ejemplo, cuanto mayor sea el mercado de divisas en una moneda dada, menor será el coste de las transacciones que se realicen en él, lo cual alentará a un mayor número de agentes a utilizar la moneda en cuestión y, por lo tanto, se reducirá aún más dicho coste y se producirá una tendencia a la centralización. Por otra parte, los factores de riesgo suelen dar lugar a una diversificación en el uso de las monedas internacionales, o, por expresarlo en otros términos, a una «descentralización». Por ejemplo, un inversionista que solo opere en una divisa se verá expuesto al riesgo de tipo de cambio o tendrá que buscar una cobertura frente a dicho riesgo, lo cual puede alentarle a diversificar sus

## Cuadro 1

### Principales características de la zona del euro, Estados Unidos y Japón (1998)

Indicador	Unidad	Zona del euro	Estados Unidos	Japón	Fuente
Población	millones de habitantes	292	270	127	Eurostat
PIB	mm de euros	5.773	7.592	3.375	FMI (PEM)
porcentaje del PIB mundial					
- en cifras corrientes	%	22,2	29,3	13,0	FMI (PEM)
- en términos de la PPA	%	15,5	20,8	7,4	FMI (PEM)
Exportación de bienes y servicios					
- en porcentaje del PIB nacional	%	17,8	10,9	11,5	BCE, FMI
- en porcentaje de la exportación mundial	%	20,1	16,3	7,6	BCE, FMI
Depósitos bancarios	mm de euros	4.849	4.128	4.104	FMI (EFI)
- en porcentaje del PIB nacional	%	84	54	122	
Crédito interno	mm de euros	7.477	6.132	5.120	FMI (EFI)
- en porcentaje del PIB nacional	%	130	81	152	
Títulos internos de renta fija	mm de euros	5.240	11.787	4.440	BPI
- en porcentaje del PIB nacional	%	91	155	132	
- emitidos por el sector privado	mm de euros	1.997	5.096	1.229	BPI
- emitidos por el sector público	mm de euros	3.243	6.691	3.211	BPI
Capitalización del mercado de valores	mm de euros	3.655	13.025	2.091	FIBV
- en porcentaje del PIB nacional	%	63	172	62	

operaciones recurriendo a varias monedas. Para lograr un equilibrio entre los factores de magnitud y los de riesgo, normalmente surge, en algún momento, una «jerarquía» de monedas, en virtud de la cual, se utiliza un pequeño número de monedas en la mayoría de las transacciones internacionales, mientras que las demás monedas desempeñan un papel limitado o meramente regional. A continuación, se analizan con mayor detalle ambos tipos de factores en relación con cada una de las funciones que cumple el euro.

El presente artículo se centra en cuatro aspectos complementarios del papel interna-

cional del euro. En la sección 2, se examina la información disponible sobre la forma en que lo utilizan actualmente los no residentes en la zona del euro. En la sección 3, se analizan los factores que, en el futuro, influirán con más probabilidad en el uso del euro fuera de dicha zona. En la sección 4, se pasa revista a las posibles repercusiones de la internacionalización del euro para la política monetaria del Eurosistema. En la sección 5, se analizan los costes y beneficios que posiblemente entrañará el uso del euro a escala internacional para los no residentes de la zona del euro y, finalmente, en la sección 6, se presentan las conclusiones.

## Cuadro 2

### Funciones de las monedas internacionales

Funciones del dinero	Uso por parte de residentes en una zona geográfica distinta de aquella en la que se utiliza la moneda internacional	
	Uso privado	Uso oficial
<i>Depósito de valor</i>	Moneda de inversión y financiación	Moneda de reserva
<i>Medio de cambio</i>	Moneda de pago y de transacciones (i) en los mercados de bienes y servicios (ii) en los mercados de divisas	Moneda de intervención
<i>Unidad de cuenta</i>	Moneda de fijación de precios y cotizaciones	Moneda de referencia

## 2 El uso actual del euro por no residentes en la zona del euro.

### El uso privado del euro como moneda de inversión y financiación

Los datos estadísticos disponibles solo permiten una evaluación muy preliminar del uso privado del euro como moneda de inversión y financiación, tanto por la cobertura incompleta de la información, como por las posibles distorsiones imputables a factores de carácter excepcional y al cambio de régimen que conlleva la adopción del euro. Concretamente, el desarrollo de un mercado financiero «interno» en la zona del euro dificulta la identificación del componente auténticamente internacional de los mercados financieros en euros, lo que a su vez crea problemas de medición y comparación de los datos. Incluso aunque se adopten criterios prudentes de medición, la información disponible parece confirmar que el euro ya desempeña un papel importante como moneda de inversión y financiación en los mercados financieros internacionales.

Con respecto al *mercado internacional de títulos de renta fija* (instrumentos del mercado monetario, bonos y obligaciones), se hace una distinción entre

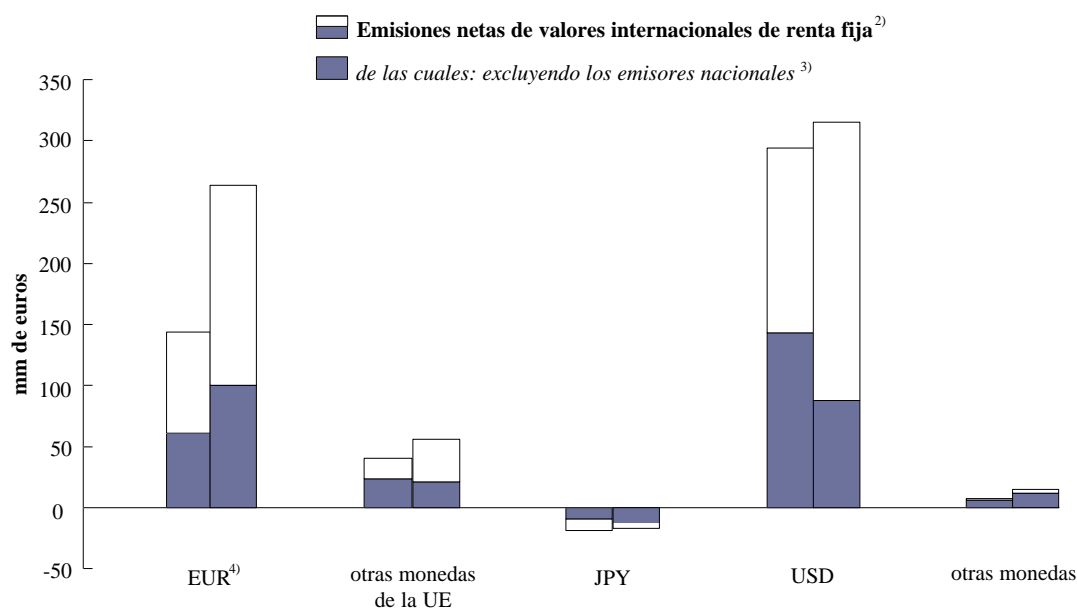
un enfoque amplio, que incluye la localización geográfica o la nacionalidad, tanto de los emisores como de los inversores previstos (véanse los cuadros A1, A2 y A3 que figuran al final del presente artículo y los gráficos 1 y 2), y un enfoque en sentido más estricto, que se centra exclusivamente en la localización geográfica o la nacionalidad del emisor (véanse los cuadros B1, B2 y B3, al final del artículo y los gráficos 1 y 2). Por consiguiente, la definición más amplia incluye también las emisiones en moneda nacional realizadas por residentes de una zona geográfica dada orientadas hacia no residentes. El enfoque más amplio proporciona información sobre las dos funciones que cumple la moneda, a saber, inversión y financiación, mientras que con el criterio más estricto se hace hincapié solamente en la función de financiación.

En los dos primeros trimestres de 1999, el euro tuvo una participación mayor en las nuevas emisiones internacionales de títulos de renta fija que la suma de las antiguas monedas nacionales de los países de la zona del euro y el ECU antes de la sustitución por el euro (véanse los cuadros A2 y B2).

### Gráfico 1

#### Emisiones netas de valores internacionales de renta fija: desglose por monedas

(las barras de la izquierda corresponden a cifras de los dos primeros trimestres de 1998; las barras de la derecha corresponden a cifras de los dos primeros trimestres de 1999<sup>1)</sup>)



Fuentes: BPI y estimaciones del BCE.

1) Los datos del segundo trimestre de 1999 son provisionales.

2) Véase la definición en la nota 1 del cuadro A3.

3) Véase la definición en la nota 1 del cuadro B3.

4) En las anteriores monedas de la zona del euro y en ECU hasta el 31 de diciembre de 1998; euros a partir del 1 de enero de 1999.

Durante el mismo período, las emisiones internacionales netas (es decir, emisiones nuevas menos amortizaciones) de instrumentos del mercado monetario, bonos y obligaciones denominadas en euros ascendieron a un total de 100 mm de euros (según la definición estricta), frente a los 87,1 mm de euros que registraron las emisiones en dólares; en el caso del yen japonés, las amortizaciones sobrepasaron a las nuevas emisiones. En comparación, en los dos primeros trimestres de 1998, las emisiones netas denominadas en las antiguas monedas nacionales de la zona del euro y en ECU ascendieron a 61 mm de euros (según la definición estricta), frente a los 142,5 mm de euros que registraron las emisiones en dólares (véanse el cuadro B3 y el gráfico 1). La evolución correspondiente al primer trimestre de 1999 es atribuible, en parte, a factores de carácter excepcional, tales como el aplazamiento de algunas emisiones desde el final de 1998 hasta el principio de 1999, debido a la introducción del euro y a la estrategia adoptada por algunos emisores, consistente en crear referencias líquidas en el mercado de títulos denominados en euros.

Sin embargo, los datos disponibles indican que la emisión de títulos de renta fija en euros continuó en el segundo trimestre de 1999 a un ritmo comparable al observado durante el primero. Por consiguiente, esta evolución podría atribuirse

también a otros factores. Por el lado de la oferta, países como Brasil, Argentina, Sudáfrica, Canadá y Filipinas han lanzado emisiones de gran volumen en euros a fin de reconfigurar la composición por monedas de su deuda externa a favor del euro. Además, si se tienen también en cuenta las emisiones de residentes de la zona del euro orientadas a no residentes (cuadros A2 y A3), es posible que las fusiones y las adquisiciones dentro de la zona del euro —tanto en los sectores financiero como empresarial— se hayan financiado cada vez más recurriendo al mercado de títulos internacionales de renta fija denominados en euros. Por el lado de la demanda, la mayor liquidez resultante del aumento de los volúmenes emitidos ha sido también un factor importante.

A diferencia de los flujos que acabamos de analizar, el saldo vivo de títulos internacionales de renta fija tiende a variar con más lentitud. Partiendo de la definición de títulos internacionales en sentido amplio, el euro representaba, al 30 de junio de 1999, un 27% del saldo vivo de dichos títulos, es decir, solo 2 puntos porcentuales más que el porcentaje que representaban, al final de 1997, todas las antiguas monedas nacionales de la zona del euro. A ello hay que añadir el descenso de las ponderaciones del yen japonés y el franco suizo (véanse el cuadro A1 y el gráfico 2). Conforme a

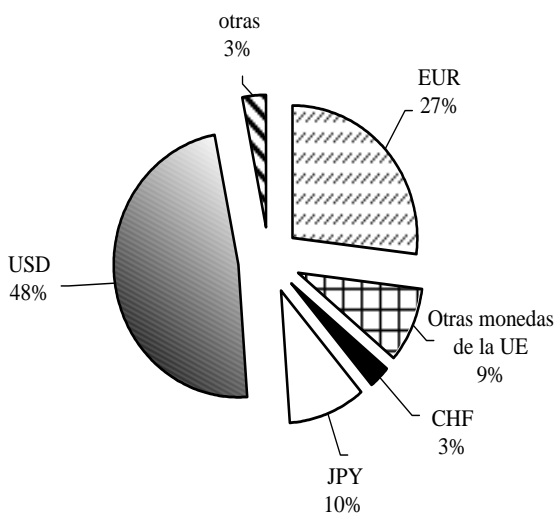
## Gráfico 2

### Composición por monedas del saldo de valores internacionales de renta fija

(30 de junio de 1999)

#### Valores internacionales de renta fija

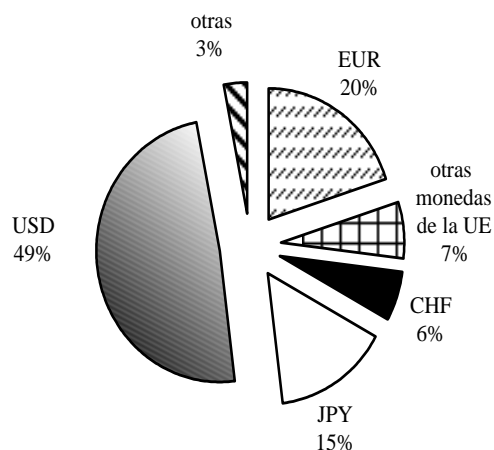
(véase la definición en el cuadro A1)



Fuente: BPI.

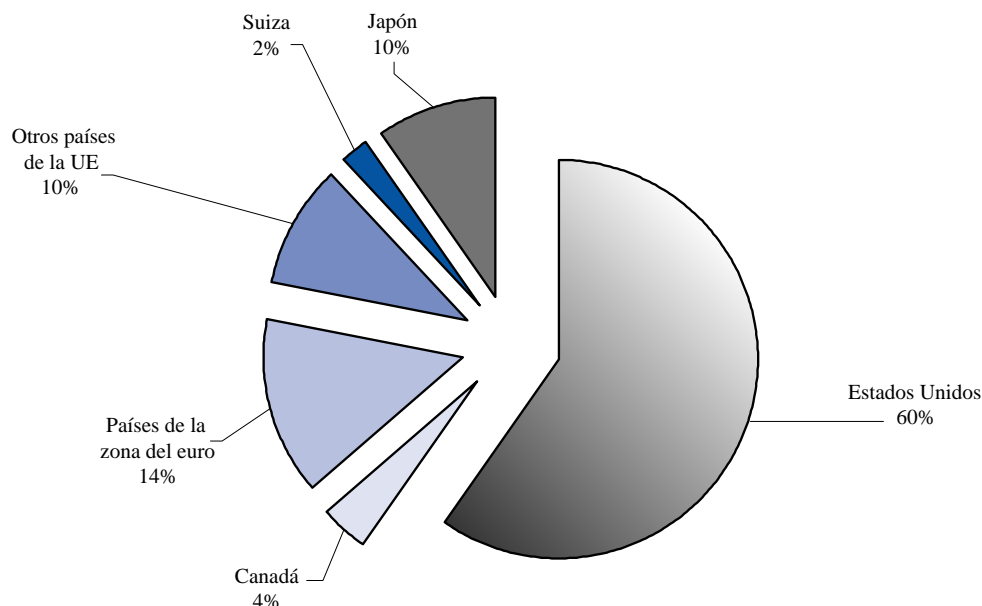
#### Valores internacionales de renta fija, excluidos los emisores nacionales

(véase la definición en el cuadro B1)



### Gráfico 3

#### Distribución de la capitalización de los mercados al 30 de abril de 1999



Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV).

la definición en sentido estricto, el porcentaje que representa el euro, 20%, es ligeramente inferior al que representaba la suma de las monedas nacionales a las que ha sustituido. Esto es así porque el crecimiento del euro durante el primer semestre de 1999 solo compensa, en parte, el ajuste «aritmético» derivado del hecho de que las transacciones que se realizan dentro de la zona del euro desde el 1 de enero de 1999 se han convertido en transacciones «internas» y han dejado de considerarse transacciones «internacionales» (véanse el cuadro B1 y el gráfico 2).

Con respecto a los mercados de renta variable, la segmentación de las bolsas de valores organizadas de la zona del euro sigue entorpeciendo su liquidez y el acceso de los no residentes. No obstante, cabe destacar dos tendencias que han reducido ya dicha segmentación. La primera se ha venido produciendo en los últimos años como consecuencia de la legislación de la UE. Se ha exigido a las bolsas de valores de la UE que adapten su infraestructura técnica y de reglamentación, de modo que permitan el «acceso directo», es decir, la posibilidad de que tanto los

### Cuadro 3

#### Capitalización de algunos mercados de renta variable

(datos de fin de periodo en mm de euros)

	1997	1998	1999			
			Ene	Feb	Mar	Abr
Estados Unidos <sup>1)</sup>	11.546	13.025	14.256	14.446	15.571	16.555
Canadá <sup>2)</sup>	903	929	988	996	1.059	1.128
Países de la zona del euro	2.696	3.655	3.780	3.742	3.845	3.997
Otros países de la UE	2.163	2.426	2.451	2.597	2.704	2.751
Suiza	521	591	590	592	600	610
Japón	1.957	2.091	2.154	2.177	2.500	2.713
Total	19.785	22.717	24.218	24.550	26.279	27.754

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV).

1) Incluye NASDAQ y las bolsas de valores de Nueva York y Chicago.

2) Incluye las bolsas de valores de Montreal, Toronto y Vancouver.



#### Cuadro 4

### IFM<sup>1)</sup> de la zona del euro distintas del Eurosistema: depósitos, préstamos y tenencias de valores, denominados en euros, frente a no residentes en la zona del euro

(datos de fin de período)

	Jun <sup>2)</sup>	1998 Sep <sup>2)</sup>	Dic	1999 Mar
<b>1. Depósitos en euros colocados por no residentes en la zona del euro</b>				
- mm de euros	630,3	628,6	624,3	653,8
- en porcentaje de todas las monedas	42,3	39,7	41,1	40,4
<b>2. Préstamos en euros a no residentes en la zona del euro</b>				
- mm de euros	564,9	575,2	529,1	534,6
- en porcentaje de todas las monedas	42,5	41,6	41,7	41,8
<b>3. Tenencias de valores en euros emitidos por no residentes en la zona del euro</b>				
- mm de euros	69,0	59,7	61,7	67,8
- en porcentaje de todas las monedas	25,3	22,6	24,1	24,0

Fuente: BCE.

1) «Instituciones Financieras Monetarias», tal y como se definen en el Artículo 2 del Reglamento (CE) n.º 2819/98, residentes en el territorio de los «Estados miembros participantes» tal y como se definen en el Artículo 1 del Reglamento (CE) n.º 2533/98.

2) Datos provisionales y no completos para todos los países de la zona del euro.

inversores como los intermediarios financieros de otras jurisdicciones inviertan sin restricciones en todo el mercado de capital de la UE. La segunda tendencia ha surgido en fechas más recientes con la formación de alianzas y asociaciones entre las bolsas de valores europeas. En la actualidad las bolsas de valores de la zona del euro ocupan, por lo que respecta al volumen de capitalización, el segundo lugar tras la de Estados Unidos, que sobrepasa en dimensiones a las del resto de los grandes países industriales tomadas en conjunto (véanse el cuadro 3 y el gráfico 3).

Por lo que respecta al sector bancario, los únicos datos disponibles son los que elabora el BCE y que corresponden a las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) excluido el Eurosistema (véanse el *Boletín mensual* del BCE de febrero, página 33, y el artículo sobre el balance de dichas instituciones a principios de 1999, que se publica en este número). Los datos más recientes indican que, al 31 de marzo de 1999, estaban denominados en euros más de un 40% de los depósitos y los préstamos frente a no residentes, y que el dólar representaba un porcentaje casi tan alto como el euro (véase el cuadro 4).

#### El uso privado del euro como moneda de pago y para transacciones

La función de instrumento de cambio internacional que desempeña el euro en el sector privado puede dividirse a su vez en dos funciones: la de *moneda de pago* para el comercio internacional de bienes y servicios y como *moneda en que se denominan las transacciones* en los mercados de divisas. Esta última función tiene una importancia capital, debido en parte a las enormes dimensiones de dichos mercados. Éstos desempeñan un papel de primer orden, ya que, en toda transacción internacional, lo normal es que, al menos una contraparte tenga que recurrir a ellos, lo que afecta a los costes de transacción y a los costes de cobertura, tanto de las operaciones comerciales como financieras.

La función del euro como moneda de pago y para transacciones no puede derivarse del uso, a escala internacional, de las antiguas monedas nacionales de la zona del euro, ya que las transacciones que se realizan dentro de dicha zona se han convertido en transacciones «internas». Aunque todavía no se dispone de datos, el valor de las exportaciones mundiales denominadas en euros probablemente no diferirá de forma signi-

ficativa del valor de las exportaciones del área del euro. En cambio, el valor de las exportaciones mundiales que se liquidan en dólares equivale a casi el cuádruple del valor de las exportaciones de este país, lo cual es imputable, sobre todo, a los efectos combinados y mutuamente complementarios de las externalidades y de las economías de escala que conlleva el uso de una moneda internacional dominante.

### **El uso privado del euro como moneda de fijación de precios y cotizaciones**

La tercera función que desempeña el euro en el sector privado es la de *moneda de fijación de precios y cotizaciones*, es decir, una moneda que se utiliza para determinar el precio de los bienes y servicios (activos), distinta de la que utiliza el proveedor (emisor) en una transacción dada.

El uso generalizado del dólar estadounidense como unidad de cuenta, se debe más que a una relación con factores de magnitud, a la comodidad de utilizar una moneda estándar para fijar los precios. Concretamente, el dólar prevalece en mercados homogéneos, centralizados y eficientes como los de materias primas, en los que a los participantes les beneficia la posibilidad de poder comparar directamente precios expresados en una misma moneda.

### **El uso oficial del euro como moneda de reserva, intervención y referencia**

El sector público puede utilizar el euro como moneda de reserva, intervención y referencia. En la mayoría de los casos, estos tres usos guardan relación entre sí.

Según datos del Fondo Monetario Internacional, al final de 1997, la proporción de tenencias denominadas en dólares estadounidenses en las reservas oficiales de divisas a escala mundial era del 57,1%, mientras que las antiguas monedas nacionales de la zona del euro representaban un 19,6% y el yen japonés un 4,9%. No obstante, es probable que en estas cifras se haya subestimado, por falta de información, el porcentaje que, efectivamente, corresponde a cada una de estas monedas de reserva.

Con la introducción del euro, la proporción que representaban las monedas de la zona del euro (es decir, las antiguas monedas nacionales y el ECU hasta el 31 de diciembre de 1998, y el euro a partir del 1 de enero de 1999) en los activos exteriores de reserva de los bancos centrales disminuyó como resultado de dos ajustes técnicos. El *primero* fue que, el 31 de diciembre de 1998, el Eurosistema transformó en oro y dólares los ECU que se emitían a favor de los bancos centrales por medio de *swaps* renovables a cambio de una aportación del 20% de sus tenencias brutas de oro y de sus reservas de dólares, por un monto total de 60,9 mm de ECU. El *segundo* ajuste consistió en que, con efecto a partir del 1 de enero de 1999, las reservas del Eurosistema anteriormente denominadas en las antiguas monedas nacionales de la zona del euro se convirtieron en activos internos, lo que entrañó una disminución de las reservas de divisas del Eurosistema.

Estos cambios, que guardan relación con las repercusiones técnicas del cambio al euro, hicieron disminuir la proporción de reservas oficiales denominadas en euros. Aunque, a esta fecha, no se dispone de información actualizada, es probable que el euro siga siendo la segunda moneda internacional de reserva, en su calidad de sucesor de las antiguas monedas nacionales de la zona del euro.

El uso del euro como *moneda de intervención* guarda relación sobre todo con su función de moneda de referencia. Además, los países cuyas monedas no están vinculadas al euro también pueden utilizarlo a efectos de intervención en la búsqueda de objetivos cambiarios más informales. No hay datos cuantitativos disponibles con respecto a esta función, ya que, salvo unas pocas excepciones, la mayoría de los bancos centrales no divulgan información sobre sus operaciones de intervención. Además, la información que proporcionan dichos bancos por medio de declaraciones públicas es de carácter cualitativo.

Con respecto al uso del euro como *moneda de referencia*, existe una variedad de mecanismos que abarcan desde la adopción del euro como moneda nacional por parte de algunos países a la adopción de regímenes cambiarios que conllevan

van el uso de esta moneda. Dichos mecanismos son, en su mayoría, el legado de antiguos vínculos con las monedas nacionales que ha venido a reemplazar el euro.

A tenor de lo dispuesto en el apartado 4 del Artículo 123 (apartado 4 del antiguo Artículo 1091) del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el Tratado), el Consejo de la UE adoptó una decisión con respecto a los regímenes monetarios de los territorios franceses de San Pedro y Miquelon y Mayotte, en virtud de la cual, el euro será la moneda oficial de dichos territorios a partir del 1 de enero de 1999. Además, a tenor de lo dispuesto en el apartado 3 del Artículo 111 (apartado 3 del antiguo Artículo 109) del Tratado, y habida cuenta de la Declaración sobre relaciones monetarias con la República de San Marino, el Estado Vaticano y el Principado de Mónaco, que figura como anexo al Tratado, el Consejo de la UE tomó tres decisiones con respecto a los acuerdos relativos a las relaciones monetarias con estos tres Estados soberanos. Conforme a dichas decisiones, los países en cuestión tendrán derecho a utilizar el euro como moneda oficial, sujeto a un acuerdo con la Comunidad. La Comisión Europea y el BCE participan en las negociaciones actualmente en marcha en relación con dichos acuerdos. Además, también a tenor de lo establecido en el apartado 3 del Artículo 111 (apartado 3 del antiguo Artículo 109) del Tratado, el Consejo de la UE adoptó otras decisiones con respecto a las cuestiones cambiarias relativas al franco CFA y al franco de Comoras, así como al escudo de Cabo Verde. En dichas decisiones, se estipula que Francia y Portugal pueden, respectivamente, mantener los acuerdos actualmente en vigor con 14 países de África y las Comoras, así como con Cabo Verde. Como consecuencia, a partir del 1 de enero de 1999, el euro sustituye a las antiguas monedas nacionales de estos países (franco francés y escudo portugués) como moneda de referencia (véase el cuadro C al final del presente artículo).

Además de estos acuerdos *ad hoc*, alrededor de 30 países ajenos a la zona del euro, que representan un porcentaje relativamente bajo del PIB mundial, tienen actualmente en vigor regímenes cambiarios en los que participa el euro (véase el cuadro C). Estos países pueden dividirse en cuatro grupos. El primero comprende los países que han establecido *un tipo de cambio fijo con el euro*. Excluidos los acuerdos *ad hoc* antes mencionados, este grupo incluye cuatro países. Desde enero de 1999, dos Estados miembros de la UE —Dinamarca y Grecia— participan en el nuevo mecanismo de tipos de cambio (SME II) que establece un vínculo bilateral y de carácter voluntario entre las monedas de los Estados miembros de la UE y el euro. Otros dos países (Chipre y Macedonia) han vinculado unilateralmente su moneda al euro. Un segundo grupo (Bosnia-Herzegovina, Bulgaria y Estonia) han adoptado «*currency boards*» basadas en el euro y el marco alemán. La sustitución formal del marco alemán por el euro en estos regímenes cambiarios está prevista, a más tardar, para el momento en que se introduzcan los billetes de euros en el año 2002. Un tercer grupo (en el que participan Hungría, Islandia y Polonia) consta de 17 países que *vinculan su moneda a una cesta de monedas que incluye el euro o una de las monedas nacionales a las que ha sustituido*. Este grupo incluye además, en sentido amplio, los países que han vinculado su moneda al derecho especial de giro (DEG). En el momento de su introducción, el euro reemplazó automáticamente a las cantidades fijas de marco alemán y franco francés que integraban la cesta de valoración del DEG, cesta que incluye también el dólar estadounidense, el yen japonés y la libra esterlina. Al 23 de julio de 1999, la ponderación del euro en la cesta del DEG era del 27,3%. Por último, un cuarto grupo integrado por siete países (incluidos la República Checa, la República Eslovaca y Eslovenia) han adoptado un sistema de *flotación controlada*, en el que se utiliza informalmente el euro como moneda de referencia.

### 3 Factores que pueden afectar al uso internacional del euro en el futuro

#### Factores que influyen en el uso privado del euro como moneda de inversión y financiación

El comportamiento de los inversores privados reviste particular importancia al analizar la internacionalización del euro. El volumen de activos financieros que negocian es mucho mayor que el de las reservas oficiales. Además, normalmente ajustan sus estrategias de gestión de activos más rápidamente que la mayoría de las entidades del sector público. Por consiguiente, es probable que las operaciones de diversificación de las carteras que conllevan el uso del euro sean de mayor relevancia y se produzcan a un ritmo más rápido en el sector privado que en el sector público.

Con la puesta en marcha de la tercera fase de la UEM, se inició también un proceso de cambios estructurales en los mercados de capital de la zona del euro que, con toda probabilidad, intensificará las presiones competitivas y, por consiguiente, aumentará la eficiencia de dichos mercados. Es probable que, a medida que se avance en la integración de los mercados de capital de la zona del euro, se establezca, gradual pero firmemente, un mercado de capital caracterizado por mejoras sustanciales en lo que respecta a dimensiones, amplitud, desarrollo y apertura. Probablemente, estos cambios estructurales redundarán en una mayor internacionalización del euro.

Concretamente, es posible que los factores de magnitud faciliten el uso internacional del euro al reducir los costes de transacción en los mercados de capital de la zona del euro. Cuanto mayor sea la dimensión, la integración y la liquidez de dichos mercados, menores serán los costes de transacción (por ejemplo, los diferenciales entre los precios comprador y vendedor). Esto, a su vez, podría atraer a inversionistas y emisores y contribuir a aumentar los volúmenes y a reducir aún más los costes de transacción. Este círculo virtuoso, basado en el efecto combinado de las externalidades y las economías de escala, depende de la integración de los mercados financieros nacionales, es decir, del progresivo desarrollo de un mercado financiero europeo único, no segmentado, con una eficiente infraestructura técnica.

En este sentido, el mercado monetario de la zona del euro ya está integrado y es un mercado líquido, si bien la eliminación de la segmentación se está produciendo con más lentitud en el sector bancario que en los mercados de valores e instrumentos derivados. Con respecto a los *mercados de bonos del Estado*, en algunos casos, el diferencial que existe entre los rendimientos de los bonos emitidos por distintos Estados miembros de la zona del euro tiene su origen no solo en las diferencias entre las primas de riesgo país, sino que se debe también a factores técnicos, tales como las diferencias de liquidez y estructura entre los mercados nacionales. La eliminación de los impedimentos técnicos que dificultan la plena integración de los mercados presupone la armonización de ciertas normas de carácter tributario, normativo y comercial. Tanto el sector privado como el sector público han puesto en marcha iniciativas en este sentido. Con respecto a los *mercados de valores privados de renta fija*, el desarrollo de un espectro más amplio de instrumentos financieros denominados en euros seguirá, probablemente, un proceso gradual. No obstante, a juzgar por la evolución observada en el primer semestre de 1999, la introducción del euro puede estimular la creación de nuevos productos. Concretamente, se han puesto en circulación nuevos instrumentos del mercado monetario denominados en euros, como los fondos de gestión de tesorería para las instituciones del sector empresarial y nuevas formas de pagarés de empresa. En cuanto a los *mercados de renta variable*, los no residentes en la zona del euro seguramente tardarán todavía algún tiempo en comenzar a aprovechar todo el potencial que brindan estos mercados en euros. Ello obedece, en parte, a las diferentes estructuras para la intermediación de los fondos financieros, basadas mucho más en valores en los casos de Estados Unidos y el Reino Unido que en la zona del euro, en donde el sistema bancario desempeña un papel más prominente. No obstante, la integración de las bolsas de valores nacionales sigue adelante.

En relación con estos factores de magnitud, los analistas están examinando efectos más concretos que podrían repercutir en la oferta y la de-

manda de instrumentos financieros denominados en euros. Se ha argumentado que, de resultados de la introducción del euro, deberían producirse al principio cambios en la composición por monedas de las carteras a favor del euro, cambios que serían de mayor magnitud que las nuevas emisiones en euros, ya que estas últimas dependerían de una mayor integración estructural de los mercados nacionales de capitales en toda la zona del euro. Como se analiza en la sección 2, los datos disponibles hasta la fecha no parecen corroborar este argumento. Por otra parte, se ha observado que tanto la desaparición del riesgo cambiario como la aparición de una gama más amplia de productos financieros en la zona del euro pueden alentar a los inversores europeos a aumentar la demanda de activos denominados en su moneda nacional, el euro («sesgo favorable a lo más cercano»). Con todo, un factor que puede debilitar esta tendencia es el hecho de que incluso los inversores minoristas estén recurriendo cada vez más a los inversores institucionales, que pueden cubrirse más fácilmente frente al riesgo cambiario y no sufren asimetrías importantes en materia de información sobre las oportunidades de inversión en el exterior.

En los próximos años, las características de *riesgo* del euro seguirán siendo un factor crucial a la hora de determinar su papel en el plano internacional. A este respecto, tres factores clave desempeñarán un papel importante. El *primero* es la confianza de los inversores en la capacidad del Eurosistema para mantener la estabilidad de precios. La asignación explícita de responsabilidades al Eurosistema en relación con este objetivo, unida a su independencia y su estrategia orientada a la estabilidad a medio plazo, son factores esenciales para fortalecer la confianza de los mercados en el euro como una moneda estable. En *segundo* lugar, la correlación de los rendimientos entre los activos financieros denominados en euros y los activos en moneda extranjera determinará el atractivo del euro como instrumento de diversificación del riesgo para los inversores profesionales internacionales. Por ejemplo, se ha argumentado que los tipos de interés de la zona del euro pueden llegar a depender de factores internos más que las antiguas monedas nacionales de dicha zona, con lo que sería pro-

bable que hubiera una menor correlación entre los tipos de interés de los instrumentos denominados en euros y los denominados en dólares estadounidenses. Sin embargo, hasta la fecha no hay pruebas concluyentes en este sentido, aparte de que cualquier efecto de diversificación dependerá también de la correlación que exista entre el euro y otras monedas de inversión distintas del dólar. El *tercer* factor será la evolución económica global de la zona del euro. Un crecimiento real sostenido de la economía de un país en relación con otros países tiende a producir efectos beneficiosos sobre las expectativas de los mercados y a estimular el uso de su moneda a escala internacional. Un factor subyacente tras ese crecimiento es la competitividad internacional de las empresas nacionales, que eleva la participación de la economía en cuestión en las transacciones transfronterizas y, por ende, amplía las posibilidades de utilización internacional de su moneda. En los próximos años, la mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía de la zona del euro exigirá un proceso amplio de reformas estructurales y consolidación presupuestaria orientado al medio plazo.

### **Factores que influyen en el uso privado del euro como moneda de pago y para transacciones**

Aunque la zona del euro concentra un porcentaje mayor de la exportación de bienes y servicios que Estados Unidos —20,1% frente a 16,3% en 1998— es probable que el euro evolucione a un ritmo lento como moneda de pago y para transacciones. De hecho, se prevé que los cambios estructurales en las prácticas de facturación y denominación se producirán en un plazo prolongado. No obstante, aunque sea a largo plazo, cabe destacar cuatro factores que podrían afectar a la inercia con respecto al uso generalizado del dólar estadounidense para cumplir estas dos funciones. El *primero* es que, en todos los mercados en que se utilice el euro como moneda de cambio y para transacciones es probable que se reduzcan los costes de transacción, lo que haría posible cierto desplazamiento a favor del euro. Concretamente, para cubrirse frente al riesgo cambiario, los no residentes pueden encontrar una oferta cada vez más variada de instrumentos denominados en

euros en el mercado de divisas. En *segundo* lugar, ahora más que antes, los operadores de la zona del euro pueden exigir que se utilice el euro en sus transacciones a fin de evitar el riesgo cambiario. En particular, los exportadores europeos que hasta ahora hayan estado dispuestos a utilizar divisas pueden adoptar su moneda nacional, el euro, para la facturación y la liquidación de las exportaciones a otros países industriales. El *tercer* factor es que los residentes de los países con mercados emergentes o en transición —sobre todo los de Europa central y del este que actualmente tienen unas condiciones monetarias internas menos estables— pueden recurrir cada vez más al euro como medio de pago en sus transacciones locales («sustitución directa de la moneda»). En *cuarto* lugar, las transacciones denominadas en euros pueden alcanzar —en un momento dado y por razones distintas de las relativas a sus funciones como medio de pago y unidad de cuenta— un umbral por encima del cual aumenta la propensión de los agentes del mercado a utilizar el euro como moneda de pago y para transacciones. Ello reduciría aún más los costes de transacción y podría contribuir a estimular el proceso de internacionalización del euro.

Un requisito previo para que estos cuatro factores potenciales surtan sus efectos es que el euro debe seguir asociado a la estabilidad de precios.

### **Factores que influyen en el uso privado del euro como moneda para fijar precios y cotizaciones**

La posibilidad de que, en el futuro, el euro se convierta en una moneda de uso generalizado para fijar precios y cotizaciones dependerá en parte de factores de naturaleza similar a los que ya se han analizado al considerar su uso como moneda de pago y para transacciones. No obstante, en el comercio internacional o en los mercados de materias primas, los precios pueden cotizarse en una moneda distinta de la que se utiliza efectivamente para liquidar las transacciones. Por ejemplo, a principios de los años setenta, algunos países productores de petróleo solían cotizar los precios de este producto en dólares estadounidenses, exigiendo al mismo tiempo

el pago en libras esterlinas. Incluso hoy día, es probable que las prácticas que, con respecto a la fijación de precios, siguen los mercados de materias primas y otros mercados muy concentrados cambien muy lentamente, debido al alto grado de normalización y centralización de estos mercados. La zona monetaria en que están situados los principales mercados de materias primas es también un factor importante.

### **Factores que influyen en el uso oficial del euro como moneda de reserva, intervención y referencia**

Con respecto a la función del euro *como moneda de reserva*, los bancos centrales son reacios normalmente a modificar de forma súbita y notable el nivel y la composición de sus reservas de divisas. Por lo tanto, es de esperar que los posibles cambios en los que intervenga el euro se producirán a un ritmo más lento en el ámbito de los bancos centrales que en el sector privado. No obstante, a más largo plazo, los bancos centrales de países no incluidos en la zona del euro podrían reconsiderar su estrategia en materia de gestión de las reservas por tres motivos principalmente. En *primer* lugar, podrían reconfigurar su cartera a la luz de las nuevas oportunidades de diversificación derivadas del hecho de mantener un porcentaje más alto de reservas en euros. En comparación con tiempos pasados, esta tendencia podría intensificarse por el mayor nivel de desarrollo y liquidez de los mercados internacionales, que han flexibilizado notablemente las restricciones que sufrían los bancos centrales en relación con la gestión de su cartera. En *segundo* lugar, el mayor fortalecimiento de los lazos comerciales y financieros con las zonas geográficas colindantes (como Europa central y del este) puede influir indirectamente en la composición por monedas de las reservas de dichas zonas. En *tercer* lugar, el euro será utilizado por los países que deseen *vincular* sus tipos de cambio a esta moneda y/o efectuar *intervenciones* en euros.

Con respecto al uso del euro como *moneda de referencia*, parece factible que, en el futuro, un mayor número de países decidan vincular su moneda unilateralmente, ya sea formal o informal-



mente, al euro o a una cesta de monedas en las que éste sea el principal componente. Es lo que podría ocurrir con las economías de Europa central y del este, así como con los países de África o del Mediterráneo que mantienen estrechos lazos con la zona del euro en razón de sus relaciones comerciales o financieras. Concretamente, en un futuro previsible, es posible que se

produzcan cambios, dadas las perspectivas de ampliación de la UE. Además de la proximidad geográfica y la existencia de lazos económicos con la zona del euro, las otras variables clave que pueden influir en la decisión de utilizarlo como moneda de referencia son la denominación de la deuda externa en euros y las relaciones políticas con la zona del euro.

#### 4 Posibles repercusiones para la política monetaria del Eurosistema

El aumento del papel internacional del euro puede repercutir en cierta medida en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y en las propiedades intrínsecas de algunos indicadores monetarios. En esta sección, se analizan tres aspectos del impacto de la internacionalización del euro: el mecanismo de transmisión de la política monetaria, la estabilidad de la demanda de dinero y el papel del tipo de cambio. También se explica cómo se tienen en cuenta, naturalmente, estos factores y la incertidumbre conexas con los mismos en la evaluación monetaria y económica que, basándose en la estrategia de política monetaria, realiza el Consejo de Gobierno del BCE.

##### El mecanismo de transmisión de la política monetaria

La internacionalización del euro puede afectar a la forma en que se transmiten las variaciones de los tipos de interés del BCE a la evolución de los precios. Por ejemplo, si terceros países vinculan con éxito sus tipos de cambio al euro, el canal del tipo de cambio, dentro del mecanismo de transmisión, tendería a perder eficacia, dependiendo de la importancia de las relaciones comerciales de la zona del euro con los países que vinculen el tipo de cambio al euro. Al mismo tiempo, cuantos más terceros países utilicen con éxito el euro como referencia para sus tipos de cambio, mayor será el impacto de las variaciones de los tipos de interés de la zona del euro sobre los tipos de interés de otros países ajenos a dicha zona. Esto repercutirá, a su vez, en la evolución económica de dichos países y, por lo tanto, reforzará el proceso de transmisión de las variaciones de los tipos de interés del Eurosistema a través de su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro por parte de estos países.

El papel del euro como moneda de inversión internacional y la respectiva posición de activos exteriores netos de otros países también influirán en el proceso de transmisión de la política monetaria por medio de los efectos de retroalimentación a través de terceros países. Por ejemplo, si un país ha utilizado principalmente el euro para denominar la deuda a corto plazo o la deuda a tipo de interés variable, la subida de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro tendería a atenuar la demanda en ese país. El impacto indirecto de estas tendencias sobre la evolución de la zona del euro dependería una vez más, sobre todo, del alcance de las relaciones comerciales entre dicha zona y los respectivos países.

Además, el uso cada vez más frecuente del euro como moneda de pago y para transacciones y en la fijación de precios y cotizaciones, podría tener dos efectos. En primer lugar, podría hacer que el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro fuese menos sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio del dólar. En esas circunstancias, las variaciones de los precios de las materias primas transmitirían una señal más exacta de las variaciones de los precios relativos a los productores y consumidores de la zona del euro y podrían, además, ayudar a centrar la atención en los factores más fundamentales y persistentes que subyacen en las tendencias de los precios. En segundo lugar, la creciente utilización del euro como moneda de pago y para transacciones y en la fijación de precios y cotizaciones podría incidir también en los efectos de las variaciones de los tipos de cambio sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos. Si las exportaciones y las importaciones de la zona del euro se facturan cada vez más en euros, los efectos a corto plazo de dichas variaciones en la balanza comercial deberían, en general, reducirse.

## La estabilidad de la demanda de dinero

En su estrategia de política monetaria, el BCE asigna un papel prominente a los agregados monetarios, al anunciar un valor de referencia para el crecimiento de un agregado monetario amplio (M3).

El euro puede desempeñar una función más destacada en algunos países que no pertenecen a la zona del euro. Mientras que los no residentes mantienen tenencias de euros en forma de depósitos denominados en esta moneda, el agregado amplio M3 no se verá afectado directamente, ya que solo incluye depósitos en poder de residentes de la zona del euro, pero la demanda de billetes en euros en los países ajenos a la zona sí tendrá un impacto directo en M3. Sin embargo, dado que este agregado abarca una amplia gama de activos financieros, la proporción de efectivo en circulación es relativamente pequeña: al 31 de mayo de 1999, ascendía solo al 7%. Si bien los aumentos de los billetes en euros en circulación en el exterior pueden afectar al agregado monetario estrecho M1, es menos probable que se conviertan en un motivo de preocupación con respecto a la información que contiene el agregado amplio M3 de la zona del euro.

Es evidente que la internacionalización del euro también puede adoptar la forma de un aumento de las tenencias de los depósitos denominados en euros de residentes en la zona del euro en IFM radicadas en el exterior. El incentivo para mantener dichas tenencias pueden ser las diferencias en la tributación u otras medidas reguladoras entre los países de la zona del euro y otros países. A priori, no está claro si lo ideal sería que esas tenencias formasen parte de los agregados monetarios de la zona del euro. Por una parte, el hecho de que tengan características de liquidez similares a las que presentan otros depósitos comparables de la zona del euro, sería un argumento a favor de su inclusión en los agregados monetarios de la zona del euro. Por otra parte, la experiencia demuestra que, con frecuencia, estos depósitos no se mantienen a efectos de transacción y, por lo tanto, pueden resultar menos relevantes en la evaluación de la polí-

tica monetaria. No obstante, en la presente coyuntura, conforta observar que la actual definición de M3 (que excluye los depósitos de residentes nacionales en IFM extranjeras) da señales de estabilidad. Por consiguiente, no es seguro que la inclusión de las tenencias en el exterior se traduzca en una mejora de las propiedades empíricas con respecto a la definición actual de M3.

En general, la estrategia del Eurosistema en materia de política monetaria es suficientemente flexible para asimilar cualquier cambio que pueda producirse con respecto a la evolución de los agregados monetarios como consecuencia de un aumento del papel internacional del euro.

## La función del tipo de cambio

Con la introducción del euro, se ha argumentado que podría aumentar la volatilidad del tipo de cambio, lo que daría lugar a que se alzarán voces a favor de una gestión coordinada de los tipos de cambio entre las principales monedas internacionales. A este respecto, se ha propuesto también que la coordinación de las políticas cambiarias que exigiría este tipo de acuerdos podría lograrse más fácilmente con dos o tres monedas de uso mundial que con un mayor número de monedas internacionales de referencia.

Un factor clave de cara a la futura estabilidad de los tipos de cambio será si la política monetaria que apliquen los países industriales puede continuar centrándose de forma creíble en la estabilidad de precios y si, a este respecto, cuenta con el respaldo de una política fiscal y unas políticas estructurales apropiadas. En consonancia con su objetivo prioritario de mantener la estabilidad de precios, el Eurosistema no persigue la consecución de un objetivo cambiario. Sin embargo, al mismo tiempo, el tipo de cambio del euro es una de las variables que se incluyen en el segundo pilar de la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Por tratarse de una de estas variables, el tipo de cambio del euro es objeto de análisis, en el contexto de la preparación de las decisiones de política monetaria.



## 5 Posibles costes y beneficios de la utilización del euro como moneda internacional

El hecho de que el euro desempeñe una función en el plano internacional tiene ciertas repercusiones para los consumidores, las empresas y los gobiernos de la zona del euro. De momento, la lista de los posibles costes y beneficios es más bien de carácter especulativo y se enmarca en una perspectiva de futuro. Muchos de esos beneficios resultan difíciles de cuantificar con precisión. Las estimaciones de varios de los que sí son cuantificables parecen indicar que, atendiendo a su magnitud, serían relativamente moderados en relación con el PIB de la zona del euro. Teniendo en cuenta estas matizaciones, es posible identificar ya algunos de los posibles efectos microeconómicos.

En lo que respecta al *sector real*, si el papel del euro cobrase más importancia en el ámbito internacional, los beneficios estarían relacionados principalmente con el ahorro de costes de transacción por parte de los residentes de la zona del euro. En concreto, a los consumidores de la zona del euro que viajen al extranjero es probable que vean reducidos los costes por el cambio de moneda. Ello se debe al hecho de que un papel más destacado del euro en los mercados mayoristas de divisas, unido a la consiguiente reducción de los diferenciales entre los precios comprador y vendedor, por medio de la competencia, daría lugar también a un descenso de las comisiones y de otros costes inherentes a las transacciones en los mercados minoristas de divisas. Y lo que es más importante, una mayor aceptación del euro en la facturación del comercio exterior reduciría los costes que entrañan la conversión de las monedas y la gestión del riesgo cambiario para las tesorerías de las empresas de la zona del euro. Si el euro cobrase más importancia como moneda de facturación, los costes imputables a la cobertura de los activos y pasivos en divisas recaerían cada vez más en las contrapartes de terceros países y, por ende, se potenciaría la posición de competitividad de las empresas de la zona del euro. Por último, para las empresas que aún facturen y liquiden sus operaciones en monedas extranjeras, los costes relativos a la gestión del riesgo cambiario serían

menores, debido a la mayor liquidez de los mercados cambiarios y de instrumentos derivados en euros.

En el *sector financiero*, los beneficios microeconómicos se materializarían sobre todo en la mejora general de la posición de competitividad de los grandes bancos de la zona del euro que operan en los mercados internacionales. Concretamente, los bancos de la zona del euro desempeñarían un papel destacado canalizando liquidez en euros hacia el mundo exterior, debido al hecho de que, como contrapartes directas del Eurosistema, tienen un acceso más eficaz en función de los costes a la refinanciación en euros. Además, los datos empíricos disponibles confirman que las instituciones financieras del país que emite una moneda dominan el mercado primario de bonos en dicha moneda. Por consiguiente, si el euro desempeñase un papel cada vez más prominente en los mercados internacionales de bonos, podría aumentar la cuota de mercado de las instituciones financieras de la zona del euro en las actividades de banca de inversión a escala mundial. La llegada del euro puede, además, traducirse en una mayor eficiencia en la intermediación financiera, es decir, en la canalización del ahorro hacia la inversión dentro de la zona del euro. Por ejemplo, debido a los efectos de magnitud analizados en la sección 3, pueden surgir nuevos segmentos del mercado, que ampliarían las dimensiones de los mercados de capital de la zona. Pueden citarse como ejemplo los segmentos de alto riesgo de los mercados de bonos o de los mercados de instrumentos derivados de crédito. Análogamente, los aumentos de liquidez en los mercados secundarios de bonos reducirían los diferenciales entre los precios comprador y vendedor y las primas de liquidez en el rendimiento de los bonos. Por consiguiente, se reduciría el coste del capital, lo que tendría efectos beneficiosos en la inversión real. Además, la utilización del euro a escala internacional obligaría, en mayor medida, a los agentes no residentes a mantener recursos líquidos en euros, al menos en parte dentro de la zona del euro. En circunstancias normales, mejoraría la

situación de financiación privada del sistema bancario de dicha zona, que recibiría los depósitos pertinentes. La reducción implícita del servicio de la deuda para un volumen dado de pasivos puede crear efectos renta para la economía nacional, efectos que, a veces, se consideran como un elemento de señoreaje internacional.

También hay que tener en cuenta los posibles *costes microeconómicos*, o riesgos, que conlleva la internacionalización del euro. Por lo que respecta al sector bancario nacional, el aumento de las tenencias exteriores de depósitos a corto plazo en euros puede ser un problema. En épocas de súbitas variaciones en las expectativas sobre los tipos de cambio o los tipos de interés entre las principales monedas internacionales, los inversores extranjeros podrían retirar, rápidamente y en grandes cantidades, estos activos líquidos a corto plazo. Si el sector bancario nacional de un país que utiliza una moneda internacional se ve sumido en una transformación de vencimientos de gran envergadura, puede que-

dar más expuesto a perturbaciones de liquidez, sobre todo en períodos de tensión en los mercados. Otros costes o riesgos microeconómicos guardan relación con posibles aumentos de la variabilidad de los precios de los activos, como consecuencia del papel internacional más prominente del euro. En concreto, la mayor utilización del euro como moneda de inversión puede ir acompañada de cambios más pronunciados en las carteras de los inversores internacionales cuando aumenta la incertidumbre o varían las expectativas. De hecho, la evidencia empírica parece indicar que un aumento de los volúmenes de operaciones en los mercados financieros se asocia con una mayor volatilidad a corto plazo. Además, la evidencia econométrica muestra que los aumentos en los diferenciales entre los precios comprador y vendedor están claramente relacionados con el aumento de la volatilidad. Este vínculo entre el volumen, la volatilidad y los diferenciales podría reducir los efectos positivos descritos anteriormente, pero es improbable que los anule en su totalidad.

## 6 Conclusiones

La internacionalización del euro es una de las múltiples consecuencias posibles de la Unión Monetaria, cuya primera prioridad es el mantenimiento de la estabilidad de precios de forma creíble dentro de la zona del euro y, por ende, fomentar el bienestar económico. Además, el euro representa una contribución de primer orden a la creación de un mercado único europeo plenamente integrado.

En su calidad de moneda oficial de una zona económica con una población de casi 300 millones de habitantes y una participación en el PIB mundial de alrededor del 16%, el euro es la segunda moneda más utilizada a escala internacional y es muy posible que siga utilizándose internacionalmente cada vez más, en consonancia con la importancia relativa de la zona del euro en la economía mundial. En este sentido, los futuros progresos en la integración institucional y política de los Estados miembros de la UE serán un factor a tener en cuenta.

La importancia internacional del euro vendrá determinada principalmente por el uso que de él hagan los agentes privados como moneda de inversión y financiación y como moneda de pago y para transacciones. Ello se debe al hecho de que, tras la liberalización de los movimientos de capital en la mayoría de los países industriales a lo largo de los años ochenta, las transacciones financieras internacionales han sobrepasado, por su magnitud, al ritmo de crecimiento del comercio internacional y las tenencias de reservas oficiales. La introducción del euro determina un cambio de régimen con respecto al grado de integración y al tamaño de los mercados financieros de la zona del euro. El euro no solo ha sustituido a las antiguas monedas nacionales de la zona dentro de una estructura de mercado dada, sino que, además, su introducción traerá consigo cambios en la estructura de los mercados financieros, lo que significa que los participantes en el mercado tendrán que revisar, en consecuencia, sus estrategias.

La internacionalización del euro no debería ir en detrimento de la capacidad del Eurosistema para mantener la estabilidad de precios. Hasta cierto punto, puede afectar al mecanismo de transmisión de la política monetaria, lo que subraya la importancia de que el Eurosistema esté bien informado sobre el uso del euro fuera de su zona. La política monetaria del Eurosistema se basa en un marco suficientemente flexible para hacer frente al posible impacto del entorno externo, incluido un cierto grado de internacionalización del euro, en la evolución de los precios de la zona del euro. Concretamente, uno de los puntos fuertes de esta estrategia es que no depende del contenido

en información de un solo indicador, sino que permite tener en cuenta todos los indicadores pertinentes a lo largo del tiempo.

En conclusión, el papel internacional del euro vendrá determinado por las decisiones de los participantes en el mercado en un contexto de creciente integración y liberalización de los mercados mundiales de productos y capital. Por lo tanto, el Eurosistema adopta una orientación neutral, en el sentido de que ni obstaculiza ni estimula la utilización internacional de su moneda.

*Los cuadros A1-C a los que se refiere este artículo se encuentran en las siguientes páginas.*

**Cuadro A1****Valores internacionales de renta fija<sup>1)</sup> por monedas e instrumentos financieros***(mm de euros)***Saldos vivos**

	1. Instrumentos internacionales del mercado monetario			2. Bonos y obligaciones internacionales				Total (1+2)
	Pagarés de empresa	Otros valores a corto plazo	Total	Tipo variable	Tipo fijo	Vinculado con los recursos propios	Total	
<b>Dic 1997</b>								
Euro <sup>2)</sup>	16,3	19,8	36,1	145,1	763,3	26,8	935,3	971,4
Otras monedas de la UE	13,1	1,6	14,7	85,3	221,8	8,8	315,9	330,6
<i>de las cuales: GBP</i>	12,9	1,6	14,5	83,1	203,9	8,8	295,8	310,2
CHF	8,3	1,9	10,2	8,9	119,9	25,0	153,9	164,1
JPY	5,5	1,8	7,3	76,9	407,8	16,3	501,0	508,3
USD	73,4	42,9	116,3	476,8	990,5	132,2	1.599,5	1.715,8
Otras monedas	5,1	13,1	18,2	8,4	141,3	0,7	150,3	168,5
<b>TOTAL</b>	<b>121,7</b>	<b>81,1</b>	<b>202,8</b>	<b>801,5</b>	<b>2.644,6</b>	<b>209,9</b>	<b>3.655,9</b>	<b>3.858,7</b>
<b>Dic 1998</b>								
Euro <sup>2)</sup>	28,1	13,7	41,8	215,4	1.059,3	49,3	1.324,0	1.365,7
Otras monedas de la UE	16,4	1,9	18,3	99,4	302,0	9,5	410,9	429,2
<i>de las cuales: GBP</i>	16,2	1,9	18,1	97,2	275,0	8,8	380,9	399,0
CHF	7,9	1,9	9,8	12,3	144,8	23,7	180,8	190,6
JPY	4,1	1,4	5,5	97,4	442,5	18,1	558,0	563,5
USD	90,8	39,2	130,0	634,0	1.381,8	144,7	2.160,5	2.290,5
Otras monedas	7,6	13,7	21,3	10,2	139,3	0,8	150,2	171,6
<b>TOTAL</b>	<b>154,8</b>	<b>71,9</b>	<b>226,7</b>	<b>1.068,7</b>	<b>3.469,7</b>	<b>246,0</b>	<b>4.784,4</b>	<b>5.011,1</b>
<b>Mar 1999</b>								
Euro <sup>2)</sup>	42,8	25,5	68,4	213,1	947,5	46,6	1.207,2	1.275,5
Otras monedas de la UE	15,6	2,0	17,5	90,1	288,1	9,9	388,2	405,7
<i>de las cuales: GBP</i>	15,4	2,0	17,4	88,3	262,8	9,3	360,5	377,9
CHF	6,7	2,8	9,5	9,7	128,1	18,7	156,5	166,0
JPY	2,6	1,1	3,7	87,8	383,3	16,8	487,9	491,7
USD	92,0	35,2	127,2	609,8	1.388,4	132,0	2.130,2	2.257,4
Otras monedas	6,7	12,6	19,3	9,1	130,3	0,7	140,1	159,5
<b>TOTAL</b>	<b>166,5</b>	<b>79,2</b>	<b>245,7</b>	<b>1.019,6</b>	<b>3.265,7</b>	<b>224,7</b>	<b>4.510,1</b>	<b>4.755,8</b>
<b>Jun 1999 <sup>3)</sup></b>								
Euro <sup>2)</sup>	41,4	17,2	58,6	256,7	950,5	51,3	1.258,5	1.317,1
Otras monedas de la UE	17,9	1,5	19,4	91,7	291,1	9,0	391,8	411,2
<i>de las cuales: GBP</i>	17,7	1,5	19,2	89,9	267,0	8,5	365,3	384,5
CHF	5,3	1,9	7,2	9,9	122,5	16,8	149,2	156,4
JPY	2,3	1,7	4,0	85,0	357,5	15,9	458,3	462,3
USD	84,4	35,4	119,7	619,6	1.458,8	129,1	2.207,5	2.327,2
Otras monedas	5,8	13,3	19,0	9,3	133,6	1,5	144,4	163,4
<b>TOTAL</b>	<b>157,1</b>	<b>71,0</b>	<b>228,0</b>	<b>1.072,1</b>	<b>3.314,0</b>	<b>223,6</b>	<b>4.609,7</b>	<b>4.837,7</b>

Fuente: BPI.

1) Los valores de renta fija se declaran en este cuadro conforme a la definición de «valor internacional de renta fija» que utiliza el BPI, y en la que se incluyen dos tipos de emisiones: (i) todas las emisiones denominadas en una moneda distinta de la moneda del país en donde reside el prestatario (por ejemplo, emisiones en euros realizadas por residentes de Estados Unidos); (ii) emisiones en moneda nacional cuando el inversor al que van destinadas reside fuera del país de residencia del emisor (por ejemplo, emisiones en euros, realizadas por residentes de la zona del euro cuando los inversores a quienes van destinadas no sean residentes de dicha zona).

2) Antiguas monedas nacionales de la zona del euro y ECU hasta el 31 de diciembre de 1998; euros a partir del 1 de enero de 1999.

3) Datos provisionales.

**Cuadro A2****Valores internacionales de renta fija<sup>1)</sup> por monedas e instrumentos financieros***(mm de euros)***Emisiones brutas o anunciadas<sup>2)</sup>**

	1. Instrumentos internacionales del mercado monetario			2. Bonos y obligaciones internacionales				Total (1+2)
	Pagarés de empresa	Otros valores a corto plazo	Total	Tipo variable	Tipo fijo	Vinculado con los recursos propios	Total	
<b>I 1998</b>								
Euro <sup>3)</sup>	11,1	9,8	20,9	12,9	93,8	3,5	110,1	131,1
Otras monedas de la UE	11,1	1,6	12,7	6,4	25,4	1,0	32,9	45,5
<i>de las cuales: GBP</i>	10,9	1,6	12,4	6,4	23,4	1,0	30,8	43,3
CHF	6,1	1,5	7,6	0,2	10,7	0,3	11,2	18,8
JPY	5,7	1,9	7,5	5,5	15,5	1,4	22,4	30,0
USD	60,0	31,5	91,5	49,2	124,3	8,1	181,7	273,2
Otras monedas	5,7	9,3	14,9	0,7	8,5	0,0	9,1	24,1
<b>TOTAL</b>	<b>99,6</b>	<b>55,6</b>	<b>155,2</b>	<b>74,9</b>	<b>278,2</b>	<b>14,3</b>	<b>367,4</b>	<b>522,6</b>
<b>II 1998</b>								
Euro <sup>3)</sup>	12,0	8,9	20,9	21,1	64,3	5,8	91,2	112,1
Otras monedas de la UE	11,9	0,3	12,2	6,4	16,6	0,2	23,2	35,4
<i>de las cuales: GBP</i>	11,7	0,3	12,0	6,4	14,8	0,2	21,3	33,4
CHF	5,5	0,8	6,3	1,2	5,4	2,7	9,2	15,5
JPY	4,4	0,9	5,3	3,3	11,4	0,0	14,8	20,2
USD	63,5	24,4	87,9	57,3	129,0	5,9	192,3	280,1
Otras monedas	3,0	9,4	12,4	1,1	7,4	0,1	8,6	21,0
<b>TOTAL</b>	<b>100,3</b>	<b>44,7</b>	<b>145,0</b>	<b>90,5</b>	<b>234,1</b>	<b>14,7</b>	<b>339,3</b>	<b>484,3</b>
<b>I 1999</b>								
Euro <sup>3)</sup>	40,0	23,5	63,5	45,5	109,5	9,8	164,8	228,4
Otras monedas de la UE	13,0	1,4	14,4	6,2	25,5	1,3	33,0	47,4
<i>de las cuales: GBP</i>	12,9	1,4	14,3	6,1	22,7	1,3	30,1	44,4
CHF	5,6	2,5	8,1	0,9	10,4	0,1	11,4	19,5
JPY	2,2	0,5	2,7	4,7	14,0	1,1	19,8	22,5
USD	74,3	22,6	96,8	52,9	167,2	1,1	221,2	318,0
Otras monedas	5,8	7,8	13,7	0,7	7,6	0,0	8,4	22,1
<b>TOTAL</b>	<b>141,0</b>	<b>58,3</b>	<b>199,2</b>	<b>111,0</b>	<b>334,2</b>	<b>13,4</b>	<b>458,6</b>	<b>657,9</b>
<b>II 1999<sup>4)</sup></b>								
Euro <sup>3)</sup>	35,2	12,1	47,3	75,8	101,0	9,9	186,6	233,9
Otras monedas de la UE	16,2	0,9	17,1	11,1	24,1	1,2	36,3	53,5
<i>de las cuales: GBP</i>	16,0	0,9	16,9	10,9	23,3	1,2	35,4	52,2
CHF	3,4	0,9	4,3	1,7	5,6	0,1	7,4	11,7
JPY	2,0	1,0	3,0	3,9	22,0	0,0	26,0	29,0
USD	63,3	22,2	85,5	50,7	150,3	3,6	204,7	290,2
Otras monedas	4,1	8,4	12,5	0,6	9,4	0,8	10,9	23,3
<b>TOTAL</b>	<b>124,2</b>	<b>45,5</b>	<b>169,7</b>	<b>143,9</b>	<b>312,4</b>	<b>15,5</b>	<b>471,9</b>	<b>641,6</b>

Fuente: BPI.

1) Los valores de renta fija se declaran en este cuadro conforme a la definición de «valor internacional de renta fija» que utiliza el BPI, y en la que se incluyen dos tipos de emisiones: (i) todas las emisiones denominadas en una moneda distinta de la moneda del país en donde reside el prestatario (por ejemplo, emisiones en euros realizadas por residentes de Estados Unidos); (ii) emisiones en moneda nacional cuando el inversor al que van destinadas reside fuera del país de residencia del emisor (por ejemplo, emisiones en euros, realizadas por residentes de la zona del euro cuando los inversores a quienes van destinadas no sean residentes de dicha zona).

2) Para los instrumentos del mercado monetario, emisiones brutas excluidas las amortizadas en el mismo trimestre. Para los bonos y obligaciones internacionales, emisiones anunciadas.

3) Antiguas monedas nacionales de la zona del euro y ECU hasta el 31 de diciembre de 1998; euros a partir del 1 de enero de 1999.

4) Datos provisionales.

**Cuadro A3****Valores internacionales de renta fija<sup>1)</sup> por monedas e instrumentos financieros***(mm de euros)***Emisiones netas**

	1. Instrumentos internacionales del mercado monetario			2. Bonos y obligaciones internacionales				Total (1+2)
	Pagarés de empresa	Otros valores a corto plazo	Total	Tipo variable	Tipo fijo	Vinculado con los recursos propios	Total	
<b>I 1998</b>								
Euro <sup>2)</sup>	-1,3	-0,1	-1,4	6,8	59,5	0,8	67,2	65,8
Otras monedas de la UE	0,1	0,6	0,7	1,5	19,9	0,3	21,7	22,4
<i>de las cuales: GBP</i>	0,1	0,6	0,6	1,6	18,1	0,3	20,0	20,6
CHF	-0,6	-0,1	-0,7	-0,1	4,3	-3,3	0,8	0,2
JPY	0,9	0,4	1,4	1,8	-11,4	0,5	-9,1	-7,7
USD	7,0	2,1	9,1	33,4	90,3	-0,2	123,4	132,5
Otras monedas	1,4	0,8	2,1	0,3	-2,3	0,0	-1,9	0,2
<b>TOTAL</b>	<b>7,5</b>	<b>3,7</b>	<b>11,2</b>	<b>43,8</b>	<b>160,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>202,2</b>	<b>213,4</b>
<b>II 1998</b>								
Euro <sup>2)</sup>	-0,4	0,9	0,5	17,3	57,0	3,2	77,5	78,0
Otras monedas de la UE	1,4	-1,4	0,0	4,1	13,9	-0,5	17,5	17,5
<i>de las cuales: GBP</i>	1,4	-1,4	0,0	3,9	12,2	-0,5	15,7	15,7
CHF	-0,5	-0,2	-0,7	0,4	3,7	1,0	5,1	4,3
JPY	-0,5	-0,9	-1,4	0,7	-9,9	-0,8	-10,0	-11,4
USD	5,2	-1,2	4,0	43,3	111,5	2,5	157,3	161,3
Otras monedas	-1,6	-0,6	-2,2	1,1	3,5	0,1	4,7	2,5
<b>TOTAL</b>	<b>3,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,1</b>	<b>66,9</b>	<b>179,7</b>	<b>5,5</b>	<b>252,0</b>	<b>252,1</b>
<b>I 1999</b>								
Euro <sup>2)</sup>	18,1	13,8	31,9	32,4	52,3	5,3	90,1	122,0
Otras monedas de la UE	0,6	0,2	0,9	1,5	20,2	1,6	23,3	24,2
<i>de las cuales: GBP</i>	0,6	0,3	0,9	1,6	18,4	1,6	21,5	22,4
CHF	-0,5	1,1	0,6	-0,9	5,1	-1,6	2,5	3,1
JPY	-1,1	-0,2	-1,3	0,5	-13,9	0,7	-12,6	-14,0
USD	8,8	-1,0	7,8	27,2	121,1	-1,3	147,1	154,9
Otras monedas	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	1,3	0,0	1,0	0,7
<b>TOTAL</b>	<b>25,6</b>	<b>13,9</b>	<b>39,6</b>	<b>60,4</b>	<b>186,2</b>	<b>4,7</b>	<b>251,3</b>	<b>290,9</b>
<b>II 1999<sup>3)</sup></b>								
Euro <sup>2)</sup>	0,5	-7,3	-6,8	61,6	77,5	8,8	147,9	141,1
Otras monedas de la UE	3,0	-0,3	2,7	7,3	21,7	-0,3	28,7	31,4
<i>de las cuales: GBP</i>	3,0	-0,4	2,6	7,2	21,1	-0,3	28,0	30,6
CHF	-1,0	-0,8	-1,8	1,0	4,7	-0,4	5,2	3,4
JPY	-0,2	0,7	0,4	1,9	-5,8	0,0	-4,0	-3,6
USD	-4,2	1,6	-2,7	34,1	126,9	2,2	163,2	160,5
Otras monedas	-0,8	1,1	0,4	0,4	5,4	0,8	6,7	7,0
<b>TOTAL</b>	<b>-2,7</b>	<b>-5,0</b>	<b>-7,7</b>	<b>106,3</b>	<b>230,3</b>	<b>10,9</b>	<b>347,6</b>	<b>339,9</b>

Fuente: BPI.

1) Los valores de renta fija se declaran en este cuadro conforme a la definición de «valor internacional de renta fija» que utiliza el BPI, y en la que se incluyen dos tipos de emisiones: (i) todas las emisiones denominadas en una moneda distinta de la moneda del país en donde reside el prestatario (por ejemplo, emisiones en euros realizadas por residentes de Estados Unidos); (ii) emisiones en moneda nacional cuando el inversor al que van destinadas reside fuera del país de residencia del emisor (por ejemplo, emisiones en euros, realizadas por residentes de la zona del euro cuando los inversores a quienes van destinadas no sean residentes de dicha zona).

2) Antiguas monedas nacionales de la zona del euro y ECU hasta el 31 de diciembre de 1998; euros a partir del 1 de enero de 1999.

3) Datos provisionales.

**Cuadro B I****Valores internacionales de renta fija por monedas e instrumentos financieros, excluidos los emisores nacionales<sup>1)</sup>***(mm de euros)***Saldos vivos**

	<b>1. Instrumentos internacionales del mercado monetario</b>	<b>2. Bonos y obligaciones internacionales</b>	<b>Total (1+2)</b>
<b>Dic 1997</b>			
Euro <sup>2)</sup>	12,7	420,3	433,0
Otras monedas de la UE	7,0	146,0	153,0
CHF	10,0	151,2	161,2
JPY	7,3	441,4	448,7
USD	109,7	1.094,1	1.203,8
Otras monedas	1,9	83,2	85,1
<b>TOTAL</b>	<b>148,6</b>	<b>2.336,2</b>	<b>2.484,8</b>
<b>Dic 1998</b>			
Euro <sup>2)</sup>	16,8	582,7	599,5
Otras monedas de la UE	8,5	209,9	218,4
CHF	9,7	175,7	185,4
JPY	5,5	501,6	507,1
USD	124,7	1.340,1	1.464,8
Otras monedas	2,6	87,8	90,3
<b>TOTAL</b>	<b>167,9</b>	<b>2.897,7</b>	<b>3.065,6</b>
<b>Mar 1999</b>			
Euro <sup>2)</sup>	29,4	533,4	562,8
Otras monedas de la UE	9,2	191,2	200,5
CHF	9,4	152,2	161,6
JPY	3,7	439,4	443,2
USD	122,2	1.264,9	1.387,0
Otras monedas	2,5	82,2	84,7
<b>TOTAL</b>	<b>176,4</b>	<b>2.663,4</b>	<b>2.839,8</b>
<b>Jun 1999<sup>3)</sup></b>			
Euro <sup>2)</sup>	24,4	538,8	563,2
Otras monedas de la UE	11,6	191,0	202,6
CHF	7,2	145,2	152,4
JPY	4,0	414,6	418,6
USD	115,4	1.264,1	1.379,5
Otras monedas	2,5	84,2	86,7
<b>TOTAL</b>	<b>165,0</b>	<b>2.637,9</b>	<b>2.803,0</b>

Fuentes: BPI y estimaciones del BCE.

1) Valores de renta fija denominados en una moneda distinta de la moneda nacional del prestatario. Esta definición es más estricta que la que utiliza el BPI para «valor internacional de renta fija», ya que sólo coincide con el punto (i) de la definición declarada en el cuadro A1, nota 1). En el cuadro B1, las emisiones en moneda nacional destinadas a un inversor que reside fuera del país de residencia del emisor se restan de los «valores internacionales de renta fija», definidos conforme a los criterios del BPI.

2) Antiguas monedas nacionales de la zona del euro y ECU hasta el 31 de diciembre de 1998; euros a partir del 1 de enero de 1999.

3) Datos provisionales.

**Cuadro B2****Valores internacionales de renta fija por monedas e instrumentos financieros, excluidos los emisores nacionales<sup>1)</sup>***(mm de euros)***Emisiones brutas o anunciadas<sup>2)</sup>**

	<b>1. Instrumentos internacionales del mercado monetario</b>	<b>2. Bonos y obligaciones internacionales</b>	<b>Total (1+2)</b>
<b>I 1998</b>			
Euro <sup>3)</sup>	8,5	49,8	58,2
Otras monedas de la UE	5,3	16,3	21,6
CHF	7,5	10,6	18,1
JPY	7,5	22,0	29,5
USD	86,1	99,8	185,8
Otras monedas	1,5	6,7	8,2
<b>TOTAL</b>	<b>116,4</b>	<b>205,1</b>	<b>321,5</b>
<b>II 1998</b>			
Euro <sup>3)</sup>	8,8	43,2	52,0
Otras monedas de la UE	4,9	12,7	17,6
CHF	6,1	8,1	14,2
JPY	5,3	14,6	19,9
USD	81,1	96,0	177,1
Otras monedas	1,2	5,9	7,1
<b>TOTAL</b>	<b>107,4</b>	<b>180,5</b>	<b>287,9</b>
<b>I 1999</b>			
Euro <sup>3)</sup>	28,0	67,9	96,0
Otras monedas de la UE	7,6	10,1	17,7
CHF	8,0	11,4	19,4
JPY	2,7	17,9	20,6
USD	92,2	92,3	184,4
Otras monedas	1,6	5,6	7,1
<b>TOTAL</b>	<b>140,1</b>	<b>205,2</b>	<b>345,2</b>
<b>II 1999<sup>4)</sup></b>			
Euro <sup>3)</sup>	21,0	64,8	85,8
Otras monedas de la UE	10,0	15,2	25,2
CHF	4,3	7,4	11,6
JPY	3,0	24,8	27,8
USD	81,7	79,3	161,0
Otras monedas	1,3	6,2	7,5
<b>TOTAL</b>	<b>121,3</b>	<b>197,7</b>	<b>319,0</b>

Fuentes: BPI y estimaciones del BCE.

1) Valores de renta fija denominados en una moneda distinta de la moneda nacional del prestatario. Esta definición es más estricta que la que utiliza el BPI para «valor internacional de renta fija», ya que sólo coincide con el punto (i) de la definición declarada en el cuadro A2, nota 1). En el cuadro B2, las emisiones en moneda nacional destinadas a un inversor que reside fuera del país de residencia del emisor se restan de los «valores internacionales de renta fija», definidos conforme a los criterios del BPI.

2) Para los instrumentos del mercado monetario, emisiones brutas excluidas las amortizaciones en el mismo trimestre. Para los bonos y obligaciones internacionales, emisiones anunciadas.

3) Antiguas monedas nacionales de la zona del euro y ECU hasta el 31 de diciembre de 1998; euros a partir del 1 de enero de 1999.

4) Datos provisionales.



**Cuadro B3****Valores internacionales de renta fija por monedas e instrumentos financieros, excluidos los emisores nacionales<sup>1)</sup>***(mm de euros)***Emisiones netas**

	<b>1. Instrumentos internacionales del mercado monetario</b>	<b>2. Bonos y obligaciones internacionales</b>	<b>Total (1+2)</b>
<b>I 1998</b>			
Euro <sup>2)</sup>	-1,6	28,7	27,1
Otras monedas de la UE	-0,2	12,1	11,9
CHF	-0,7	0,2	-0,5
JPY	1,4	-4,7	-3,3
USD	9,2	58,7	67,9
Otras monedas	0,0	-0,1	-0,1
<b>TOTAL</b>	<b>8,1</b>	<b>94,9</b>	<b>103,1</b>
<b>II 1998</b>			
Euro <sup>2)</sup>	0,2	33,7	33,9
Otras monedas de la UE	0,2	11,2	11,4
CHF	-0,8	4,7	3,9
JPY	-1,4	-4,3	-5,8
USD	2,5	72,1	74,6
Otras monedas	-0,3	3,2	3,0
<b>TOTAL</b>	<b>0,3</b>	<b>120,7</b>	<b>120,9</b>
<b>I 1999</b>			
Euro <sup>2)</sup>	14,7	41,9	56,6
Otras monedas de la UE	1,5	4,8	6,3
CHF	0,6	2,5	3,1
JPY	-1,3	-10,5	-11,9
USD	7,6	32,4	40,1
Otras monedas	0,2	1,5	1,6
<b>TOTAL</b>	<b>23,2</b>	<b>72,6</b>	<b>95,8</b>
<b>II 1999<sup>3)</sup></b>			
Euro <sup>2)</sup>	-3,7	47,1	43,4
Otras monedas de la UE	2,8	12,1	14,9
CHF	-1,8	5,2	3,4
JPY	0,4	-1,8	-1,3
USD	-2,1	49,1	47,0
Otras monedas	0,0	3,9	3,9
<b>TOTAL</b>	<b>-4,3</b>	<b>115,5</b>	<b>111,2</b>

Fuentes: BPI y estimaciones del BCE.

1) Valores de renta fija denominados en una moneda distinta de la moneda nacional del prestatario. Esta definición es más estricta que la que utiliza el BPI para «valor internacional de renta fija», ya que sólo coincide con el punto (i) de la definición declarada en el cuadro A3, nota 1). En el cuadro B3, las emisiones en moneda nacional destinadas a un inversor que reside fuera del país de residencia del emisor se restan de los «valores internacionales de renta fija», definidos conforme a los criterios del BPI.

2) Antiguas monedas nacionales de la zona del euro y ECU hasta el 31 de diciembre de 1998; euros a partir del 1 de enero de 1999.

3) Datos provisionales.

## Cuadro C

### Regímenes cambiarios en los que participa el euro o alguna de las monedas a las que ha sustituido

(abril de 1999, salvo indicación en contrario)

1. Países europeos				
País	Régimen cambiario	Paridad fija con respecto a	Características del régimen	Observaciones
Bosnia - Herzegovina	<i>Currency board</i>	EUR/DEM		Adoptado formalmente el 20 de junio de 1997. Conforme a la legislación nacional, el euro reemplazará al marco alemán cuando se pongan en circulación los billetes euro, a más tardar, el año 2002.
Bulgaria	<i>Currency board</i>	EUR/DEM		Adoptado formalmente el 1 de julio de 1997. Conforme a la legislación nacional, el euro reemplazará al marco alemán cuando se pongan en circulación los billetes euro, a más tardar, el año 2002.
Croacia	Flotación dirigida (usando informalmente el EUR/DEM como moneda de referencia)			El régimen de flotación dirigida ha estado en vigor desde que se introdujo el plan de estabilización en octubre de 1993.
República Checa	Flotación dirigida (usando informalmente el EUR/DEM como moneda de referencia)			En mayo de 1997 se abandonó el régimen de paridad fija, con banda de fluctuación de $\pm 7,5\%$ , con respecto a una cesta de monedas (DEM 65% y USD 35%) adoptado en febrero de 1996; el uso, como referencia, de una cesta de monedas se introdujo en 1991.
Chipre	Paridad fija	EUR	Banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$	La libra de Chipre (CYP) se vinculó al ECU entre junio de 1992 y diciembre de 1998. Desde el 1 de enero de 1999, el tipo de cambio de la CYP se ha establecido con referencia al euro con la misma paridad central adoptada anteriormente para el ECU.
Dinamarca	Paridad fija con acuerdo de cooperación	EUR	Banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$	Participa en el SME II desde el 1 de enero de 1999.
Estonia	<i>Currency board</i>	EUR/DEM		Adoptado en junio de 1992. Conforme a la legislación nacional, el euro reemplazará al marco alemán cuando se pongan en circulación los billetes EUR, a más tardar, el año 2002.
Grecia	Paridad fija con acuerdo de cooperación	EUR	Banda de fluctuación de $\pm 15\%$	Participa en el SME II desde el 1 de enero de 1999.
Hungría	Banda móvil de fluctuación	Cesta de monedas: EUR (70%) USD (30%)	Banda móvil de fluctuación, anunciada previamente, de $\pm 2,25\%$ con una tasa de depreciación mensual del 0,5%	Adoptado en diciembre de 1994. La tasa mensual de depreciación del tipo central, y por consiguiente, de la banda móvil de fluctuación, se ha reducido frecuentemente con el tiempo. El 1 de enero de 1999, dicha tasa se redujo al 0,6% y volvió a bajar en junio al 0,5%. El Banco Nacional de Hungría anunció una nueva reducción al 0,4% para octubre de 1999. Además, a partir del 1 de enero del año 2000, el euro sustituirá a la cesta de monedas.
Islandia	Paridad fija	Cesta de monedas, incluido el euro, ponderadas por el comercio exterior	Banda de $\pm 6\%$ (ampliada con respecto a $\pm 2,25\%$ en 1995)	La cesta de monedas se ha utilizado como referencia desde principios de 1992. Hasta septiembre de 1995, los componentes de dicha cesta eran: ECU (76%), USD (18%) y JPY (6%).
Letonia	Paridad fija	DEG		Paridad fija <i>de facto</i> con respecto al DEG desde febrero de 1994, que se formalizó en 1997.
Macedonia	Paridad fija <i>de facto</i>	EUR/DEM		La política monetaria se basa en un objetivo para el tipo de cambio, con una paridad fija <i>de facto</i> con respecto al marco alemán, en vigor desde principios de 1994.
Malta	Paridad fija	Cesta de monedas: EUR (56,8%) USD (21,6%) GBP (21,6%)	Banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$	Paridad fija con respecto a una cesta de monedas, en vigor desde 1971. El euro sustituyó al ECU a partir del 1 de enero de 1999.
Polonia	Banda móvil de fluctuación	Cesta de monedas: USD (45%) EUR (55%)	Banda móvil de fluctuación, anunciada previamente, de $\pm 15\%$ con una tasa de depreciación mensual del 0,3%	La paridad fija con respecto a la cesta de monedas se adoptó en mayo de 1991, habiéndose mantenido invariables las ponderaciones hasta el 31 de diciembre de 1998 (USD 45%, DEM 35%, GBP 10%, CHF 5%, FRF 5%). La banda móvil de fluctuación en torno a la paridad se adoptó en mayo de 1995. Desde el 1 de enero de 1999, el euro y el dólar son los únicos componentes de la cesta.
República Eslovaca	Flotación dirigida (usando informalmente el euro como moneda de referencia)			Entre el 14 de julio de 1994 y el 1 de octubre de 1998, la corona eslovaca (SKK) estuvo vinculada a una cesta de dos monedas (DEM 60% y USD 40%). En 1996, se amplió la banda de fluctuación de $\pm 1,5\%$ a $\pm 7\%$ . El 2 de octubre de 1998, se abolió el régimen de paridad fija sustituyéndolo por uno de flotación dirigida; el 1 de enero de 1999, el euro sustituyó al marco alemán como moneda de referencia.
Eslovenia	Flotación dirigida (usando informalmente el euro como moneda de referencia)			Desde 1992, el tipo de cambio se ha mantenido dentro de una banda estrecha de fluctuación, no anunciada, frente al marco alemán (frente al euro desde el 1 de enero de 1999).
Turquía	Flotación dirigida con paridad móvil <i>de facto</i>	Cesta de monedas, incluidos USD y EUR/DEM		En vigor desde 1993, aproximadamente, se interrumpió durante 1994 aplicándose un régimen de flotación. La cesta actual se definió en el acuerdo <i>stand-by</i> con el Fondo Monetario Internacional en 1995. La política cambiaria tiene por objeto reducir al mínimo las fluctuaciones del tipo de cambio efectivo real.

2. Países no europeos				
País	Régimen cambiario	Paridad fija con respecto a	Características del régimen	Observaciones
14 países de África, que utilizan el franco CFA como moneda de curso legal	Paridad fija	EUR	Fijo	El Banco Central de los Estados del África Occidental y el Banco de los Estados del África Central emiten el franco CFA. El primero emite la moneda para Benin, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Malí, Níger, Senegal y Togo, y el segundo lo hace para Camerún, la República Centroafricana, El Chad, la República del Congo, Guinea Ecuatorial y Gabón. El franco CFA estuvo vinculado al franco francés hasta el 31 de diciembre de 1998.
Bahrein	Paridad fija	DEG	Banda de fluctuación de $\pm 7,25\%$	El dinar está vinculado <i>de jure</i> al DEG, aunque, <i>de facto</i> , sigue muy de cerca los movimientos del dólar estadounidense.
Bangladesh	Paridad fija	Cesta de monedas de países con los que comercia, incluido el euro		
Botswana	Paridad fija	DEG y una cesta de monedas de países con los que comercia, incluido el euro		
Burundi	Paridad fija	Cesta de monedas de los principales países con los que comercia, incluido el euro		
Cabo Verde	Paridad fija	EUR	Fijo	El escudo estuvo vinculado al escudo portugués hasta el 31 de diciembre de 1998.
Chile	Banda móvil de fluctuación	Cesta integrada por USD, EUR/DEM y JPY	Banda de $\pm 16\%$	
Comoras	Paridad fija	EUR	Fijo	El franco comorano estuvo vinculado al franco francés hasta el 31 de diciembre de 1998.
Israel	Banda móvil de fluctuación	Cesta integrada por las siguientes unidades de cada moneda componente: USD (0,6741) EUR (0,2282) GBP (0,0589) JPY (6,5437)	Banda móvil de fluctuación de $\pm 15\%$ . Con ajuste gradual, constante y predeterminado tanto del tipo de cambio intermedio como de la banda	El número de unidades de cada moneda que componen la cesta se calcula en función de su participación en el comercio exterior durante el año anterior y de los tipos de cambio internacionales cruzados vigentes en el momento de establecerse la composición de la cesta. El euro sustituyó al marco alemán a partir del 1 de enero de 1999.
Jordania	Paridad fija	DEG, <i>de jure</i>	Fijo	El dinar ha estado vinculado <i>de jure</i> al DEG desde 1995, aunque, <i>de facto</i> , sigue muy de cerca los movimientos del dólar estadounidense.
Libia	Paridad fija	DEG	Banda de fluctuación amplia	
Marruecos	Paridad fija	Cesta no especificada	El tipo de cambio puede fluctuar diariamente en un sentido o en otro en torno al 3%	Es probable que se incluya el euro en la cesta de monedas.
Myanmar	Paridad fija	DEG	Banda de fluctuación de $\pm 2\%$	
Qatar	Paridad fija	DEG	Banda de fluctuación de $\pm 7,25\%$	
Arabia Saudita	Paridad fija	DEG	Fijo	El riyal está vinculado oficialmente al DEG, aunque, <i>de facto</i> , sigue muy de cerca los movimientos del dólar estadounidense.
Seychelles	Paridad fija	Cesta ponderada, incluido el euro		
Emiratos Árabes Unidos	Paridad fija	DEG	Banda de fluctuación de $\pm 7,25\%$	
Vanuatu	Paridad fija	Cesta de monedas no especificadas, ponderadas por las transacciones		Es probable que se incluya el euro en la cesta de monedas.

Fuentes: BCE; FMI: «Impact of EMU on Selected Country Groups, Background Material for Central European and Mediterranean Countries»; IMF Staff Reports and IMF Redent Economic Developments (*varios países*); IMF Exchange Arrangements and Exchange Restrictions; FMI: Estadísticas financieras internacionales.

# Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999

En su análisis de la situación monetaria y financiera, y de otros aspectos de la evolución económica, el Banco Central Europeo (BCE) se centra en la evolución de la zona del euro y asigna un papel preeminente a los agregados monetarios, en especial a M3. La evaluación adecuada del crecimiento monetario en la zona del euro exige un marco estadístico fiable. A este respecto, los balances que proporcionan las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) de la zona del euro, representan un papel crucial y contribuyen a la evaluación general de la evolución del sector bancario, así como del sistema financiero en su conjunto.

El BCE elabora tanto el balance agregado como el consolidado del sector de IFM para el conjunto de la zona del euro. Mientras que el balance agregado es la suma de los balances de las IFM concretas (incluyendo el Eurosistema), la versión consolidada excluye las posiciones intra-IFM. Los balances de las IFM de la zona del euro proporcionan un cuadro completo de los activos y pasivos de estas instituciones frente a los demás agentes económicos, con desgloses por sectores y por instrumentos.

Este artículo muestra que estos balances son una rica fuente de información para los análisis monetarios referentes al conjunto de la zona del euro. Demuestra además, que existen importantes similitudes, aunque también un cierto número de diferencias, en lo que se refiere a ciertos aspectos claves de la estructura financiera de los once Estados miembros de la zona del euro al inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

## I Contenido informativo de los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro

El BCE elabora el balance agregado y el balance consolidado de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) para el conjunto de la zona del euro. El primero es la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro, e incluye las posiciones intra-IFM. El balance consolidado del sector de IFM se obtiene compensando las posiciones intra-IFM del balance agregado. Este muestra los activos y los pasivos del sector de IFM frente a los residentes de la zona del euro que no son IFM (las Administraciones Públicas y los otros residentes en la zona del euro) y frente a los no residentes en la zona del euro (incluyendo los bancos y las entidades no bancarias).

Los balances del sector de IFM son una *importante fuente de información*:

- El pasivo del balance consolidado de las IFM de la zona del euro proporciona los datos básicos para el cálculo de los agregados monetarios (M1, M2 y M3). Los desgloses del pasivo del balance consolidado del sector de IFM, permiten distinguir distintos grados de liquidez. El dinero desempeña un papel fundamental en la estrategia de política moneta-

ria del Eurosistema y prueba de ello es la determinación de un valor de referencia para el crecimiento de M3.

- El balance consolidado del sector de IFM proporciona también la base para el análisis periódico de las contrapartidas de M3. Las contrapartidas de M3 corresponden a todas las demás partidas distintas de M3 (tanto partidas de activo como de pasivo) del balance consolidado del sector de IFM.
- El balance agregado del sector de IFM proporciona información sobre las posiciones intra-IFM y sobre otras actividades transfronterizas de las IFM, tanto dentro de la zona del euro como respecto del resto del mundo. Esta información puede utilizarse para evaluar la integración de los sistemas financieros y la importancia del mercado interbancario.
- Tanto el balance agregado como el balance consolidado de las IFM de la zona del euro proporcionan, para algunas posiciones, un desglose por plazos, por la moneda en que están denominadas y por sectores. Por ejem-

plo, estos datos proporcionan información sobre la proporción existente de créditos a largo plazo en comparación con los créditos a corto plazo, sobre la importancia del euro en los activos y pasivos del sector de IFM, y sobre el peso relativo de las posiciones intra-IFM en comparación con las posiciones frente a otros residentes de la zona del euro (incluyendo las familias, las empresas y las Administraciones Públicas). Los datos pueden utilizarse también para examinar la estructura financiera de la economía y facilitar la comprensión del mecanismo de transmisión monetaria.

- Además, el balance de una entidad de crédito concreta proporciona los datos necesarios para el cálculo periódico de su base de reservas. Esta información resulta necesaria para la determinación de las reservas mínimas obligatorias que las entidades de crédito han de mantener en el Eurosistema.

La información proporcionada por los balances de las IFM de la zona del euro adolece también de ciertas *limitaciones*:

- Las identidades contables subyacentes en el balance consolidado no permiten inferir re-

laciones causales entre M3 y sus contrapartidas.

- Los balances sólo proporcionan un reflejo de la posición financiera del sector de IFM en un momento concreto de tiempo.
- Existe un conjunto de elementos financieros que son relevantes para el análisis del mecanismo de transmisión monetaria y que los balances de las IFM de la zona del euro no captan, como por ejemplo, las transacciones «fuera de balance» de las IFM y las transacciones entre los intermediarios financieros que no son IFM y las empresas, las familias o la administración. Con objeto de captar estos otros flujos financieros, se necesita un marco más amplio, incluyendo el análisis de los flujos de fondos de la economía. En este sentido, se está procesando información sobre las cuentas financieras tanto de las Administraciones Públicas como del sector privado de entidades no pertenecientes al sector de IFM de la zona del euro, que servirá para completar la proporcionada por los balances de las IFM.

## 2 Marco estadístico de los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro

El sistema estadístico del BCE proporciona un marco coherente para la recopilación de estadísticas monetarias y bancarias sobre las IFM del conjunto de la zona del euro. El sistema se basa en el conjunto de IFM que suministran la información (véase recuadro 1).

Puesto que el balance agregado se elabora por simple suma de los balances individuales de las IFM de la zona del euro, es posible construir separadamente un balance agregado para el Eurosistema y otro para las «otras IFM» de la zona del euro. El balance agregado del Eurosistema es la suma de los balances de los once bancos centrales nacionales de la zona del euro y el del BCE (véase el cuadro 2.1 en el apartado «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín*

*mensual* del BCE). El balance agregado de «otras IFM» de la zona del euro, es la suma de los balances agregados nacionales de los once países, que agrupan a las otras IFM (véase cuadro 2.2 en el apartado «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín mensual*).

El balance consolidado de las IFM de la zona del euro (véase cuadro 2.3 del apartado «Estadísticas de la zona del euro») es la suma de los balances del Eurosistema y de las «otras IFM», previa consolidación de todas las posiciones intra-IFM (véase recuadro 2). La consolidación de las posiciones intra-IFM se realiza para el conjunto de la zona del euro, porque solo a este nivel es posible consolidar las posiciones transfronterizas intra-IFM.

## Recuadro I

### La población de Instituciones Financieras Monetarias suministradoras de información.

El sector de Instituciones Financieras Monetarias (IFM) comprende las principales entidades que forman parte del sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluye las entidades de crédito residentes, tal como vienen definidas en la legislación comunitaria, y otras entidades financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos cercanos de los depósitos, de entidades que no son IFM, así como en conceder créditos y/o invertir en valores, por cuenta propia (al menos en términos económicos).

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) ha creado procedimientos para el control, seguimiento y actualización regular de las entidades de crédito que forman el sector de IFM, con objeto de asegurar que la lista de IFM se mantiene completa, tan homogénea como sea posible, y suficientemente estable desde el punto de vista de las estadísticas de los balances de los informantes, los cuales se utilizan con propósitos de análisis monetario. La lista de IFM no sólo incluye las de los países de la zona del euro, sino también las de los Estados miembros de la UE que no participan en la Unión Monetaria. La lista se actualiza periódicamente en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>) bajo el título "MFIs and assets".

#### Composición de la lista de IFM, julio de 1999

Residencia	Bancos centrales	Entidades de crédito	Fondos del mercado monetario	Otras entidades	Número total de IFM
Zona del euro	1	-	-	-	1
Bélgica	1	117	29	0	147
Alemania	1	3.180	41	0	3.222
España	1	390	206	0	597
Francia	1	1.200	710	1	1.912
Irlanda	1	78	17	0	96
Italia	1	925	17	0	943
Luxemburgo	1	210	463	0	674
Países Bajos	1	613	28	5	647
Austria	1	899	8	2	910
Portugal	1	228	0	0	229
Finlandia	1	345	5	0	351
<b>Total zona del euro</b>	<b>12</b>	<b>8.185</b>	<b>1.524</b>	<b>8</b>	<b>9.729</b>
Dinamarca	1	212	3	0	216
Grecia	1	59	42	0	102
Suecia	1	148	29	1	179
Reino Unido	2	508	33	0	543
<b>Total UE</b>	<b>17</b>	<b>9.112</b>	<b>1.631</b>	<b>9</b>	<b>10.769</b>

Para confeccionar el balance consolidado del sector de IFM de la zona del euro, se considera como población suministradora de información las IFM residentes, incluyendo las filiales y sucursales cuyas empresas matrices están domiciliadas fuera de la zona del euro. Cuando suministran información, las IFM consolidan las operaciones de todas las sucursales domiciliadas dentro del mismo territorio nacional. Además, se permite que las oficinas centrales consoliden las operaciones de aquellas filiales que sean también IFM domiciliadas en el mismo territorio nacional, pero deben mantener separadas las operaciones crediticias de las entidades de crédito y otras IFM, a efectos del cálculo de la base de reservas mínimas. Por razones estadísticas, no se permite la consolidación transfronteriza. A dichos efectos, las entidades de crédito domiciliadas en centros financieros extraterritoriales se consideran residentes de los territorios en los que están domiciliadas.

El cuadro anterior presenta la composición de la lista de IFM desglosada por residencia, a fecha de julio de 1999. El primer epígrafe para la zona del euro corresponde al Banco Central Europeo, que forma parte del Eurosistema. En el Reino Unido, los Banking and Issue Departments del Banco de Inglaterra se consideran actualmente como dos entidades separadas; en línea con el SEC 95 y a efectos estadísticos, se envía al BCE un único balance consolidado de estas dos instituciones. En lo que se refiere a la categoría de entidades de crédito, Alemania es el país que más entidades de crédito tiene (3.180), seguida de Francia (1.200), Italia y Austria (925 y 899, respectivamente). Francia es quien tiene más fondos del mercado monetario (710), seguida de Luxemburgo (463) y España (206).

## Recuadro 2

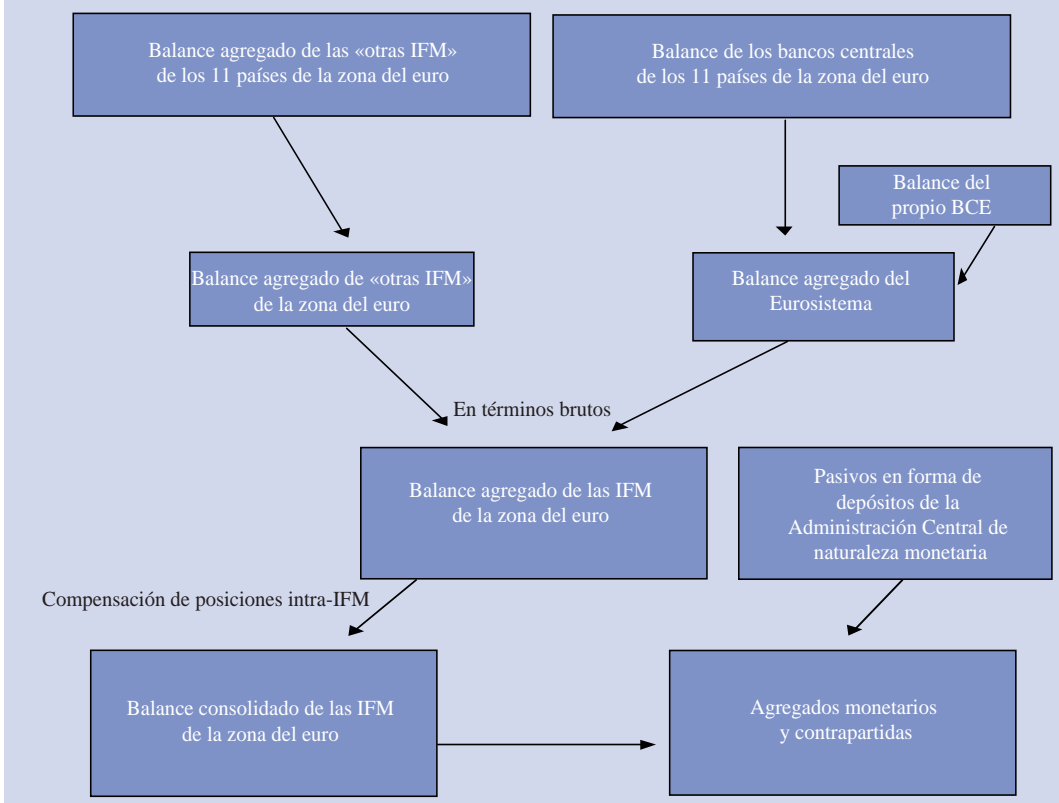
### El balance agregado y el balance consolidado de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro

El diagrama adjunto esboza el proceso comprendido entre la presentación de los datos nacionales hasta la confección del balance consolidado de las IFM de la zona del euro y de los agregados monetarios de la zona del euro. Los balances de los sectores nacionales de “otras IFM” de los once países de la zona del euro se integran para formar el balance agregado del sector de “otras IFM” de la zona del euro. Igualmente, la agregación de los balances de los once bancos centrales nacionales de la zona del euro y el del BCE, genera el balance agregado del Eurosistema. Ambos balances se elaboran en términos brutos. El balance agregado incluye los activos y los pasivos frente a otras IFM. Por ejemplo, incluye los depósitos que se intercambian en los mercados interbancarios, o la liquidez que el Eurosistema proporciona periódicamente al sistema bancario.

La consolidación implica: (i) la compensación de los depósitos en IFM y de los préstamos a IFM; y (ii) el efectivo en circulación y los pasivos negociables emitidos por el sector de IFM (títulos de deuda, instrumentos del mercado monetario y participaciones en fondos del mercado monetario), se compensan con los valores de tales instrumentos que figuran en el activo de las IFM. Puesto que resulta muy difícil identificar al tenedor de un instrumento financiero negociable en un momento determinado (ya que implicaría el control de todas las ventas posteriores del título), la cuantía de las tenencias que se mantienen fuera del sector de IFM solo puede obtenerse de forma indirecta, como la diferencia entre el total emitido y las tenencias correspondientes registradas en el activo de las IFM.

Por último, los agregados monetarios se obtienen sumando a los pasivos monetarios registrados en el balance consolidado, un conjunto de pasivos a corto plazo de la Administración Central en forma de depósitos (cuentas de las oficinas de Correos, cuentas de ahorro nacional y cuentas del Tesoro), que tienen características similares a las de los depósitos bancarios a corto plazo.

### La elaboración del balance consolidado de las IFM de la zona del euro



El balance consolidado de las IFM de la zona del euro proporciona la principal fuente de información para el análisis mensual detallado de la cantidad de dinero, sus componentes y sus contrapartidas. Además de los datos mensuales, se recoge trimestralmente información adicional sobre el desglose del balance agregado, en especial

en relación con el vencimiento, el país, la finalidad, la moneda de denominación y el sector (véanse cuadros 2.5 y 2.6 en el apartado «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín). El desglose sectorial se basa en las clasificaciones establecidas en el Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

### 3 Las contrapartidas de M3 en el balance consolidado de las IFM de la zona del euro

#### Obtención de las contrapartidas de M3

El cuadro 1 muestra como pueden obtenerse las contrapartidas de M3 a partir del balance consolidado de las IFM de la zona del euro.

Utilizando la identidad del balance, es posible presentar el agregado monetario M3, como sigue:

$$M3 = \text{crédito a los residentes de la zona del euro} + \text{activos exteriores netos} - \text{pasivos financieros a largo plazo} + \text{otras contrapartidas}$$

Las contrapartidas de M3 se definen como sigue:

- El *crédito* se define como los préstamos concedidos a los residentes en la zona del euro que no son IFM (incluyendo las Administraciones Públicas y el sector privado), más las tenencias por parte de las IFM de valores emitidos por residentes en la zona del euro que no son IFM. Puesto que los valores pueden considerarse una fuente de fondos alternativa a los préstamos, esta definición proporciona una información sobre el volumen de financiación que proporciona el sector de IFM a la economía, que es más fiable que la que se obtendría de una definición más restringida que solo incluyese los préstamos.

- Los *activos exteriores netos* se definen como los activos exteriores mantenidos por las IFM menos sus pasivos exteriores. Los activos exteriores son tenencias de efectivo en monedas de países que no pertenecen a la zona del euro, tenencias de valores emitidos por no residentes en la zona del euro, préstamos concedidos a no residentes en la zona del euro (incluyendo a los bancos), y oro y derechos especiales de giro (DEG) mantenidos por el Eurosistema. Los pasivos exteriores son depósitos mantenidos por no residentes en la zona del euro en las IFM de la zona del euro, préstamos de los no residentes en la zona del euro a IFM de la zona del euro, y las contrapartidas de los DEG.

Las variaciones de los activos exteriores netos del sector de IFM reflejan, en gran medida, transacciones exteriores de residentes en la zona del euro que no son IFM, en términos de la cuenta corriente, de la cuenta de capital y de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos de la zona del euro correspondiente a los sectores distintos de las IFM. Esto se ilustra con la siguiente presentación de la balanza de pagos de la zona del euro en términos monetarios, que distingue entre las transacciones exteriores del sector de IFM y las de los sectores distintos a las IFM (véase cuadro 2).

#### Cuadro 1

#### Esquema del balance consolidado de las IFM de la zona del euro

Activos	Pasivos
Créditos a residentes en la zona del euro	M3 <sup>1)</sup>
Activos exteriores	Pasivos financieros a largo plazo
Otros activos (incluye activos fijos)	Pasivos exteriores
	Otros pasivos (incluye los depósitos mantenidos por la Administración Central)

1) Incluye los pasivos por depósitos de naturaleza monetaria de la Administración Central.



## Cuadro 2

### La balanza de pagos de la zona del euro en el análisis monetario

(según el principio de caja)

#### Transacciones exteriores de los sectores distintos de IFM:

	Cuenta corriente
+	Cuenta de capital
+	Cuenta financiera de los sectores distintos de IFM
+	Errores y omisiones
=	Balanza de pagos de los sectores distintos de IFM

#### Transacciones exteriores del sector de IFM: <sup>1)</sup>

	Cuenta financiera del Eurosistema
+	Cuenta financiera de otras IFM
=	Balanza de pagos del sector de IFM

La identidad general de la balanza de pagos implica que:

	Balanza de pagos de los sectores distintos de IFM
=	- Balanza de pagos del sector de IFM
=	Variación de los activos exteriores netos del sector de IFM

1) Esta presentación simplificada no incluye las transacciones exteriores del sector de IFM clasificadas en cuenta corriente o en cuenta de capital, ni tampoco los errores u omisiones correspondientes a las transacciones exteriores de dicho sector.

Como puede verse en la presentación simplificada anterior, la variación de los activos exteriores del sector de IFM es el fiel reflejo de las transacciones de los sectores distintos de las IFM con los no residentes en la zona del euro. Esto proviene del hecho de que las transacciones exteriores de los sectores residentes en la zona del euro que no son IFM, tienen un impacto sobre el balance consolidado de las IFM de la zona del euro, en la medida en que los pagos correspondientes se canalicen a través del sistema bancario. Por esta razón, muchas de las transacciones de las IFM y la variación resultante de sus posiciones exteriores netas, pueden asociarse con las transacciones exteriores del sector de no IFM.

- *Los pasivos financieros a largo plazo*, son depósitos con vencimiento a más de dos años, títulos de deuda emitidos por las IFM de la zona del euro con vencimiento a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso de más de tres meses, más el capital y las reservas del sector de IFM. Los pasivos financieros a largo plazo se excluyen de la definición de M3, ya que se consideran instrumentos de cartera utilizados como depósito de valor más que como activos para instrumentar transacciones. No obstante, pueden considerarse sustitutos de algunas de las partidas de M3. La evolución de los pasivos financieros a largo plazo puede re-

flejar también las decisiones financieras de las IFM, ya que dichos pasivos pueden constituir una fuente de fondos alternativa a los pasivos a corto plazo, que permite a las IFM tener una estructura de vencimientos para sus pasivos más acorde con la de sus activos.

- *Otras contrapartidas* incluye las restantes partidas del balance consolidado. Una de ellas es la de los depósitos que la Administración Central mantiene en el sector de IFM. Incluye además los activos fijos, es decir, los activos no financieros de las IFM, tales como los edificios. El resto de los activos y de los pasivos incluye una variedad de elementos, tales como las posiciones en derivados financieros, los importes pendientes de cobro o pago relacionados con saldos transitorios y operaciones en camino, los intereses devengados pendientes de cobro o pago por depósitos, los dividendos a cobrar o pagar, las cantidades pendientes de cobro o pago ajenas a la actividad principal de las IFM, las contrapartidas en el activo de las monedas emitidas por el Estado, las posiciones netas provenientes de préstamos de valores sin transferencia de efectivo, y los importes netos pendientes de pago relacionados con la liquidación futura de transacciones con valores. Por último, el resto de saldos de contrapartida incluye también una partida compensatoria de los pasi-

vos de la Administración Central en forma de depósitos a corto plazo, que se incluyen en M3 (véase recuadro 2).

La relación entre M3 y sus contrapartidas se basa en una identidad contable; no implica una relación causal entre M3 y sus contrapartidas. En la práctica, la mayoría de las partidas del balance depende de las variaciones de los tipos de interés y de la evolución de la actividad económica y la inflación. En este sentido, un conjunto de posiciones de balance tiene determinantes comunes o similares y su comportamiento puede proporcionar indicios sobre la naturaleza de las tendencias subyacentes de la economía de la zona del euro. Aunque cabe la posibilidad de

relacionar las variaciones de ciertas contrapartidas concretas con las variaciones de M3, esto no será necesariamente posible en todos los casos. Por ejemplo, un aumento del crédito a residentes en la zona del euro, no vendrá asociado a una variación de M3 si los prestatarios utilizan los fondos para financiar inversiones fuera de la zona del euro. En este caso, el aumento de la partida «créditos a residentes en la zona del euro» se compensa con la disminución de los activos exteriores netos de las IFM. El análisis de las contrapartidas resulta útil, no obstante, como complemento del análisis de la evolución monetaria y para facilitar una mejor comprensión de las tendencias económicas presentes en la zona del euro.

#### 4 Estructura de los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro en marzo de 1999

##### El balance consolidado de las IFM de la zona del euro

El balance consolidado de las IFM de la zona del euro proporciona la base para un análisis de la evolución de M3 y de sus contrapartidas para el conjunto de la zona del euro. El gráfico 1 muestra la composición del balance consolidado de las IFM de la zona del euro a finales de marzo de 1999.

En lo que se refiere al *pasivo*, las posiciones de las IFM incluidas en M3 suponían en marzo el 40,8% del total de pasivos. En cuanto a los componentes de M3, los billetes en circulación y los depósitos a la vista (que forman el agregado monetario estrecho M1) suponían el 7,1% y el 32,4% de M3, respectivamente, lo que implica una participación de M1 en M3 de algo menos del 40%. Los depósitos a plazo de hasta dos años suponían el 19,5% de M3, mientras que la participación en M3 de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses era del 27,8% (estas dos categorías más los pasivos incluidos en M1 constituyen el agregado monetario M2). Por último, los instrumentos negociables que se incluyen en M3 (pero no en M2) representaban el 13,2% de M3. Entre estos, las participaciones en fondos del mercado monetario y los instrumentos del mercado monetario (netos) suponían el 8,2% de M3, las cesiones temporales el 4% y los valores de renta fija con vencimiento hasta dos años, el 1,1%.

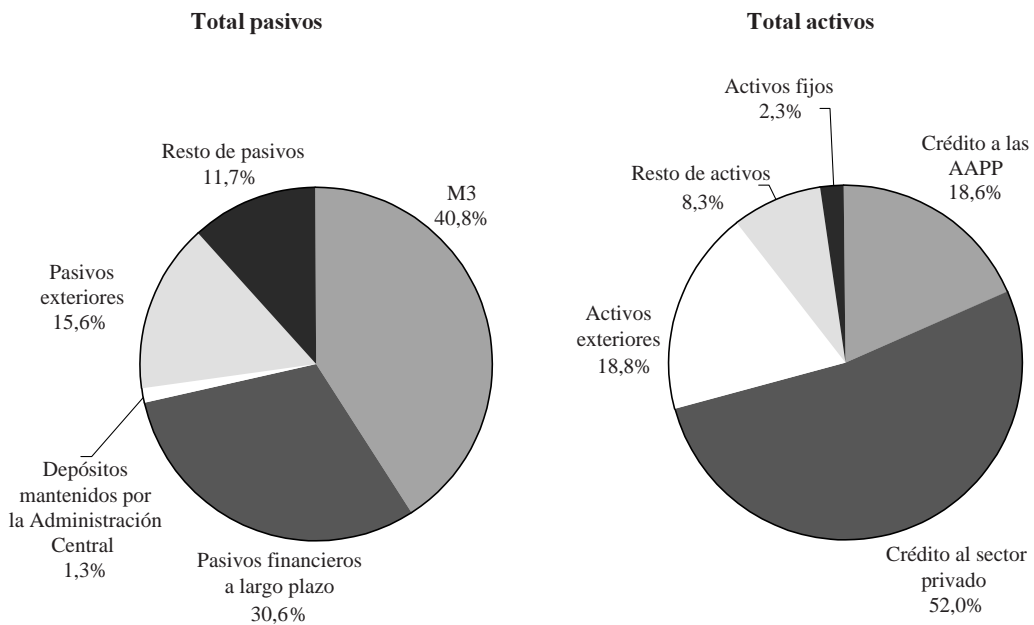
La participación de los pasivos financieros a largo plazo era, en marzo de 1999, del 30,6% del total de pasivos de las IFM. Los depósitos con vencimiento a más de dos años suponían el 10,1% del balance consolidado de las IFM de la zona del euro, y la participación de los valores de renta fija emitidos con vencimiento a más de dos años, era del 12,4%. El capital y las reservas representaban el 7% del total de pasivos. Por último, la participación de los depósitos disponibles con preaviso de más de tres meses, era del 1,1%.

En cuanto al *activo* del balance consolidado, el crédito a residentes en la zona del euro era la partida más importante a finales de marzo de 1999, representando el 70,6% del total. La mayoría de los créditos a residentes en la zona del euro se concedieron al sector privado (cuya participación en el crédito total a residentes en la zona del euro es del 73,6%), siendo el resto los créditos concedidos a las Administraciones Públicas. Alrededor del 90% del crédito concedido al sector privado correspondía a crédito directo, es decir, préstamos. Los créditos concedidos a través de la compra de valores de renta fija, acciones y otros valores, representaban el 10% restante. Por el contrario, el crédito a las Administraciones Públicas se concedió principalmente en forma de adquisiciones de valores de renta fija por parte de las IFM (que supusieron casi el 60% del crédito total de las IFM a las Administraciones Públicas).

## Gráfico I

### Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

(marzo de 1999; participaciones en porcentaje del total)



En marzo de 1999, el sector de IFM (incluyendo al Eurosistema) presentaba una posición neta frente al exterior positiva. Los pasivos exteriores suponían el 15,6% de los pasivos consolidados totales de la zona del euro y los activos exteriores representaban el 18,8% de los activos consolidados totales de la zona del euro. El saldo vivo de activos y de pasivos exteriores del Eurosistema incluye las posiciones brutas transitorias frente a los bancos centrales nacionales que no participan en la zona del euro, relacionadas con operaciones realizadas a través del sistema de pagos TARGET. Obviamente, en términos netos, estas posiciones desaparecen.

#### Estructura del balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema

El balance agregado de las «otras IFM» de la zona del euro (es decir, de las IFM excluyendo el Eurosistema), muestra la posición financiera de estas IFM frente a otros sectores de la economía y frente a los no residentes en la zona del euro. También puede obtenerse un desglose por países y por instrumentos.

#### Principales pasivos

Como puede verse en el cuadro 3, más de la tercera parte (el 36,2%) del *total de pasivos* del balance agregado de las otras IFM de la zona del euro, corresponde a instituciones domiciliadas en Alemania. El 70,9% del total de pasivos corresponde a los tres mayores países de la zona del euro (Alemania, Francia e Italia). La participación de los demás países en el balance total de la zona del euro, va desde el 0,7% de Finlandia al 6,7% de España. Las otras IFM residentes en Luxemburgo tienen una participación del 4% en los pasivos totales de las otras IFM de la zona del euro; lo que implica que la participación de las otras IFM residentes en Luxemburgo, expresada como porcentaje del PIB nacional, es la mayor entre todos los países de la zona del euro.

Los *depósitos* constituyen la categoría más importante del pasivo de las otras IFM, que representan el 67,8% del pasivo total (véase cuadro 3). Aproximadamente la mitad de estos depósitos los mantiene el sector tenedor de dinero, mientras que los depósitos intra-IFM

**Cuadro 3****Pasivos agregados totales de otras IFM por países e instrumentos***(marzo de 1999)*

	Depósitos (todas las monedas)		Valores de renta fija emitidos		Participaciones en fondos del mercado monetario		Instrumentos del mercado monetario	
	en % de los pasivos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los pasivos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los pasivos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los pasivos nacionales	en % del total de la zona del euro
Bélgica	76,0	5,4	11,3	3,7	0,2	0,4	0,0	0,0
Alemania	67,3	35,9	22,4	54,6	0,4	7,3	0,5	14,1
España	78,0	7,7	3,4	1,5	4,8	16,8	0,0	0,0
Francia	63,4	22,5	9,6	15,6	4,9	62,0	3,5	69,4
Irlanda	78,1	2,0	8,3	1,0	-	-	0,0	0,0
Italia	59,6	9,3	16,5	11,8	0,2	1,3	0,0	0,0
Luxemburgo	78,4	4,6	5,6	1,5	5,8	12,2	2,4	8,0
Países Bajos	74,7	6,7	13,9	5,7	-	-	0,0	0,0
Austria	71,4	3,3	17,2	3,6	-	-	0,0	0,0
Portugal	63,8	1,8	5,1	0,7	-	-	0,0	0,0
Finlandia	67,4	0,7	5,0	0,2	-	-	14,1	8,6
Zona del euro	67,8	100,0	14,9	100,0	1,9	100,0	1,2	100,0
<b>Total (mm de euros)</b>		<b>9.933</b>		<b>2.176</b>		<b>280</b>		<b>178</b>

	Capital y reservas		Resto de pasivos		Pasivos totales	
	en % de los pasivos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los pasivos nacionales	en % del total de la zona del euro	Pro memoria: en % del PIB nacional <sup>1)</sup>	en % del total de la zona del euro
Bélgica	3,9	3,7	8,7	4,6	318,9	4,9
Alemania	4,1	29,1	5,3	21,1	274,6	36,2
España	8,0	10,3	5,8	4,2	187,5	6,7
Francia	5,5	25,9	13,0	34,6	272,1	24,1
Irlanda	6,8	2,3	6,8	1,3	333,3	1,7
Italia	7,2	14,8	16,5	19,3	146,5	10,6
Luxemburgo	2,4	1,9	5,4	2,4	3.768,3	4,0
Países Bajos	4,9	5,8	6,5	4,4	253,0	6,1
Austria	5,0	3,1	6,3	2,2	243,1	3,1
Portugal	6,0	2,2	25,2	5,4	295,8	1,9
Finlandia	5,9	0,9	7,6	0,6	95,9	0,7
Zona del euro	5,1	100,0	9,1	100,0	249,5	100,0
<b>Total (mm de euros)</b>		<b>750</b>		<b>1.328</b>		<b>14.645</b>

Nota: Se entiende que «en % de los pasivos nacionales» significa el porcentaje de participación de cada partida en el pasivo total de las otras IFM de cada país. Por «en % del total de la zona del euro» se entiende la participación porcentual de cada país en el total de la zona del euro para cada partida.

1) Pasivos totales de las IFM, excluyendo el Eurosistema, en porcentaje del PIB nominal de 1998. Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

suponen algo más de un tercio del total de depósitos (el 34%) (véase el cuadro 2.2 en el apartado «Estadísticas de la zona del euro» del presente *Boletín mensual*). Los restantes depósitos corresponden a no residentes en la zona del euro (16% del total de depósitos) y a las Administraciones Centrales (1%). La importancia relativa de los distintos países en términos de sus depósitos, es aproximadamente similar a su participación en los pasivos totales.

La emisión de títulos de renta fija constituye el segundo pasivo, por orden de importancia, en el balance agregado de las otras IFM de la zona del euro, con una participación del 14,9%. La cuantía de estas emisiones es particularmente importante en Alemania, alcanzando el 54,6% del total de la zona del euro, mientras que las otras IFM residentes en Francia y en España presentan una cuantía de emisiones de renta fija relativamente pequeña en comparación con su participación en el balance agregado total de la zona del euro.

Los pasivos de las IFM en forma de *participaciones en fondos del mercado monetario* y de *instrumentos del mercado monetario*, suponen una proporción relativamente pequeña en el total, que representa el 1,9% y el 1,2%, respectivamente, del pasivo total. Estos pasivos se concentran en su mayor parte en Francia, país al que corresponde el 69,4% de la cuantía total de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro, y el 62% del total de participaciones en fondos del mercado monetario de dicha zona.

Las IFM residentes en Luxemburgo, en comparación con el pequeño tamaño de este país, emiten también una proporción significativa de estos valores negociables a corto plazo. Además, en comparación con el tamaño del país respectivo, las IFM españolas tienen una participación relativamente alta en el total de participaciones en fondos del mercado monetario, y las IFM finlandesas emiten una proporción relativamente alta de instrumentos del mercado monetario.

**Cuadro 4**  
**Activos agregados totales de otras IFM, por países e instrumentos**  
(marzo de 1999)

	Préstamos		Valores distintos de acciones		Acciones y otras participaciones		Instrumentos del mercado monetario	
	en % de los activos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los activos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los activos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los activos nacionales	en % del total de la zona del euro
Bélgica	63,5	4,3	27,1	8,1	2,3	3,1	0,0	0,1
Alemania	76,3	38,5	15,2	33,9	5,0	49,7	0,1	6,6
España	73,9	6,9	15,0	6,1	4,1	7,6	0,5	5,1
Francia	67,2	22,6	16,1	23,9	1,7	11,3	2,1	78,1
Irlanda	73,0	1,8	18,6	2,0	1,7	0,8	0,0	0,0
Italia	65,5	9,7	16,5	10,7	4,1	12,0	0,0	0,0
Luxemburgo	66,9	3,7	27,1	6,7	1,6	1,7	1,0	6,0
Países Bajos	81,4	6,9	11,3	4,2	3,5	6,0	0,0	0,0
Austria	77,3	3,4	12,4	2,4	5,7	4,9	0,0	0,0
Portugal	57,2	1,5	11,0	1,3	4,5	2,4	0,0	0,0
Finlandia	70,6	0,7	13,2	0,6	1,9	0,4	3,6	4,1
Zona del euro	71,7	100,0	16,2	100,0	3,6	100,0	0,7	100,0
<b>Total (mm de euros)</b>		<b>10.501</b>		<b>2.379</b>		<b>528</b>		<b>95</b>

	Activos fijos		Resto de activos		Activos totales	
	en % de los activos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los activos nacionales	en % del total de la zona del euro	Pro memoria: en % del PIB nacional <sup>1)</sup>	en % del total de la zona del euro
Bélgica	0,5	1,6	6,6	5,2	318,9	4,9
Alemania	0,7	14,5	2,7	15,8	274,6	36,2
España	2,2	8,6	4,3	4,7	187,5	6,7
Francia	3,4	48,7	9,5	37,3	272,1	24,1
Irlanda	0,6	0,6	6,1	1,7	333,3	1,7
Italia	2,9	18,2	11,0	19,1	146,5	10,6
Luxemburgo	0,5	1,2	3,0	2,0	3.768,3	4,0
Países Bajos	0,6	2,2	3,2	3,1	253,0	6,1
Austria	1,0	1,9	3,6	1,9	243,1	3,1
Portugal	1,3	1,4	26,1	8,2	295,8	1,9
Finlandia	2,4	1,1	8,3	1,0	95,9	0,7
Zona del euro	1,7	100,0	6,3	100,0	249,5	100,0
<b>Total (mm de euros)</b>		<b>244</b>		<b>897</b>		<b>14.645</b>

Nota: Se entiende que «en % de los activos nacionales» significa el porcentaje de participación de cada partida en el activo total de las otras IFM de cada país. Por «en % del total de la zona del euro» se entiende la participación porcentual de cada país en el total de la zona del euro para cada partida.

1) Activos totales de las IFM, excluyendo el Eurosistema, en porcentaje del PIB nominal nacional de 1998. Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

Por último, el *capital y las reservas*, es decir, los fondos propios de las otras IFM, y el resto de los pasivos, representaban el 5,1% y el 9,1%, respectivamente, del total de pasivos de la zona del euro. Con pocas excepciones, las participaciones de los países son, por lo general, similares a las señaladas para los pasivos totales de la zona del euro.

#### *Principales activos*

Para el conjunto de la zona del euro, en marzo de 1999, los préstamos constituían, con diferencia, el activo más importante del balance agregado de las otras IFM, alcanzando el 71,7% del total de activos (véase cuadro 4). Las tenencias de valores distintos de las acciones constituyeron la segunda partida más importante, representando el 16,2% de los activos totales de las otras IFM, mientras que las tenencias de acciones y otras participaciones supusieron sólo el 3,6% del total de activos. Por su parte, las tenencias de instrumentos del mercado monetario representaron solamente el 0,7% de los activos agregados.

En cuanto a los préstamos, la participación relativa de cada país se corresponde aproximadamente con su participación en el total del balance agregado de la zona del euro. Las tenencias de valores distintos de las acciones presentan un cuadro similar. En lo que se refiere a las acciones y otras participaciones, las otras IFM residentes en Alemania mantienen una proporción relativamente alta del total de la zona del euro (casi el 50%), mientras que la participación de las otras IFM residentes en Francia es solo la mitad de su participación en los activos totales de la zona del euro. Al mismo tiempo, las otras IFM francesas, mantienen el 78,1% del total de instrumentos del mercado monetario en poder de las otras IFM de la zona del euro, y poseen también una proporción relativamente grande de los activos fijos y de los restantes activos en comparación con las otras IFM residentes en los demás países de la zona del euro.

#### **Estructura de los depósitos del sector tenedor de dinero**

El cuadro 5 muestra la estructura de los depósitos mantenidos por los residentes de la zona del euro que no son IFM, con desglose por plazos en origen.

En el conjunto de la zona del euro, los depósitos a plazo son el tipo de depósito más común del sector tenedor de dinero, representando más del 40% del total. Los depósitos a la vista y los depósitos disponibles con preaviso, presentan también participaciones significativas en el total (del 28,5% y el 27%, respectivamente). Más de la mitad del volumen de depósitos a plazo son a largo plazo (alrededor del 56% tiene vencimiento a más de dos años). Por el contrario, una gran proporción de los depósitos disponibles con preaviso (alrededor del 91%) se acuerda con un preaviso igual o inferior a tres meses.

En cuanto al desglose por países, los *depósitos a la vista* mantenidos por el sector tenedor de dinero alcanzan niveles relativamente altos en Italia (24,9% del total de depósitos a la vista de la zona del euro), en comparación con la participación de dicho país en los depósitos totales de la zona del euro (11,7%). Por el contrario, la participación en los depósitos a la vista es relativamente baja en Alemania (27,5% del total de depósitos a la vista de la zona del euro, mientras que su participación en los depósitos totales es del 39,1%). En otros países, la participación en los depósitos a la vista es más similar a la de los depósitos totales.

Entre los *depósitos a plazo*, la proporción de depósitos mantenida en las IFM residentes en Italia sobre el total de depósitos de la zona del euro, es relativamente pequeña (del 5%, en comparación con un 11,7% de participación de este país en los depósitos totales), mientras que la participación de tales depósitos mantenidos en las IFM residentes en Alemania es relativamente grande (alrededor del 45% del total de la zona del euro). La participación de los depósitos con vencimiento hasta un año es especialmente alta en Luxemburgo, suponiendo casi el 10% de los depósitos totales de la zona del euro con vencimiento hasta un año. Por el contrario, la participación de Luxemburgo en el total de depósitos del sector tenedor de dinero de la zona del euro, es solo del 2,8%. Las IFM de Italia presentan la mayor participación en los depósitos con vencimiento entre uno y dos años. Del total de depósitos a plazo de la zona del euro con vencimiento a más de dos, casi el 85% se concentra en Alemania y Francia.

## Cuadro 5

### Depósitos del sector tenedor de dinero en las IFM (excluyendo el Eurosistema)

(marzo de 1999)

	Depósitos a la vista		Depósitos a plazo							
			Total		hasta un año		de uno a dos años		a más de dos años	
	en % de los depósitos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los depósitos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los depósitos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los depósitos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los depósitos nacionales	en % del total de la zona del euro
Bélgica	21,0	3,5	35,0	4,0	28,4	8,1	0,8	2,5	5,8	1,2
Alemania	20,1	27,5	46,9	44,9	12,4	29,3	0,4	11,5	34,1	58,5
España	27,7	8,3	32,0	6,7	24,9	12,9	3,4	19,5	3,7	1,4
Francia	25,1	15,9	39,2	17,3	5,6	6,1	0,2	2,8	33,4	26,4
Irlanda	12,8	0,7	49,7	1,8	39,0	3,5	1,7	1,7	9,0	0,6
Italia	60,7	24,9	17,4	5,0	9,7	6,8	4,0	31,1	3,8	1,9
Luxemburgo	34,7	3,4	61,8	4,2	57,6	9,7	0,9	1,7	3,3	0,4
Países Bajos	32,1	7,7	32,1	5,4	15,5	6,4	0,6	2,9	16,0	4,8
Austria	24,2	3,0	75,1	6,5	42,4	9,0	3,5	8,2	29,2	4,5
Portugal	33,4	2,5	66,1	3,4	56,5	7,3	7,2	10,3	2,4	0,2
Finlandia	65,0	2,7	24,5	0,7	12,1	0,9	10,1	7,9	2,4	0,1
Zona del euro	28,5	100,0	40,8	100,0	16,5	100,0	1,5	100,0	22,8	100,0
<b>Total (mm de euros)</b>	<b>1.384</b>		<b>1.983</b>		<b>803</b>		<b>72</b>		<b>1.107</b>	

	Depósitos disponibles con preaviso						Cesiones temporales		Total depósitos
	Total		hasta tres meses		más de tres meses		en % de los depósitos nacionales	en % del total de la zona del euro	
	en % de los depósitos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los depósitos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los depósitos nacionales	en % del total de la zona del euro			en % de los depósitos nacionales
Bélgica	43,5	7,6	43,4	8,4	0,1	0,1	0,5	0,7	4,7
Alemania	32,9	47,7	26,6	42,5	6,3	98,8	0,1	1,0	39,1
España	22,7	7,2	22,7	7,9	0,0	0,0	17,7	40,8	8,5
Francia	31,6	21,1	31,6	23,3	0,0	0,0	4,1	20,1	18,0
Irlanda	36,7	2,0	36,5	2,2	0,1	0,1	0,8	0,3	1,5
Italia	10,5	4,5	10,5	5,0	0,0	0,0	11,4	36,1	11,7
Luxemburgo	3,3	0,3	3,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	2,8
Países Bajos	35,6	9,1	35,5	10,0	0,1	0,3	0,2	0,4	6,9
Austria	0,6	0,1	0,2	0,0	0,4	0,6	0,1	0,1	3,5
Portugal	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	2,1
Finlandia	10,3	0,4	10,3	0,5	0,0	0,0	0,1	0,0	1,2
Zona del euro	27,0	100,0	24,5	100,0	2,5	100,0	3,7	100,0	100,0
<b>Total (mm de euros)</b>	<b>1.310</b>		<b>1.189</b>		<b>121</b>		<b>180</b>		<b>4.856</b>

Nota: Se entiende que «en % de los depósitos nacionales» significa el porcentaje de participación de cada partida en el total de depósitos de cada país. Por «en % del total de la zona del euro» se entiende la participación porcentual de cada país en el total de la zona del euro para cada vencimiento.

El uso de los depósitos disponibles con preaviso no está tan extendido en la zona del euro como el de los depósitos a plazo. En comparación con la participación de las IFM de cada país en los depósitos totales, los depósitos disponibles con preaviso tienen poca importancia en Luxemburgo, Austria y Portugal. Mientras que los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses son comunes en la mayoría de países, los disponibles con preaviso de más de tres meses se mantienen casi exclusivamente en Alemania (el

98,8% del total). Dichos depósitos representan tan solo una parte pequeña del total de depósitos del sector tenedor de dinero de la zona del euro (el 2,5%).

En el marco estadístico del BCE, las cesiones temporales figuran también bajo el epígrafe «depósitos mantenidos por el sector tenedor de dinero», aunque en la práctica, en algunos países tienen características similares a las de los valores negociables. Las tenencias de estos instru-



mentos corresponden principalmente a España (el 40,8% del total de la zona del euro), Italia (el 36,1%) y Francia (el 20,1%).

Los datos trimestrales disponibles permiten realizar un análisis sectorial de los préstamos. En el *Boletín mensual* del BCE de abril de 1999, se publicó un primer conjunto de datos trimestrales relevantes, referentes al desglose por sectores, por tipos de préstamo y por vencimiento en

la emisión, de los saldos vivos del crédito concedido a los sectores que no son IFM (véase el cuadro 2.5 del apartado «Estadísticas de la zona del euro»).

El cuadro 6 presenta el *desglose sectorial* de los préstamos concedidos por las otras IFM, con datos desagregados para las empresas no financieras, las familias, y las instituciones sin fines de lucro al servicio de las familias. Para el conjunto

## Cuadro 6

### Préstamos de las IFM al sector privado no financiero por tipos de préstamo

(marzo de 1999)

	Empresas no financieras		Familias			
	en % de los préstamos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los préstamos nacionales	en % del total de la zona del euro	Crédito al consumo	
en % de los préstamos nacionales					en % del total de la zona del euro	
Bélgica	50,7	3,8	48,8	3,2	5,1	2,0
Alemania	36,6	32,4	62,8	49,8	10,8	51,7
España	48,3	8,8	51,2	8,3	9,6	9,3
Francia	50,8	20,0	48,3	17,0	10,7	22,8
Irlanda	46,1	1,0	52,2	1,0	12,7	1,5
Italia	66,7	17,6	32,2	7,6	2,6	3,6
Luxemburgo	67,7	1,4	30,3	0,5	1,4	0,2
Países Bajos	46,2	7,2	53,8	7,5	3,5	3,0
Austria	69,9	5,0	29,3	1,9	9,7	3,7
Portugal	47,8	1,9	51,9	1,8	6,7	1,4
Finlandia	40,9	0,9	58,2	1,2	5,9	0,7
Zona del euro	46,9	100,0	52,4	100,0	8,7	100,0
<b>Total (mm de euros)</b>		<b>2.268,0</b>		<b>2.535,0</b>		<b>421,0</b>

	Familias (continuación)				Instituciones sin fines de lucro al servicio de las familias		Total préstamos
	Préstamos para la adquisición de viviendas		Otros préstamos		en % de los préstamos nacionales	en % del total de la zona del euro	
	en % de los préstamos nacionales	en % del total de la zona del euro	en % de los préstamos nacionales	en % del total de la zona del euro			en % del total de la zona del euro
Bélgica	28,1	3,1	15,5	4,6	0,5	2,5	3,5
Alemania	38,6	50,2	13,4	47,3	0,6	36,7	41,6
España	31,2	8,3	10,4	7,5	0,5	6,3	8,5
Francia	29,4	17,0	8,2	12,9	0,9	23,8	18,5
Irlanda	39,6	1,3	0,0	0,0	1,7	2,4	1,0
Italia	11,4	4,4	18,2	19,2	1,2	19,9	12,4
Luxemburgo	9,7	0,3	19,2	1,5	1,9	2,5	0,9
Países Bajos	45,5	10,4	4,8	3,0	0,0	0,0	7,3
Austria	13,7	1,4	6,0	1,7	0,8	3,7	3,3
Portugal	39,4	2,3	5,8	0,9	0,3	0,8	1,8
Finlandia	38,3	1,3	14,0	1,3	0,9	1,3	1,1
Zona del euro	31,9	100,0	11,7	100,0	0,7	100,0	100,0
<b>Total (mm de euros)</b>		<b>1.546,0</b>		<b>568,0</b>		<b>36,0</b>	<b>4.839,0</b>

Nota: Se entiende que «en % de los préstamos nacionales» significa el porcentaje de participación de cada partida en el total de préstamos de cada país. Por «en % del total de la zona del euro» se entiende la participación porcentual de cada país en el total de la zona del euro para cada partida.



de la zona del euro, los préstamos a las familias suponían, en marzo de 1999, el 52,4% del total de saldos vivos de los préstamos concedidos al sector privado no financiero, siendo la participación de los préstamos a empresas no financieras del 46,9%. La participación de los préstamos a instituciones sin fines de lucro al servicio de las familias (tales como asociaciones de consumidores, asociaciones caritativas, asociaciones sociales y culturales, sindicatos y partidos políticos, etc.), era del 0,7%.

Para las familias, se dispone de un desglose adicional por tipos de préstamos. El cuadro 6 muestra que los préstamos para la adquisición de viviendas desempeñan un importante papel en el conjunto de la zona del euro. En marzo de 1999 suponían alrededor del 32% del total de préstamos al sector privado no financiero, mientras que la participación de los préstamos clasificados como crédito al consumo se situó en el 8,7%. Otros préstamos a las familias (principalmente para negocios, con propósitos educativos, o para la consolidación de deudas) supusieron el 11,7% del total de préstamos a las familias y empresas no financieras.

Existen algunas diferencias significativas entre los países de la zona del euro respecto a la importancia relativa de cada tipo de préstamos a nivel na-

cional. Los préstamos para la adquisición de viviendas constituyen el tipo más importante de préstamo a las familias en todos los países de la zona del euro, con la excepción de Italia y Luxemburgo, donde son más importantes otros préstamos. El crédito al consumo se encuentra considerablemente por debajo de la media de la zona del euro en Italia, Luxemburgo y Holanda, mientras que a nivel nacional las mayores participaciones de este tipo de crédito, corresponden a Alemania, Francia e Irlanda.

El desglose de préstamos por plazos de vencimiento en origen resulta también relevante para el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El ritmo al que se desarrolla el impacto de la política monetaria sobre la economía dependerá de la velocidad a la que se produzca la transmisión de las variaciones del tipo de interés del banco central hacia los tipos de interés bancarios. Esto depende, a su vez, de la importancia relativa de los préstamos con vencimiento a corto plazo respecto a los de vencimiento a largo plazo, tal como aparece en los datos trimestrales de las IFM (véase cuadro 7). Además, esta velocidad también depende de la importancia relativa de los préstamos a tipo de interés fijo en comparación con los préstamos a tipo de interés variable.

**Cuadro 7**  
**Préstamos de las IFM a las empresas no financieras y las familias por plazo en origen**  
(marzo de 1999)

	Empresas no financieras (en porcentaje del total)			Familias					
				Crédito al consumo (en porcentaje del total)			Préstamos para la adquisición de viviendas (en porcentaje del total)		
	hasta un año	de uno a cinco años	a más de cinco años	hasta un año	de uno a cinco años	a más de cinco años	hasta un año	de uno a cinco años	a más de cinco años
Bélgica	35	20	45	4	77	18	0	1	99
Alemania	29	10	61	20	20	59	1	6	93
España	38	22	40	18	42	40	1	3	97
Francia	29	16	55	12	66	22	0	4	96
Irlanda	44	22	34	78	18	4	0	10	90
Italia	51	23	25	31	49	20	2	4	94
Luxemburgo	67	11	22	13	83	5	4	2	94
Países Bajos	34	8	58	52	28	20	1	5	94
Austria	37	13	50	18	16	66	2	5	93
Portugal	63	18	19	35	53	12	1	2	97
Finlandia	20	22	58	38	21	41	1	3	96
Zona del euro	36	15	49	20	36	44	1	5	94

Como muestra el cuadro 7, para la zona del euro en su conjunto, casi la mitad de los préstamos a las empresas no financieras tienen vencimiento a más de cinco años. La participación más alta de los préstamos a largo plazo a empresas no financieras corresponde a Alemania (61%), seguida de Holanda (58%), Finlandia (58%) y Francia (55%). Por el contrario, en algunos países, las empresas no financieras se financian en gran parte por medio de préstamos con plazo de vencimiento en origen menor o igual a un año (Italia, Luxemburgo y Portugal).

En cuanto a las familias, la participación del crédito al consumo con vencimiento a más de cinco años, es del 44% (véase cuadro 7), mientras que

el 94% del saldo vivo de los préstamos de las IFM concedidos para adquisición de viviendas (que incluye los préstamos para obras y mejoras en las viviendas) pertenece a este tramo de vencimientos. Aunque existen algunas diferencias en la estructura del crédito para el consumo entre los países de la zona del euro, la estructura de los préstamos para adquisición de viviendas es relativamente uniforme, ya que, en todos los casos, al menos el 90% de los préstamos para la adquisición de viviendas tiene un plazo de vencimiento en la emisión de más de cinco años. Sin embargo, como anteriormente se señalaba, pueden existir diferencias entre países en cuanto a la participación de los préstamos para la adquisición de viviendas a tipos de interés variable.

## 5 Conclusiones

El presente artículo proporciona una descripción del balance agregado y del balance consolidado del sector de IFM a principios de 1999. El análisis ha mostrado que estos balances son una valiosa fuente de información para el análisis monetario para el conjunto de la zona del euro. Además, el presente artículo manifiesta que existen importantes similitudes, aunque también algunas diferencias, en la estructura financiera de los once Estados miembros de la zona del euro, al inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

Las partidas más importantes de activo y pasivo que aparecen en el balance de las IFM de la zona del euro, son los préstamos y los depósitos. Los datos de marzo de 1999 muestran que la participación de cada país, en relación a estas partidas (incluyendo las posiciones intra-IFM) es similar a la de su participación en los activos y pasivos totales de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema.

En lo que se refiere a otros activos y pasivos, hay que destacar algunas diferencias entre países. Los valores de renta fija emitidos por las IFM son especialmente relevantes en el caso de Alemania, y de menor importancia relativa en las IFM residentes en Francia y España. Los valores del mercado monetario se concentran principalmente en Francia, pero las IFM residentes en Luxem-

burgo emiten y mantienen, también, un volumen significativo de los mismos, especialmente cuando se considera el pequeño tamaño de la economía de este país.

Considerando con mayor detalle la estructura de plazos de los depósitos del sector tenedor de dinero, los depósitos a plazo son los más importantes en el conjunto de la zona del euro. Los depósitos a la vista y los depósitos disponibles con preaviso suponen, también, porcentajes significativos sobre el total de depósitos la zona del euro. Más de la mitad de los depósitos a plazo, son a largo plazo (es decir, con vencimiento a más de dos años). Por el contrario, los depósitos disponibles con preaviso son fundamentalmente a corto plazo.

La estructura por plazos de los depósitos del sector tenedor de dinero muestra algunas diferencias entre países, que resultan más destacadas en plazos concretos. Este es el caso, por ejemplo, de los depósitos disponibles con preaviso, cuyo uso no está extendido en toda la zona del euro. Los depósitos disponibles con preaviso de más de tres meses, existen casi exclusivamente en Alemania, pero representan tan solo una parte relativamente pequeña del volumen total de depósitos del sector tenedor de dinero de la zona del euro. Además, los depósitos a plazo de más de dos años se concentran en

su mayor parte en Alemania y Francia y las cesiones temporales son importantes principalmente en España, Francia e Italia.

Considerando el desglose de los datos de préstamos por sectores, por tipos de préstamo y por plazo de vencimiento en la emisión, hay que subrayar que los préstamos a las familias representan la mayor parte de los préstamos al sector privado no financiero en la zona del euro. En lo que se refiere a los préstamos a las familias, el crédito para la adquisición de viviendas es el

componente más importante en todos los países de la zona del euro, con la excepción de Italia y Luxemburgo. Por último, alrededor de la mitad de los préstamos a las empresas no financieras y el 44% del crédito al consumo, se caracterizan por unos plazos en origen de más de cinco años. Sin embargo, estas participaciones difieren considerablemente entre países. Por el contrario, en todos los países de la zona del euro, una gran proporción de los préstamos para la adquisición de viviendas tienen unos plazos en origen de más de cinco años.



## **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*
	<b>Notas generales</b>	<b>43*</b>

# 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	Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales de ajuste
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999 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
Jul	2	101.753	244.594	12.827	3.832	188.687	142.963	44.991	0
	9	101.753	244.546	12.415	4.002	198.094	152.001	44.991	0
	16	101.753	245.833	12.344	4.140	193.768	148.065	45.001	0
	23	101.754	247.105	11.717	4.364	194.138	146.956	45.001	0
	30	101.754	245.380	12.802	4.162	214.012	166.954	45.001	0

**2. Pasivo**

		Billetes en circulación	Depósitos en euros de entidades financieras de contrapartida de la zona del euro	Cuentas corrientes (incluidos los depósitos vinculados al sistema de reservas mínimas)	Facilidad de depósito	Depósitos a plazo	Operaciones temporales de ajuste	Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	Certificados de deuda emitidos
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999 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
Jul	2	342.556	112.235	112.120	95	0	0	20	10.158
	9	344.694	102.529	102.185	316	0	0	28	10.158
	16	344.405	104.586	104.499	68	0	0	19	10.158
	23	342.580	94.151	92.351	1.788	0	0	12	10.158
	30	345.768	109.826	109.789	27	0	0	10	10.158

*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		
0	97	62	861	24.638	60.185	80.785	698.073	1999 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
0	177	29	527	25.806	60.156	78.537	716.192	Jul 2
0	440	79	583	25.882	60.156	75.867	722.715	9
0	108	133	461	25.700	60.156	77.875	721.569	16
0	1.562	156	463	26.009	60.156	76.639	721.882	23
0	1.465	103	489	25.775	60.156	75.684	739.725	30

								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		
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
40.446	7.158	782	8.994	6.192	82.510	53.231	51.930	716.192	Jul 2
56.382	6.962	757	8.559	6.192	82.510	53.217	50.755	722.715	9
52.128	6.924	741	9.611	6.192	82.510	53.217	51.097	721.569	16
61.172	7.265	716	9.924	6.192	82.510	53.217	53.997	721.882	23
62.055	6.727	871	10.606	6.192	82.510	53.218	51.794	739.725	30



## 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 <sup>1)</sup>	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 subastas<sup>1)</sup>

(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 fijo	Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días 6
			Tipo fijo 3	Tipo marginal 4	Tipo medio ponderado 5	
1999 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
Jul 7	1.282.746	95.000	2,50			14
14	1.247.454	53.000	2,50			14
21	1.479.409	94.000	2,50			14
28	1.342.169	73.000	2,50			14

Operaciones de financiación a más largo plazo						
Fecha de liquidación	Importe solicitado 1	Importe adjudicado 2	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días 6
			Tipo fijo 3	Tipo marginal 4	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
29	64.973	15.000		2,65	2,66	91

Otras operaciones por subasta							
Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe solicitado 1	Importe adjudicado 2	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días 7
				Tipo fijo 3	Tipo marginal 4	Tipo medio ponderado 5	
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 I.4

### Estadísticas de reservas mínimas

#### 1. Pasivos de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas<sup>1) 2)</sup>

(mm de euros; fin de periodo)

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	8.889,8	4.867,1	101,1	158,7	1.223,0	541,0	1.999,0
Jun <sup>(p)</sup>	8.951,2	4.918,0	106,3	151,9	1.238,0	518,5	2.018,6

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 periodos 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 mantenidas<sup>1)</sup>

(mm de euros; tipos de interés en porcentaje)

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias <sup>2)</sup>	Reservas reales mantenidas <sup>3)</sup>	Exceso de reservas <sup>4)</sup>	Incumplimientos <sup>5)</sup>	Tipos de interés sobre las reservas obligatorias <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5
1999 Feb	98,3	99,3	1,1	0,1	3,00
Mar	100,6	101,5	0,9	0,1	3,00
Abr	100,1	100,7	0,6	0,0	2,84
May	100,2	101,0	0,8	0,0	2,50
Jun	100,9	101,5	0,6	0,0	2,50
Jul	102,0	102,7	0,8	0,0	2,50
Ago <sup>(p)</sup>	102,9				

Fuente: BCE.

- 1) Este cuadro contiene datos completos para periodos finalizados de mantenimiento y las reservas obligatorias para el periodo 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 periodo 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 periodo 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

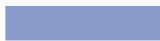
### Posición de liquidez del sistema bancario<sup>1)</sup>

(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 <sup>4)</sup>	Base monetaria <sup>5)</sup>
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Facilidad de depósito	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) <sup>3)</sup>		
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a más largo plazo	Otras operaciones <sup>2)</sup>	Facilidad marginal de crédito						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1999 Feb	328,2	104,6	34,2	30,6	3,8	1,3	329,3	41,1	29,5	100,2	430,8
Mar	323,6	136,4	45,0	0,0	0,4	1,4	326,9	49,9	25,0	102,2	430,5
Abr	338,4	130,1	45,0	0,0	0,7	0,3	331,0	42,9	38,9	101,1	432,4
May	342,5	121,6	45,0	0,0	0,8	0,4	333,8	36,3	38,1	101,3	435,5
Jun	339,8	132,0	45,0	0,0	0,3	0,6	337,0	40,4	37,2	101,9	439,5
Jul	342,4	143,1	45,0	0,0	0,4	0,6	342,1	45,7	39,5	103,0	445,6

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 Eurosistema<sup>1)2)</sup>

[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 <sup>3)</sup>	Activo fijo	Otros activos	Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11				
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	513,4	492,8	20,4	0,2	94,0	1,5	91,9	0,6	8,1	4,0	4,1	425,9	9,4	52,1	1.103,0
Abr	486,7	466,1	20,4	0,2	93,2	1,2	91,3	0,7	8,1	4,0	4,1	435,3	9,7	52,6	1.085,6
May	420,4	399,9	20,4	0,2	93,1	1,6	90,8	0,7	8,2	4,0	4,2	386,8	9,8	51,0	969,4
Jun <sup>4)</sup>	646,2	625,6	20,4	0,2	92,4	1,5	90,0	0,9	8,8	4,4	4,3	499,2	9,8	47,9	1.304,2

#### 2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	Instrumentos del mercado monetario			Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo <sup>3)</sup>	Otros pasivos	Total	
			IFM	Administración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 Ene	339,9	136,3	83,4	50,7	2,2	13,9	16,3	109,2	16,1	62,3	694,0
Feb	339,9	159,2	93,7	61,5	4,0	13,3	16,5	107,4	15,1	63,7	715,1
Mar	340,5	137,9	88,4	46,8	2,7	11,3	17,2	106,6	15,3	66,3	695,1
Abr	343,8	131,3	84,8	44,3	2,2	12,0	16,9	105,6	16,4	68,4	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	454,4	391,4	55,1	7,9	4,9	5,3	138,0	97,7	54,5	1.103,0
Abr	349,6	432,0	386,8	38,8	6,4	4,9	5,3	138,9	104,8	50,2	1.085,6
May	353,0	358,8	308,6	42,7	7,5	4,9	5,3	137,4	60,9	49,1	969,4
Jun <sup>4)</sup>	355,8	581,6	529,6	44,1	7,8	4,9	5,3	141,3	170,8	44,5	1.304,2

Fuente: BCE.

- 1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes a la zona del euro.
- 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, de 40 mm de euros a final de mayo y de 149 mm de euro a final de junio.

## Cuadro 2.2

### Balance agregado de las IFM de la zona del euro, excluyendo el Eurosistema<sup>1)</sup>

[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								
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11					12
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	9.281,9	3.248,5	810,5	5.223,0	2.136,5	789,4	1.139,9	207,2	95,8	497,9	115,3	382,6	1.613,8	246,5	852,2	14.724,6
	Jun <sup>(a)</sup>	9.409,6	3.289,0	815,6	5.305,0	2.126,4	801,5	1.115,8	209,1	96,6	484,0	112,1	371,9	1.633,5	248,3	871,5	14.870,0

#### 2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Otras AAPP y otros 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				
		1	2	3	4									5			
															IFM	Administración Central	A la vista
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	0,5	8.339,6	3.369,6	85,2	4.884,8	1.427,9	1.970,6	1.313,0	173,3	296,3	2.230,6	187,7	767,7	1.660,8	1.241,5	14.724,6
	Jun <sup>(a)</sup>	0,5	8.407,5	3.401,9	87,6	4.917,9	1.473,5	1.959,8	1.317,0	167,6	294,0	2.253,4	175,5	776,4	1.671,5	1.291,2	14.870,0

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 Eurosistema<sup>1)2)</sup>

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

#### 1. Activo: saldos

											Total	
	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 <sup>4)</sup>	Activo fijo	Otros activos		
	1	AAPP 2	Otros residentes en la zona del euro 3	4	AAPP 5	Otros residentes en la zona del euro 6						
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	1.412,0	1.214,7	197,2	358,6	2.066,8	253,1	916,1	11.010,2
	Abr	6.019,8	831,9	5.187,9	1.414,3	1.212,4	201,9	372,1	2.064,4	255,1	888,0	11.013,7
	May	6.054,0	830,9	5.223,1	1.438,7	1.230,7	207,9	386,8	2.000,7	256,2	871,4	11.007,7
	Jun <sup>6)</sup>	6.141,1	836,0	5.305,1	1.415,8	1.205,8	210,0	376,3	2.132,7	258,1	887,1	11.211,1

#### 2. Pasivo: saldos

														Total	
	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Depósitos de 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 <sup>4)</sup>	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM		
				A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales								
1	2	3	4	5	6	7	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	13,4	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	769,1	1.716,5	1.382,1	35,4	11.010,2
	Abr	319,9	123,5	4.874,4	1.408,3	1.980,2	1.313,0	173,0	388,5	1.434,5	780,5	1.738,9	1.334,7	18,9	11.013,7
	May	321,6	127,9	4.892,3	1.435,3	1.970,6	1.313,0	173,4	393,1	1.444,9	785,8	1.721,7	1.290,6	29,8	11.007,7
	Jun <sup>6)</sup>	324,1	131,8	4.925,7	1.481,3	1.959,8	1.317,0	167,6	377,6	1.455,8	801,2	1.842,3	1.335,7	16,9	11.211,1

Fuente: BCE.

- 1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de las 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 de euros a final de marzo, de 84 mm de euros a final de abril, de 40 mm de euros a final de mayo y de 149 mm de euros a final de junio.

[mm de euros (sin desestacionalizar)]

### 3. Activo: flujos<sup>3)</sup>

		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	90,5
	Mar	31,0	-1,9	32,9	19,2	15,1	4,2	16,5	40,4	1,5	-23,6	85,0
	Abr	39,2	5,0	34,2	7,8	7,4	0,3	8,6	-6,4	0,3	23,2	72,7
	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	13,3	-6,7	-104,5	-34,3
	Jul	39,9	-4,3	44,1	-11,7	-17,3	5,6	-6,8	-17,1	-4,7	46,0	45,6
	Ago	1,5	2,4	-0,9	-0,4	-0,9	0,5	-6,7	-3,2	1,0	-6,0	-13,7
	Sep	57,7	3,3	54,4	-4,8	-5,6	0,8	1,9	47,3	0,6	8,4	111,2
	Oct	40,3	5,9	34,4	12,0	8,5	3,5	0,9	-1,4	2,2	0,3	54,4
	Nov	53,6	6,7	46,9	-3,7	1,7	-5,5	13,5	26,3	2,4	13,7	105,6
	Dic	63,5	1,1	62,4	-40,9	-33,7	-7,2	17,4	-60,1	2,1	-9,2	-27,3
1999	Ene	66,1	0,9	65,1	16,8	17,1	-0,2	9,7	112,3	-0,2	151,9	356,6
	Feb	7,0	0,3	6,7	8,3	12,2	-3,9	5,5	-133,9	-1,2	20,2	-94,1
	Mar	45,9	-3,8	49,7	9,8	8,1	1,7	19,3	66,1	0,8	-88,4	53,5
	Abr	14,9	-8,8	23,7	3,2	-1,4	4,6	13,5	-17,7	2,0	-28,1	-12,3
	May	33,3	-1,1	34,4	24,1	18,2	5,9	14,7	-75,6	1,1	-16,6	-19,0
	Jun <sup>(p)</sup>	85,5	5,0	80,5	-24,0	-26,0	1,9	-11,1	117,8	1,7	15,3	185,1

### 4. Pasivo: flujos<sup>3)</sup>

		Electivo 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 <sup>4)</sup>	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total	
				A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	Feb	0,4	13,3	10,9	3,7	4,7	3,2	-0,8	1,8	20,6	0,5	38,0	-7,6	12,6	90,5
	Mar	0,0	-20,4	-0,9	27,5	-25,6	1,3	-4,1	1,3	14,7	12,5	42,3	8,2	27,2	85,0
	Abr	3,0	2,0	25,8	14,8	16,9	-0,4	-5,6	10,1	8,2	-11,2	-3,4	53,3	-15,1	72,7
	May	2,4	-6,5	21,5	19,2	-1,2	1,9	1,6	-1,3	6,1	7,4	1,4	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	5,0	-77,5	-19,6	-34,3
	Jul	5,2	8,2	-23,8	-39,7	4,3	-0,6	12,1	7,4	11,5	-1,0	-3,8	24,9	17,0	45,6
	Ago	-5,7	8,8	-3,7	-8,9	10,8	1,7	-7,3	3,8	3,1	-0,1	-7,6	-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	63,3	25,5	17,3	111,2
	Oct	1,5	-1,6	16,4	4,6	-2,1	3,2	10,6	6,0	-1,7	-1,2	43,0	-3,2	-4,8	54,4
	Nov	0,9	-6,7	22,3	41,1	-1,6	2,6	-19,9	3,0	4,7	-1,8	42,8	10,3	30,3	105,6
	Dic	9,5	1,3	103,8	70,1	21,3	32,9	-20,5	-19,2	-19,6	-10,0	-76,5	-46,3	29,8	-27,3
1999	Ene	-9,4	-6,4	34,5	23,7	-2,4	14,6	-1,4	13,6	26,9	13,6	158,8	167,9	-42,8	356,6
	Feb	-0,6	8,3	-24,3	-27,4	-11,5	2,5	12,1	14,9	13,7	-3,0	-83,3	-60,2	40,3	-94,1
	Mar	4,8	-5,2	13,9	10,8	11,0	-2,9	-5,1	-0,4	11,6	14,4	39,1	-41,5	16,9	53,5
	Abr	2,1	-17,4	9,4	16,1	-3,3	3,3	-6,7	20,3	16,1	11,9	9,3	-47,9	-16,2	-12,3
	May	1,7	4,4	16,6	26,5	-10,3	0,0	0,4	4,4	9,0	6,2	-29,3	-43,1	10,9	-19,0
	Jun <sup>(p)</sup>	2,4	3,9	31,9	45,5	-11,7	3,9	-5,9	-16,6	9,4	17,0	105,9	44,9	-13,7	185,1



## Cuadro 2.4

### Agregados monetarios<sup>1)2)</sup>

[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 <sup>3)</sup>			
				Índice, Dic.98=100 <sup>3)</sup>	Índice, Dic.98=100 <sup>3)</sup>							
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	319,9	1.472,1	1.792,0	100,93	870,5	1.254,1	3.916,6	100,46	173,0	388,5	53,5
	May	321,6	1.495,7	1.817,3	102,33	861,4	1.258,2	3.936,9	100,95	173,4	393,1	60,2
	Jun <sup>6)</sup>	324,1	1.542,5	1.866,5	105,07	844,2	1.263,5	3.974,3	101,88	167,6	377,6	56,4

#### 2. Flujos<sup>4)</sup>

		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 <sup>4)</sup>			
				Índice, Dic.98=100 <sup>3)</sup>	Índice, Dic.98=100 <sup>3)</sup>							
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	9,5	-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	7,4	-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	-1,7
	Abr	2,1	17,7	19,8	11,2	-6,3	4,9	18,4	6,1	-6,7	20,3	1,7
	May	1,7	23,2	25,0	11,4	-9,7	4,1	19,3	6,0	0,4	4,4	6,5
	Jun <sup>6)</sup>	2,4	46,2	48,7	11,2	-17,8	5,3	36,2	6,2	-5,9	-16,6	-4,0

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 4. La variación porcentual del índice entre dos fechas dadas corresponde a la variación del agregado excluyendo las reclasificaciones, etc.
- Calculados a partir de las diferencias mensuales de saldos ajustadas por reclasificaciones, revaluaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

M3			Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM							
Total	Indice, Dic.98=100 <sup>3)</sup>		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	97,52		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	97,08		1.236,5	1.026,6		209,9	1.294,6	712,0	3.243,0	Ago
4.312,1	96,98		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	769,1	3.365,5	Mar
4.531,5	101,46		1.229,3	1.110,6		118,7	1.381,0	780,5	3.390,8	Abr
4.563,6	102,15		1.225,3	1.110,2		115,2	1.384,6	785,8	3.395,8	May
4.575,9	102,37		1.230,7	1.116,6		114,2	1.399,4	801,2	3.431,3	Jun <sup>(p)</sup>

M3			Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM							
Total	Tasa interanual de variación <sup>3)</sup>	Media móvil <sup>3)</sup>	Depósitos				Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	Total	
12	13	14	15	16	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	
-4,3	4,4	4,6	-0,9	-0,4	-0,6	7,1	4,0	10,2	Sep	
30,3	4,8	4,6	-4,4	-4,2	-0,2	-4,8	-1,2	-10,4	Oct	
27,3	4,6	4,7	-4,0	-4,4	0,4	7,6	-1,8	1,8	Nov	
76,5	4,7	5,0	11,4	5,9	5,5	-6,1	-10,0	-4,7	Dic	
34,3	5,7	5,2	3,7	4,7	-1,0	28,2	13,6	45,5	1999 Ene	
-14,2	5,1	5,3	2,4	3,7	-1,3	12,3	-3,0	11,8	Feb	
11,4	5,2	5,1	2,7	3,5	-0,8	13,3	14,4	30,4	Mar	
33,7	5,0	5,1	0,9	3,2	-2,2	14,3	11,9	27,2	Abr	
30,7	5,2	5,1	-4,2	-0,7	-3,5	2,5	6,2	4,5	May	
9,8	5,0	-	5,1	6,1	-1,0	13,4	17,0	35,5	Jun <sup>(p)</sup>	

## Cuadro 2.4

### Agregados monetarios<sup>1)2)</sup>

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

#### 3. Saldos a fin de período desestacionalizados

		M3									
		M2				Instrumentos de mercado <sup>5)</sup>				Total	Índice <sup>3)</sup>
		M1		Otros depósitos a corto plazo <sup>4)</sup>		Total	Índice <sup>3)</sup>	Total	Índice <sup>3)</sup>		
		Total	Índice <sup>3)</sup>	Total	Índice <sup>3)</sup>						
	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	95,51
	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	96,70
	Jun	1.643,0	92,56	2.072,6		3.715,6	95,44	605,5		4.321,1	97,11
	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	97,51
	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	632,1		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		4.521,6	101,34
	May	1.815,7	102,24	2.115,4		3.931,1	100,84	611,8		4.542,9	101,79
	Jun <sup>6)</sup>	1.830,6	103,05	2.118,2		3.948,9	101,27	601,2		4.550,0	101,89

#### 4. Flujos desestacionalizados<sup>6)</sup>

		M3									
		M2				Instrumentos de mercado <sup>5)</sup>				Total	Variación mensual (%)
		M1		Otros depósitos a corto plazo <sup>4)</sup>		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	0,6
	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	13,9	0,9	2,0	0,1	15,8	0,4	2,1	0,4	18,0	0,4
	Jul	2,4	0,1	-1,4	-0,1	0,9	0,0	19,5	3,2	20,5	0,5
	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	16,5	0,4
	Oct	11,2	0,7	1,1	0,1	12,3	0,3	20,9	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	36,7	0,9	-3,3	-0,5	33,5	0,7
	Abr	17,6	1,0	-15,0	-0,7	2,6	0,1	8,5	1,4	11,0	0,2
	May	12,4	0,7	4,4	0,2	16,8	0,4	3,2	0,5	20,0	0,4
	Jun <sup>6)</sup>	14,5	0,8	2,1	0,1	16,6	0,4	-12,0	-2,0	4,6	0,1

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 6. La variación porcentual del índice entre las fechas dadas corresponde a la variación del agregado excluyendo las reclasificaciones, etc.
- 4) Otros depósitos a corto plazo incluye depósitos a plazo hasta dos años y depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses.
- 5) Instrumentos de mercado incluye cesiones temporales, participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario, además de valores distintos de acciones emitidos hasta 2 años.
- 6) 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<sup>1)</sup>

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

		Empresas no financieras <sup>2)</sup>				Hogares <sup>2)</sup>						Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares <sup>2)</sup>	
		1	2	3	4	5	Crédito al consumo <sup>3)</sup>			Crédito para compra de vivienda <sup>3)</sup>			
							6	7	8	9	10		11
1998 Dic		2277,6	813,4	321,3	1142,9	2482,7	84,8	128,2	199,8	28,2	48,7	1409,9	37,2
1999 Mar <sup>4)</sup>		2277,5	819,8	349,4	1108,3	2538,5	86,8	149,3	186,1	15,4	73,1	1459,4	35,4

Fuente: BCE.

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

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

3) 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 0.2.2<sup>1)</sup> y TRAMO/SEATS<sup>2)</sup> (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 euro<sup>1)</sup>

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

#### Saldos de pasivos

##### 1. Depósitos colocados por residentes en la zona del euro

		IFM Total monedas							No IFM Total monedas								
		Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Euro <sup>2)</sup>	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	3370,9	2978,4	43,2	349,4	244,5	27,2	51,2	26,5	5008,0	4863,2	19,5	125,4	90,0	13,1	13,2	9,1
1999	Mar <sup>3)</sup>	3761,9	3302,5	47,5	411,9	290,7	30,4	54,4	36,4	5002,6	4851,8	23,2	127,6	88,1	14,3	14,5	10,7

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

		Bancos <sup>3)</sup> Total monedas							No Bancos Total monedas								
		Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Euro <sup>2)</sup>	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	1166,3	478,4	122,2	565,7	432,3	56,2	50,8	26,4	367,4	155,3	32,9	179,1	131,4	23,1	11,9	12,8
1999	Mar <sup>3)</sup>	1291,3	555,6	131,4	604,2	465,7	53,7	53,9	31,0	418,0	179,2	39,5	199,0	147,3	25,2	12,5	14,0

##### 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 <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Total monedas	Euro <sup>2)</sup>	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	2097,6	1885,2	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 <sup>3)</sup>	2182,5	1977,3	27,0	178,2	108,2	27,0	28,3	14,7	183,3	167,6	0,8	15,0	12,8	0,8	1,3	0,2

Fuente: BCE.

1) Los datos se han revisado 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 Total monedas								No IFM Total monedas							
	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas					
				Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras				Dólar estadounidense	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	.	.	.	.	.	.	5.937,1	5.764,1	26,1	146,9	79,7	15,1	49,1	3,1	
1999 Mar <sup>(9)</sup>	3.728,4	.	.	.	.	.	.	6.002,8	5.803,8	20,0	179,0	99,5	18,7	54,2	6,7	

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

	IFM Total monedas								No IFM Total monedas							
	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas					
				Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras				Dólar estadounidense	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	10,8	30,6	16,4	9,2	2,8	2,3
1999 Mar <sup>(9)</sup>	763,0	728,7	7,8	26,5	17,7	5,3	1,2	2,2	1.412,8	1.376,1	4,2	32,5	17,6	11,6	2,4	0,9

### 6. Préstamos a no residentes en la zona del euro

	Bancos <sup>3)</sup> Total monedas								No Bancos Total monedas							
	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas					
				Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras				Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 Dic	973,5	378,2	80,6	514,6	374,5	74,1	27,1	38,9	379,3	152,7	26,7	200,0	173,7	8,3	13,4	4,6
1999 Mar <sup>(9)</sup>	1.004,3	435,6	109,4	459,7	326,9	62,5	27,1	43,2	384,7	139,9	28,3	216,6	189,3	7,8	14,2	5,4

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

	Bancos <sup>3)</sup> Total monedas								No Bancos Total monedas							
	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas					
				Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras				Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Otras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 Dic	69,3	18,8	9,9	40,7	27,7	5,0	0,8	7,2	312,9	47,0	32,0	233,9	178,3	33,1	4,1	18,4
1999 Mar <sup>(9)</sup>	77,5	19,2	10,0	48,3	34,4	5,1	0,9	7,9	395,4	51,4	31,4	312,6	252,3	30,9	4,3	25,1

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

**Cuadro 3.1**

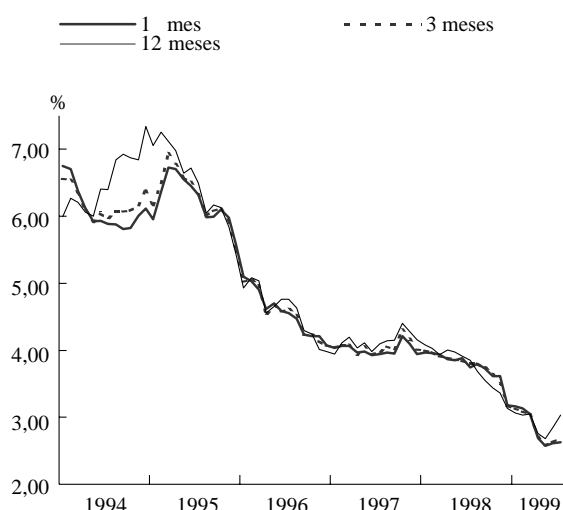
**Tipos de interés del mercado monetario<sup>1)</sup>**

(en porcentaje)<sup>2)</sup>

	Zona del euro <sup>3)4)</sup>					Estados Unidos <sup>5)</sup>	Japón <sup>5)</sup>
	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 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	3,13	3,10	3,06	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
Jul	2,52	2,63	2,68	2,90	3,03	5,30	0,12
1999 Jul 2	2,58	2,64	2,66	2,84	2,96	5,28	0,12
9	2,54	2,62	2,67	2,87	2,99	5,29	0,13
16	2,62	2,65	2,69	2,93	3,07	5,33	0,12
23	1,87	2,63	2,69	2,93	3,09	5,29	0,09
30	2,58	2,63	2,69	2,97	3,13	5,38	0,12

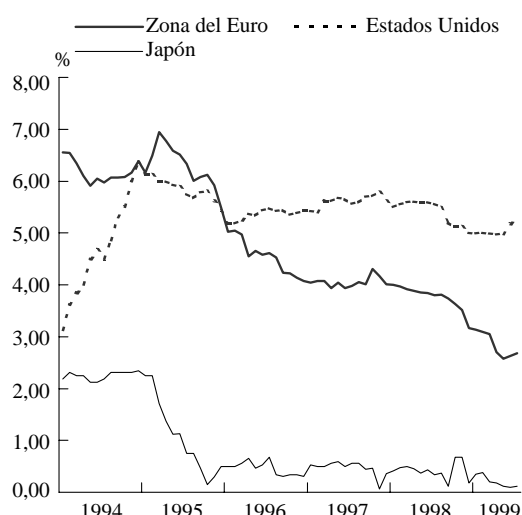
**Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro**

(mensual)



**Tipos a 3 meses del mercado monetario**

(mensual)



Fuentes: Reuters y BCE.

- 1) Hasta diciembre de 1998, tipos ofrecidos en la toma de depósitos; a partir de entonces, tipos de oferta.
- 2) Hasta diciembre de 1998, datos fin de periodo, a partir de entonces, medias del periodo.
- 3) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.
- 4) A partir de enero de 1999, la columna 1 recoge el tipo de interés a un día para la zona del euro (EONIA); el resto de tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro son, a partir de enero de 1999, los tipos interbancarios de oferta de la zona del euro (EURIBOR).
- 5) A partir de febrero de 1999, tipos de oferta en el interbancario de Londres (LIBOR).

### Cuadro 3.2

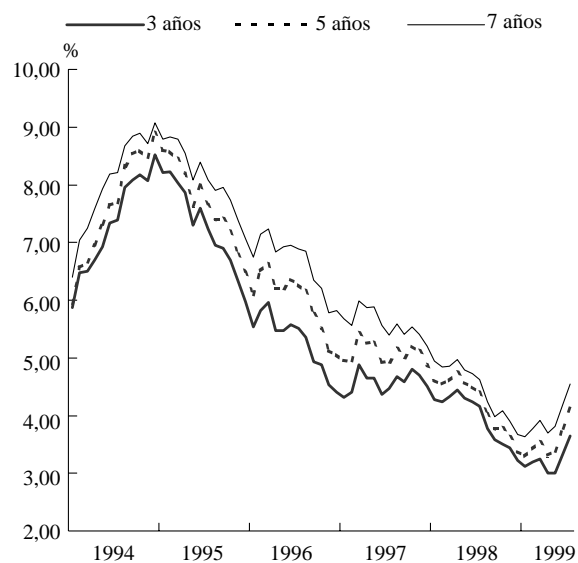
#### Rendimientos de la deuda pública<sup>1)</sup>

(en porcentaje)

	Zona del euro <sup>2)</sup>					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 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
Jul	3,30	3,64	4,13	4,55	4,86	5,80	1,69
1999 Jul 2	3,22	3,54	4,01	4,47	4,78	5,83	1,66
9	3,30	3,68	4,20	4,61	4,91	5,82	1,67
16	3,37	3,75	4,24	4,62	4,91	5,70	1,76
23	3,46	3,64	4,11	4,52	4,82	5,83	1,68
30	3,43	3,81	4,32	4,69	4,99	5,93	1,77

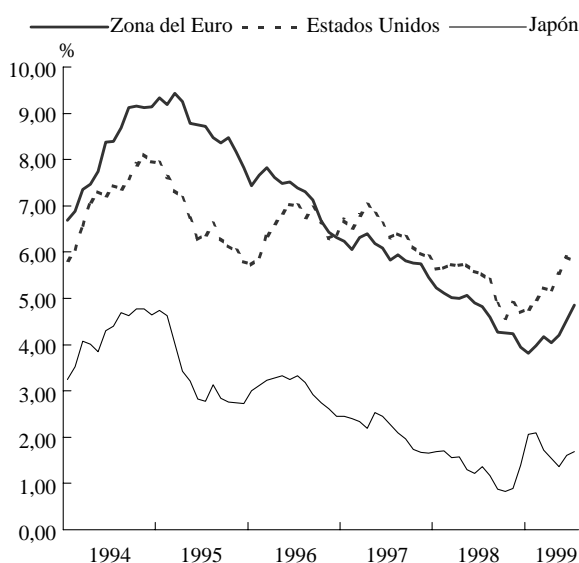
#### Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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

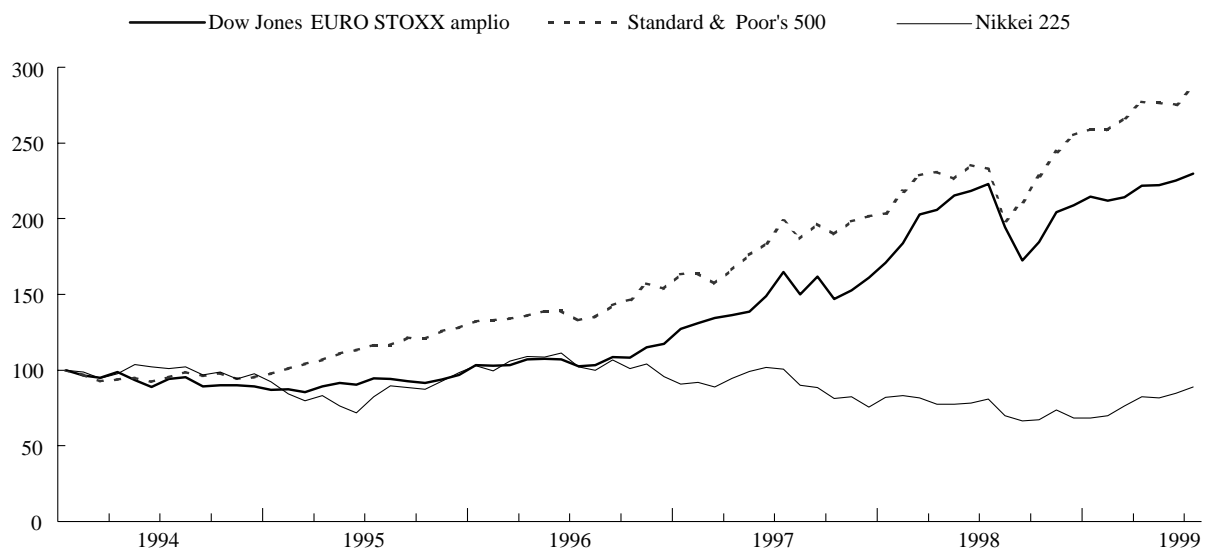
#### Índices de los mercados bursátiles

(niveles del índice en puntos) <sup>1)</sup>

		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		
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	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
	Jul	328,07	3.846,24	190,82	168,19	487,34	316,01	246,24	277,97	379,94	481,62	302,28	1.380,99	18.008,62
1999	Jul 2	331,34	3.888,11	184,03	170,35	494,23	306,08	250,51	283,41	380,86	489,03	309,04	1.380,96	17.932,47
	9	336,91	3.962,42	192,76	171,13	501,72	325,64	253,39	285,83	379,15	490,57	309,85	1.403,28	17.937,73
	16	336,31	3.952,20	197,60	170,36	488,87	330,76	248,67	281,56	394,02	504,32	304,89	1.418,78	18.248,30
	23	318,89	3.723,55	191,68	165,16	484,10	305,16	240,51	272,61	372,09	464,17	295,99	1.356,94	17.534,44
	30	312,35	3.638,62	190,10	162,42	467,49	305,26	235,95	267,88	365,41	456,03	288,16	1.328,72	17.861,86

#### 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

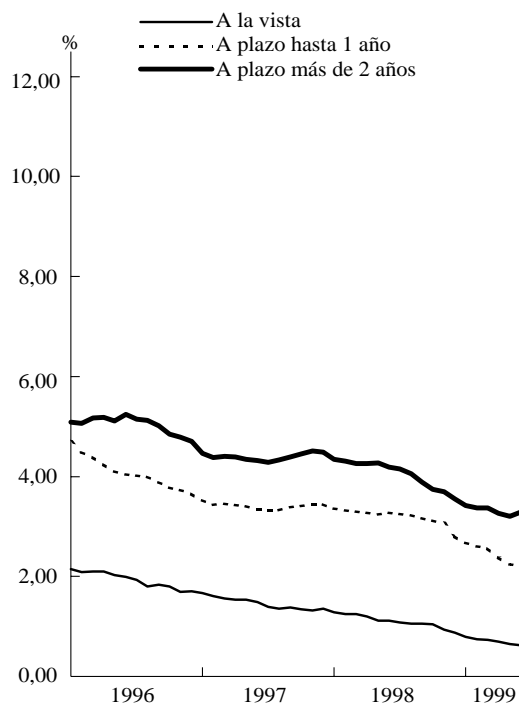
#### Tipos de interés de operaciones bancarias

(en porcentaje; medias del periodo)

	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
1996	1,94	4,09	4,69	5,04	3,05	3,16	8,92	.	11,56	7,46
1997	1,46	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,62	6,64	10,61	6,63
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,74	5,80	10,04	5,87
1998 Jun	1,12	3,27	3,28	4,18	2,58	3,34	6,78	5,90	10,07	5,98
Jul	1,08	3,26	3,26	4,15	2,56	3,29	6,65	5,84	10,02	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	6,02	5,04	9,59	5,10
Feb	0,74	2,60	2,60	3,37	2,33	2,78	5,93	5,00	9,52	5,02
Mar	0,73	2,57	2,56	3,37	2,30	2,79	5,84	4,99	9,50	5,06
Abr	0,70	2,39	2,39	3,26	2,26	2,61	5,67	4,81	9,36	4,91
May	0,65	2,25	2,25	3,21	2,16	2,48	5,56	4,73	9,30	4,84
Jun	0,62	2,22	2,22	3,29	2,15	2,45	5,50	4,79	9,32	4,96

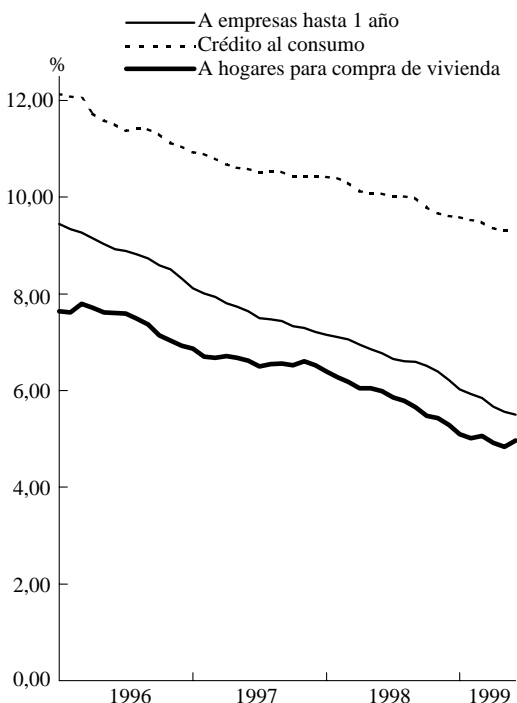
#### Tipos de interés de operaciones pasivas

(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.

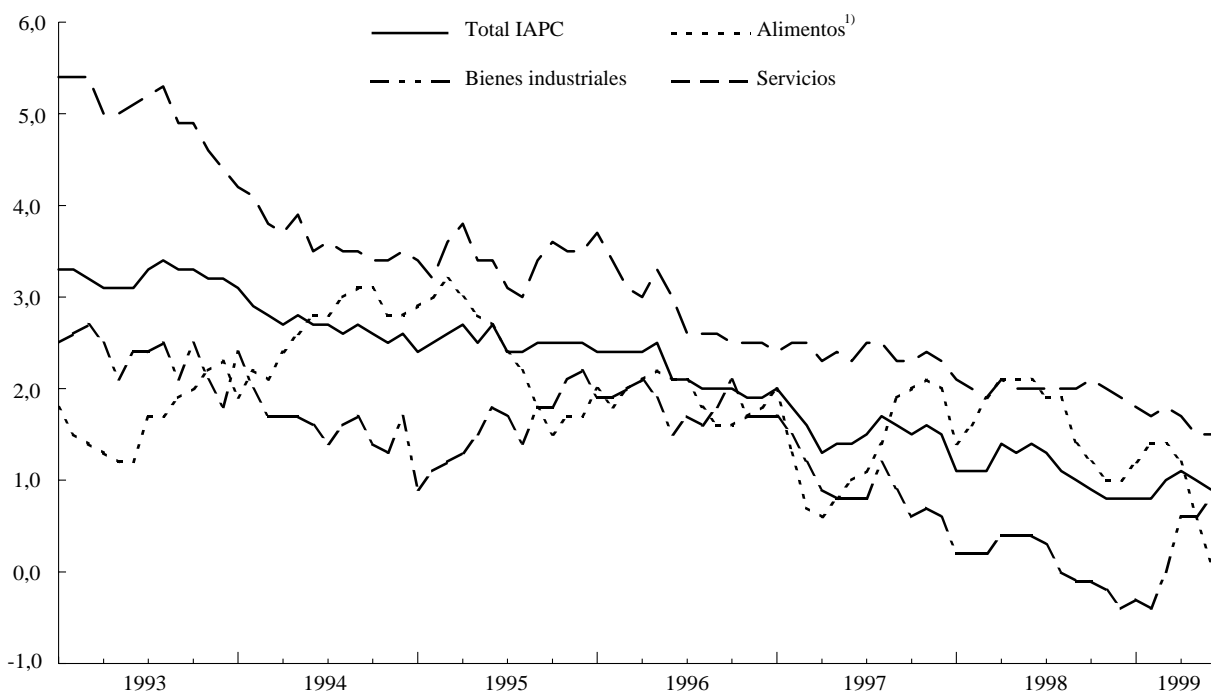
## 4 IAPC y otros precios en la zona del euro

**Cuadro 4. I**

### Índice Armonizado de Precios de Consumo

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Total (índice 1996 = 100)	Total								Servicios
		Bienes	Alimentos <sup>1)</sup>			Bienes industriales	Bienes industriales no energéticos		Energía	
			Alimentos elaborados <sup>2)</sup>	Alimentos no elaborados						
Ponderación sobre el total (%) <sup>2)</sup>	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 II	102,8	1,3	1,0	2,1	1,6	2,8	0,4	0,9	-1,4	2,0
1998 III	102,9	1,1	0,7	1,7	1,4	2,1	0,1	1,0	-3,2	2,0
1998 IV	102,8	0,8	0,2	1,1	1,2	0,8	-0,2	0,9	-4,4	2,0
1999 I	103,1	0,8	0,3	1,3	1,2	1,5	-0,2	0,8	-3,8	1,7
1999 II	103,8	1,0	0,6	0,6	0,9	0,3	0,6	0,6	0,8	1,6
1998 Jun	102,9	1,4	1,0	2,1	1,6	2,9	0,4	1,0	-1,7	2,0
1998 Jul	102,9	1,3	0,9	1,9	1,6	2,5	0,3	1,0	-1,9	2,0
1998 Ago	102,9	1,1	0,6	1,9	1,5	2,4	0,0	1,0	-3,8	2,0
1998 Sep	102,9	1,0	0,4	1,4	1,3	1,5	-0,1	1,0	-3,9	2,0
1998 Oct	102,8	0,9	0,3	1,2	1,3	1,1	-0,1	1,0	-4,0	2,1
1998 Nov	102,8	0,8	0,2	1,0	1,2	0,6	-0,2	0,9	-4,4	2,0
1998 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
1999 Feb	103,1	0,8	0,2	1,4	1,3	1,5	-0,4	0,7	-4,3	1,7
1999 Mar	103,4	1,0	0,5	1,4	1,1	1,8	0,0	0,7	-2,8	1,8
1999 Abr	103,7	1,1	0,8	1,2	1,1	1,2	0,6	0,6	0,3	1,7
1999 May	103,8	1,0	0,6	0,6	0,8	0,4	0,6	0,6	0,5	1,5
1999 Jun	103,8	0,9	0,5	0,1	0,7	-0,7	0,8	0,6	1,4	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 periodo 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 <sup>1)</sup>		
	Total excluida construcción (índice 1995=100)	Total excluida construcción	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Bienes de consumo		Construcción <sup>2)</sup>	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	1,9	2,2	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	12,9	
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	-24,2	-18,2
	IV	99,4	-2,3	-2,2	-4,5	0,3	-0,2	0,1	-0,3	0,3	-30,0	-20,5
1999	I	98,8	-2,6	-2,1	-4,8	0,2	0,0	0,2	-0,2	0,8	-17,6	-16,0
	II	.	.	.	.	.	.	.	.	5,9	-8,3	
1998	Jul	100,6	-0,8	-0,6	-2,1	0,7	0,6	0,4	0,6	-	-21,1	-14,5
	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	-	-25,2	-21,0
	Oct	99,8	-2,0	-1,9	-4,1	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-	-30,5	-23,5
	Nov	99,4	-2,4	-2,2	-4,6	0,3	-0,2	0,1	-0,4	-	-28,6	-18,4
	Dic	99,1	-2,6	-2,3	-4,9	0,3	-0,1	0,2	-0,3	-	-30,8	-19,4
1999	Ene	98,8	-2,7	-2,4	-5,1	0,2	-0,1	0,3	-0,3	-	-23,3	-17,2
	Feb	98,7	-2,7	-2,3	-5,1	0,2	-0,1	0,2	-0,1	-	-20,6	-16,0
	Mar	99,0	-2,3	-1,8	-4,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2	-	-8,4	-14,6
	Abr	99,6	-1,6	-1,2	-3,3	0,3	.	0,2	.	-	0,2	-12,6
	May	99,7	-1,4	-1,0	-2,8	0,0	.	0,1	.	-	5,1	-7,8
	Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	-	12,9	-4,2
	Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	-	22,7	-2,3

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

	Deflatores del producto interior bruto <sup>3)</sup> (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	2,6	2,8	2,8	1,5	1,7	3,5	3,6
1996	102,1	2,1	2,5	2,4	0,8	2,0	3,3	3,5
1997	103,7	1,6	2,1	1,5	1,0	0,6	2,5	3,0
1998	105,4	1,7	1,5	1,1	0,5	.	.	.
1996	III	102,2	1,8	2,3	2,1	0,5	1,9	3,2
	IV	102,7	1,7	2,2	2,6	0,6	1,4	2,8
1997	I	103,2	1,6	2,0	1,8	0,9	1,9	2,8
	II	103,5	1,6	1,8	2,1	0,9	0,5	2,7
	III	103,8	1,5	2,1	1,4	0,9	0,2	2,2
	IV	104,2	1,5	1,9	1,7	1,0	-0,1	2,1
1998	I	104,9	1,6	1,6	1,3	0,5	-2,0	0,9
	II	105,2	1,6	1,5	1,3	0,6	-0,5	1,1
	III	105,5	1,6	1,1	2,0	0,2	-0,3	1,1
	IV	105,7	1,5	0,9	1,7	0,0	.	.
1999	I	106,1	1,2	0,9	1,0	0,1	.	.

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, principalmente, según el SEC 95.

## 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]<sup>1)</sup>

	PIB	Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones <sup>2)</sup>	Importaciones <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7
1995	5.302,3	5.203,2	2.993,6	1.089,4	1.093,4	1.568,0	1.469,0
1996	5.373,5	5.250,9	3.035,8	1.105,9	1.104,6	1.638,5	1.515,9
1997	5.499,0	5.346,5	3.076,9	1.113,6	1.130,5	1.796,4	1.643,9
1998	5.651,9	5.526,6	3.156,5	1.130,5	1.179,3	1.906,1	1.780,8
1998 I	1.402,8	1.370,2	782,7	282,9	292,9	472,9	440,3
II	1.409,9	1.375,0	786,4	283,6	290,7	479,5	444,7
III	1.418,2	1.385,5	791,4	282,7	297,4	480,1	447,5
IV	1.421,0	1.395,8	796,1	281,3	298,3	473,6	448,4
1999 I	1.427,8	1.405,7	804,7	287,0	305,9	472,4	450,3

(tasas interanuales de variación)<sup>1)</sup>

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

#### 2. Otros indicadores de la economía real

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Producción industria <sup>3)</sup>								Comercio al por menor precios constantes	Matriculaciones de turismo 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	2,6	7,3	.	.	-0,4	2,0	0,3
1996	100,5	0,4	0,1	-0,1	1,7	0,1	-0,3	-2,5	1,1	6,6
1997	104,9	4,4	5,0	5,4	4,8	2,8	2,6	-1,0	0,8	3,9
1998	109,1	4,0	4,5	3,9	6,6	6,3	1,4	-0,6	2,6	7,6
1998 II	109,2	4,6	5,3	4,6	7,1	6,9	2,4	-0,2	1,8	2,8
III	109,5	3,9	4,2	3,1	6,6	6,4	2,0	-1,5	2,8	7,4
IV	109,1	1,4	1,3	0,3	3,8	4,5	-0,5	-3,6	3,0	7,5
1999 I	108,9	0,1	-0,3	-0,9	0,6	0,9	0,7	0,7	2,5	7,1
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,0
1998 Jun	109,1	3,5	4,0	3,7	5,3	5,6	1,7	-0,8	2,6	4,8
Jul	110,0	4,2	4,6	3,5	7,4	6,5	2,8	-0,3	3,5	7,2
Ago	108,9	4,3	4,8	3,6	6,9	7,6	2,4	-0,9	2,4	7,1
Sep	109,5	3,2	3,4	2,5	5,7	5,7	1,0	-2,9	2,6	7,9
Oct	109,7	2,3	2,6	1,2	5,6	8,1	0,1	-3,5	1,8	1,2
Nov	109,4	1,9	1,9	1,3	4,3	4,3	-0,1	-4,0	4,0	15,3
Dic	108,2	-0,3	-0,9	-1,8	1,6	0,5	-1,4	-3,5	3,3	7,3
1999 Ene	109,0	1,1	1,0	-0,3	3,8	3,5	0,8	3,0	0,2	5,1
Feb	108,4	-0,7	-1,5	-1,5	-0,1	0,6	-0,5	-2,3	1,6	5,6
Mar	109,2	-0,1	-0,4	-0,7	-1,4	-1,0	1,6	1,3	5,8	10,0
Abr	108,4	-0,6	-0,8	-1,5	0,5	-1,4	-0,5	.	2,3	11,2
May	108,9	-0,5	-0,8	-1,0	-0,9	0,9	-1,1	.	0,5	7,9
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,6

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, principalmente, según el SEC 95.

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)

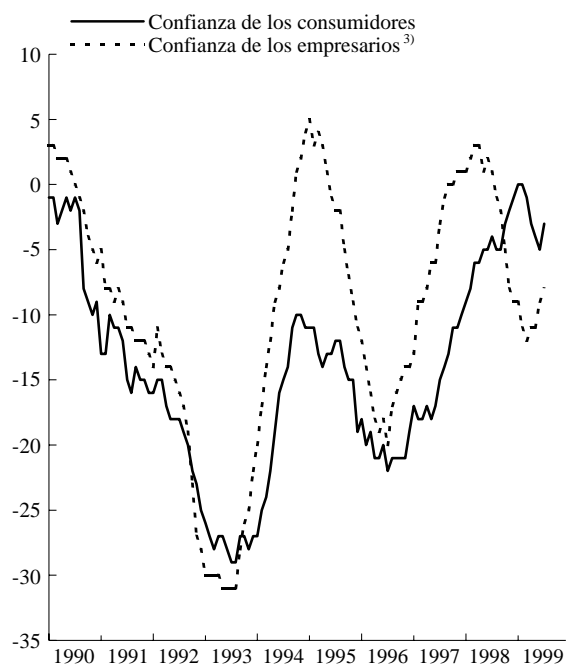
	Ocupados				Parados <sup>2)</sup>		Productividad laboral	
	Total economía <sup>1)</sup>		Manufacturas		Millones	% de la población activa	Total economía <sup>1)</sup> (Tasa interanual de variación)	Manufacturas (Tasa interanual de variación)
	Índice 1995 = 100 1	Tasa interanual de variación 2	Índice 1995 = 100 3	Tasa interanual de variación 4				
1995	100,0	0,5	100,0	-1,1	14,380	11,4	1,9	4,7
1996	100,3	0,3	98,1	-1,9	14,807	11,6	1,2	2,1
1997	100,9	0,5	97,1	-1,0	14,901	11,6	1,9	6,1
1998	102,2	1,3	97,8	0,7	14,104	10,9	.	3,8
1998 I	101,5	1,1	97,6	0,6	14,469	11,2	3,0	7,0
1998 II	101,9	1,2	97,9	1,0	14,191	11,0	1,5	4,3
1998 III	102,4	1,4	97,9	0,9	14,009	10,9	1,4	3,3
1998 IV	102,8	1,6	97,8	0,4	13,749	10,7	.	0,9
1999 I	.	.	97,6	0,1	13,410	10,4	.	-0,4
1998 May	-	-	97,9	1,0	14,190	11,0	-	6,8
1998 Jun	-	-	98,0	1,0	14,110	10,9	-	3,0
1998 Jul	-	-	97,9	0,9	14,056	10,9	-	3,7
1998 Ago	-	-	97,9	0,9	14,028	10,9	-	3,8
1998 Sep	-	-	97,9	0,8	13,941	10,8	-	2,6
1998 Oct	-	-	97,9	0,6	13,840	10,7	-	2,0
1998 Nov	-	-	97,7	0,4	13,741	10,7	-	1,5
1998 Dic	-	-	97,7	0,3	13,666	10,6	-	-1,1
1999 Ene	-	-	97,8	0,3	13,501	10,5	-	0,7
1999 Feb	-	-	97,7	0,2	13,411	10,4	-	-1,6
1999 Mar	-	-	97,5	-0,2	13,317	10,3	-	-0,2
1999 Abr	-	-	.	.	13,284	10,3	-	.
1999 May	-	-	.	.	13,260	10,3	-	.

## Cuadro 5.3

### Encuestas de opinión

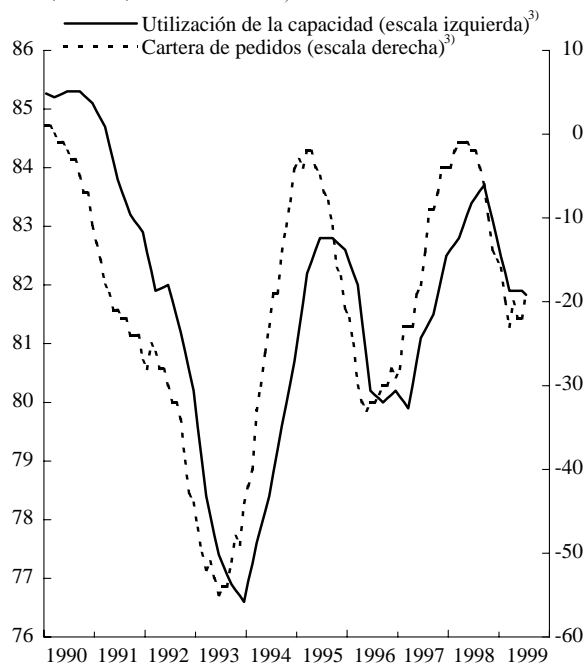
#### Indicadores de confianza de los consumidores y de la industria

(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 <sup>1)</sup>			Inversión de los sectores privados no financieros <sup>1) 2)</sup>								
	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	1,7	2,5	
1992	20,9	22,2	-1,0	18,4	13,7	14,3	4,5	1,7	0,5	1,4	2,6	
1993	20,0	20,2	0,5	16,6	12,3	13,2	5,4	0,6	1,0	0,8	2,9	
1994	20,4	19,8	0,3	16,5	12,3	14,0	3,4	2,3	2,5	1,8	3,0	
1995	21,2	20,0	0,8	16,8	12,6	13,1	4,7	1,9	1,7	1,6	3,2	
1996	20,8	19,7	1,3	16,6	12,3	12,8	4,1	0,2	1,1	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	16,4	12,4	.	.	.	.	.	.	

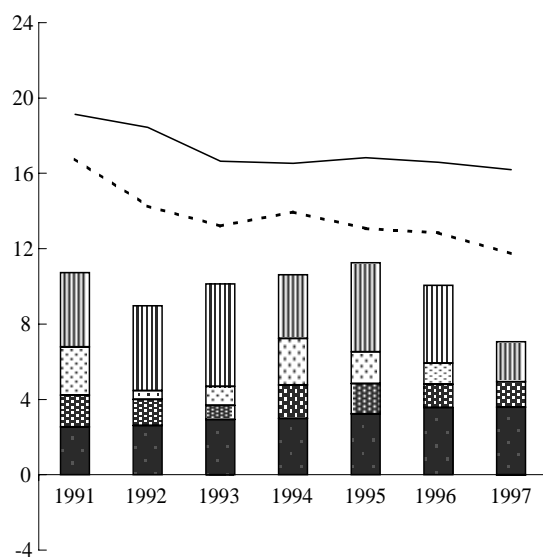
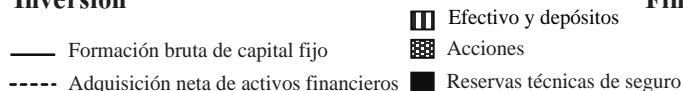
  

	Financiación de los sectores privados no financieros <sup>1) 2)</sup>								Transacciones financieras netas (col. 6 - 14)	Inversión financiera en % sobre el total de inversión bruta (col. 6÷(4+6))	Contracción neta de pasivos en % sobre el total de financiación (col. 14÷(12+14))
	Ahorro bruto	Hogares	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	1,5	9,0	4,8	3,6	46,7	38,6
1992	20,7	12,1	10,7	0,7	0,6	1,4	6,9	4,7	3,6	43,6	34,0
1993	20,4	11,5	7,6	1,3	1,4	1,5	3,8	4,6	5,6	44,2	27,1
1994	20,3	10,6	9,8	1,1	1,2	1,8	3,8	3,7	4,1	45,8	32,6
1995	21,0	10,8	5,6	-1,7	-1,8	1,6	4,7	2,9	7,5	43,7	21,0
1996	20,3	10,7	8,4	0,2	0,1	1,8	4,6	3,5	4,4	43,6	29,3
1997	19,8	9,4	7,9	0,0	-0,1	1,4	5,0	3,4	3,8	42,0	28,6
1998	19,0	8,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.

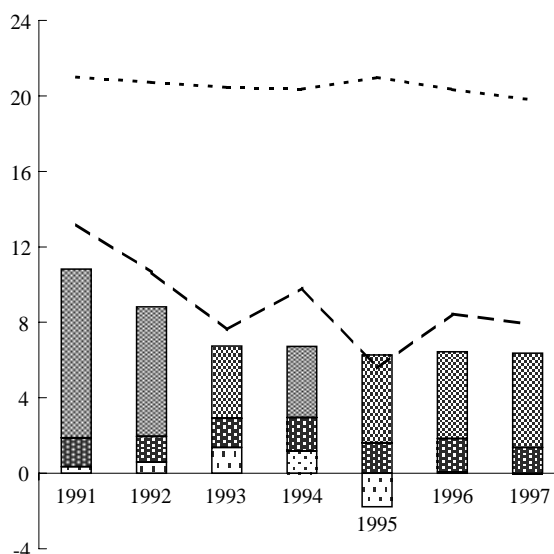
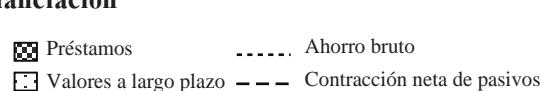
### Inversión y financiación de los sectores privados no financieros<sup>1) 2)</sup>

(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<sup>1) 2)</sup>

	Recursos							Empleos							
	Total	Recur- sos co- rrientes	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizacio- nes sociales	Ventas	Recursos de capital	Total	Empleos corrientes	Remune- ración de asalari- ados	Consumo intermedio	Intereses	Trans- ferencias a los hogares	Empleos de capital	Inversión
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1991	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<sup>1) 2)</sup>

	Ahorro bruto	Déficit (-) / Superávit (+)				Déficit / Superávit primario	Ajuste entre déficit y deuda <sup>3)</sup>	Variación de la deuda <sup>4)</sup>				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**

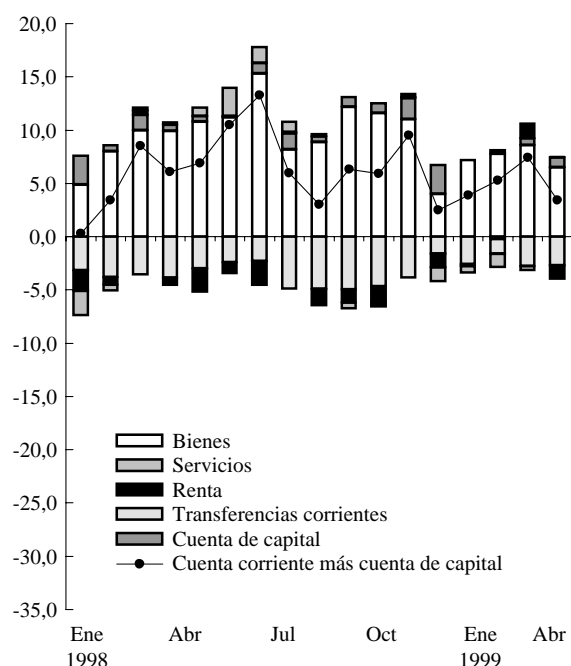
### Balanza de pagos: resumen

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

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuenta financiera <sup>b</sup>						Errores y omisiones <sup>2)</sup>
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transferencias corrientes		Total <sup>3)</sup>	Inversión directa	Inversión de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva <sup>3)</sup>	
	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
May	2,5	6,5	0,1	-1,3	-2,7	0,9	-7,4	-17,0	-27,6	-3,2	36,6	3,9	4,0

### Cuentas corriente y de capital

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



Fuente: BCE.

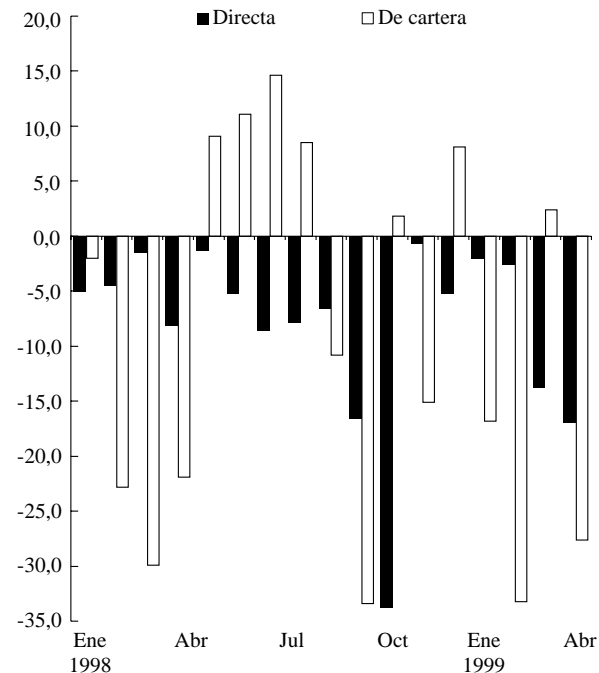
1) Entradas (+); salidas (-). Activos de reserva: aumento (-); disminución (+).

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.

### Inversión directa y de cartera

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



## 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	Pagos
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998	1.277,8	1.210,7	779,4	657,3	247,6	244,4	190,2	202,9	60,6	106,1	17,6	5,0
1998 I	317,6	310,1	190,8	167,9	56,3	58,9	47,0	49,2	23,5	34,1	5,9	1,2
II	325,7	303,5	199,0	167,2	64,1	60,4	50,3	54,2	12,3	21,6	2,4	1,2
III	316,0	296,7	190,8	158,3	67,4	64,7	45,5	49,3	12,2	24,3	4,1	1,1
IV	318,4	300,5	198,8	163,9	59,7	60,4	47,4	50,1	12,5	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
May	101,0	98,5	60,6	54,1	18,2	18,2	16,9	18,2	5,3	8,0	1,2	0,3

Fuente: BCE.

## Cuadro 8.4

### Cuentas de inversión directa y de cartera<sup>1)</sup>

[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 <sup>2)</sup>	Activos	Pasivos <sup>2)</sup>	Activos			Pasivos <sup>2)</sup>		
							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
May	-25,4	8,4	-25,0	-2,6	-11,7	6,1	-13,3	-14,1	0,8	-8,7	-17,5	8,8

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 inversiones<sup>1)2)</sup>**

[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
May	-3,1	39,7	3,6	0,0	1,2	-0,8	-5,6	39,9	-7,1	7,3	1,5	32,5	-2,3	0,6

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 activos<sup>1)</sup>***(mm de euros; saldos a fin de periodo, salvo indicación en contrario)*

		Activos de reserva						Pro memoria: otros activos	
		Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles	Otros activos	Activos financieros denominados en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	
		1	2	3 En onzas troy de fino (millones)	4	5	6	7	8
1999	Ene 1	330,3	99,6	405	6,0	22,5	201,5	0,7	7,6
	Ene	337,5	101,6	405	5,9	22,4	205,9	1,6	7,4
	Feb	340,2	105,6	405	3,0	22,4	208,5	0,7	9,4
	Mar	348,9	105,3	405	3,8	23,3	214,7	1,8	10,1
	Abr	352,2	109,7	405	5,4	23,8	211,6	1,7	11,7
	May	344,7	103,9	405	4,9	23,9	210,2	1,7	12,2
	Jun	345,4	101,9	404	3,9	25,1	212,9	1,6	12,5

*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. Exportaciones<sup>1)</sup>

[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 <sup>2)</sup>	Volumen <sup>2)</sup>	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	669,7	49,2	14,2	13,1	85,5	195,5	295,9	16,3	107,6	104,7	102,8
1997	762,6	52,8	16,3	14,4	98,9	216,4	342,8	20,9	122,5	115,9	105,7
1998	791,5	53,2	15,7	12,4	104,1	219,4	367,4	19,2	127,2	119,3	106,6
1996 IV	182,2	13,7	3,8	3,5	21,8	52,4	82,8	4,2	117,1	114,8	102,0
1997 I	170,7	12,0	3,8	3,7	22,6	48,9	74,7	5,0	109,7	104,2	105,3
II	191,7	13,4	4,1	3,6	25,1	53,8	86,4	5,3	123,2	117,2	105,1
III	193,4	13,0	4,2	3,4	25,6	55,6	86,5	5,1	124,3	116,6	106,6
IV	206,7	14,4	4,2	3,7	25,6	58,1	95,1	5,5	132,8	125,7	105,7
1998 I	194,1	13,1	4,1	3,4	26,6	54,4	87,5	5,0	124,7	115,7	107,8
II	203,6	13,9	3,9	3,3	26,9	56,1	94,5	5,0	130,9	122,5	106,8
III	194,6	12,7	3,9	2,9	25,7	54,6	90,1	4,6	125,1	117,4	106,5
IV	199,1	13,4	3,8	2,8	24,9	54,3	95,3	4,6	128,0	121,6	105,2
1999 I	186,6	.	.	.	.	.	.	.	119,9	.	.
1997 Dic	67,1	4,5	1,3	1,2	8,1	18,1	32,0	1,8	129,4	122,3	105,8
1998 Ene	58,4	4,0	1,3	1,2	8,4	16,2	25,8	1,6	112,7	104,7	107,6
Feb	63,7	4,3	1,4	1,0	8,6	18,0	28,8	1,6	122,8	113,9	107,8
Mar	71,9	4,8	1,5	1,2	9,6	20,2	32,9	1,8	138,7	128,4	108,0
Abr	67,9	4,7	1,3	1,1	9,2	18,9	31,0	1,8	131,0	122,5	106,9
May	65,7	4,5	1,3	1,1	8,7	18,1	30,5	1,6	126,8	118,6	106,9
Jun	70,0	4,7	1,3	1,1	9,1	19,1	33,1	1,6	134,9	126,4	106,7
Jul	72,7	4,5	1,3	1,1	9,2	21,0	34,0	1,6	140,2	131,2	106,9
Ago	56,2	4,0	1,2	0,9	7,7	15,4	25,5	1,4	108,4	102,3	105,9
Sep	65,7	4,3	1,3	0,9	8,8	18,2	30,6	1,6	126,6	118,8	106,6
Oct	68,4	4,5	1,3	1,0	8,6	19,4	32,1	1,5	131,9	124,9	105,6
Nov	66,3	4,5	1,3	0,9	8,1	18,0	32,0	1,6	127,9	122,1	104,7
Dic	64,4	4,4	1,2	0,9	8,2	16,9	31,2	1,5	124,1	117,9	105,3
1999 Ene	54,4	3,6	1,2	0,8	7,8	14,7	25,0	1,4	104,8	.	.
Feb	59,7	3,9	1,2	0,8	8,3	16,4	27,3	1,8	115,1	.	.
Mar	72,5	.	.	.	.	.	.	.	139,8	.	.
Abr	65,7	.	.	.	.	.	.	.	126,7	.	.
May	61,9	.	.	.	.	.	.	.	119,3	.	.

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).

2) Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

## Cuadro 9

### 2. Importaciones<sup>1)</sup>

[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 <sup>2)</sup>	Volumen <sup>2)</sup>	Valor unitario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	593,9	46,6	36,5	71,6	54,1	167,0	193,6	24,6	105,5	102,9	102,6
1997	674,2	49,7	41,3	81,2	62,0	188,1	228,8	23,1	119,8	110,3	108,6
1998	708,4	50,3	41,0	61,9	67,3	199,8	265,0	23,1	125,9	122,7	102,6
1996 IV	157,9	12,2	9,1	21,6	14,0	41,8	52,1	7,0	112,2	108,8	103,2
1997 I	159,1	11,4	9,7	21,2	14,7	44,6	51,8	5,8	113,1	106,0	106,7
II	168,0	12,6	11,0	18,6	16,0	46,5	57,5	5,7	119,4	111,4	107,2
III	166,6	12,2	10,0	20,0	15,2	48,9	55,6	4,7	118,5	106,9	110,8
IV	180,4	13,5	10,6	21,4	16,1	48,2	63,8	6,8	128,2	117,0	109,6
1998 I	180,7	12,6	10,8	17,5	17,6	51,2	64,7	6,2	128,4	119,7	107,3
II	178,7	12,5	11,1	15,9	17,2	50,0	65,9	6,1	127,0	121,4	104,6
III	170,8	12,2	9,6	14,7	16,3	50,1	62,6	5,2	121,4	119,3	101,7
IV	178,3	12,9	9,5	13,9	16,3	48,4	71,8	5,6	126,7	130,5	97,1
1999 I	176,6	.	.	.	.	.	.	.	125,5	.	.
1997 Dic	58,8	4,4	3,4	7,1	5,1	15,3	21,0	2,5	125,5	116,3	107,9
1998 Ene	57,9	4,1	3,5	6,2	5,6	16,4	20,1	2,0	123,5	114,8	107,6
Feb	58,3	4,0	3,5	5,7	5,5	16,6	20,7	2,2	124,2	115,2	107,8
Mar	64,5	4,6	3,8	5,6	6,5	18,2	23,9	2,0	137,6	129,3	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	59,2	4,3	3,6	4,9	5,9	17,7	20,9	1,9	126,1	123,5	102,1
Ago	50,1	3,7	2,8	4,7	4,7	14,7	17,9	1,5	106,8	105,6	101,1
Sep	61,5	4,2	3,3	5,0	5,7	17,7	23,7	1,9	131,2	128,9	101,8
Oct	61,7	4,3	3,3	5,0	5,7	17,2	24,3	2,0	131,6	132,6	99,3
Nov	59,1	4,2	3,1	4,4	5,3	16,0	24,3	1,8	126,0	130,9	96,3
Dic	57,5	4,4	3,1	4,4	5,2	15,3	23,2	1,8	122,6	128,2	95,6
1999 Ene	54,4	3,6	2,9	4,5	5,2	15,4	21,2	1,7	116,0	.	.
Feb	55,7	3,6	2,9	4,1	5,4	16,0	21,7	1,9	118,8	.	.
Mar	66,4	.	.	.	.	.	.	.	141,7	.	.
Abr	60,3	.	.	.	.	.	.	.	128,6	.	.
May	59,2	.	.	.	.	.	.	.	126,3	.	.

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.

2) Cálculos del BCE basados en Eurostat.

## Cuadro 9

### 3. Saldo comercial<sup>1)</sup>

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

	Total	Alimentos, bebidas, tabaco	Materias primas	Productos energéticos	Productos químicos	Otros productos manufacturados	Maquinaria, material de transporte	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8
1996	75,8	2,7	-22,3	-58,5	31,4	28,5	102,3	-8,3
1997	88,4	3,2	-25,0	-66,8	37,0	28,3	114,0	-2,2
1998	83,0	2,9	-25,4	-49,5	36,8	19,6	102,4	-3,8
1996 IV	24,2	1,4	-5,4	-18,1	7,8	10,6	30,7	-2,8
1997 I	11,6	0,6	-5,8	-17,5	7,9	4,3	22,8	-0,8
II	23,7	0,7	-6,9	-15,0	9,1	7,4	28,9	-0,4
III	26,8	0,9	-5,9	-16,6	10,4	6,7	30,9	0,3
IV	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	9,9	31,3	-1,3
1998 I	13,3	0,5	-6,7	-14,1	9,0	3,1	22,7	-1,2
II	25,0	1,4	-7,2	-12,6	9,7	6,1	28,6	-1,1
III	23,9	0,5	-5,8	-11,8	9,5	4,5	27,5	-0,6
IV	20,8	0,5	-5,7	-11,1	8,6	5,9	23,5	-0,9
1999 I	10,1	.	.	.	.	.	.	.
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	7,4	0,2	-2,3	-4,4	3,1	1,9	9,0	-0,2
Abr	7,9	0,4	-2,3	-4,3	3,4	2,3	8,7	-0,1
May	8,7	0,5	-2,3	-4,5	3,1	2,4	9,6	-0,2
Jun	8,3	0,5	-2,6	-3,8	3,2	1,5	10,4	-0,8
Jul	13,6	0,2	-2,2	-3,8	3,4	3,3	13,1	-0,2
Ago	6,1	0,3	-1,6	-3,8	3,1	0,7	7,6	-0,1
Sep	4,2	0,0	-2,0	-4,1	3,1	0,5	6,9	-0,3
Oct	6,7	0,2	-2,0	-4,0	2,9	2,2	7,7	-0,4
Nov	7,2	0,3	-1,9	-3,5	2,8	2,0	7,7	-0,2
Dic	6,9	-0,1	-1,8	-3,5	3,0	1,6	8,0	-0,3
1999 Ene	0,0	0,0	-1,8	-3,7	2,6	-0,7	3,9	-0,3
Feb	4,0	0,3	-1,7	-3,3	2,8	0,4	5,6	-0,1
Mar	6,1	.	.	.	.	.	.	.
Abr	5,4	.	.	.	.	.	.	.
May	2,7	.	.	.	.	.	.	.

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

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



# 10 Tipos de cambio

**Cuadro 10**

## Tipos de cambio<sup>1)</sup>

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

	Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro								
	Dólar estadounidense 1	Yen japonés 2	Franco suizo 3	Libra esterlina 4	Corona sueca 5	Corona danesa 6	Dracma griega 7	Corona noruega 8	Dólar canadiense 9
1995	1,308	123,0	1,546	0,829	9,33	7,33	303,0	8,29	1,795
1996	1,270	138,1	1,568	0,814	8,51	7,36	305,5	8,20	1,731
1997	1,134	137,1	1,644	0,692	8,65	7,48	309,3	8,02	1,569
1998	1,121	146,4	1,622	0,676	8,92	7,50	330,7	8,47	1,665
1998 II	1,100	149,5	1,643	0,665	8,60	7,52	339,9	8,28	1,592
1998 III	1,118	156,3	1,642	0,676	8,95	7,50	332,7	8,54	1,690
1998 IV	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44	331,5	8,82	1,814
1999 I	1,122	130,7	1,599	0,687	8,98	7,44	322,7	8,60	1,696
1999 II	1,057	127,7	1,600	0,658	8,90	7,43	325,0	8,24	1,557
1998 Jul	1,098	154,3	1,661	0,668	8,77	7,52	328,7	8,37	1,630
1998 Ago	1,102	159,4	1,646	0,675	8,96	7,50	331,6	8,51	1,688
1998 Sep	1,154	155,3	1,617	0,687	9,12	7,48	337,9	8,74	1,756
1998 Oct	1,194	144,2	1,596	0,705	9,37	7,44	336,5	8,88	1,842
1998 Nov	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44	329,1	8,68	1,793
1998 Dic	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45	328,8	8,91	1,807
1999 Ene	1,161	131,3	1,605	0,703	9,08	7,44	323,6	8,65	1,765
1999 Feb	1,121	130,8	1,598	0,689	8,91	7,44	322,0	8,65	1,679
1999 Mar	1,088	130,2	1,595	0,671	8,94	7,43	322,5	8,51	1,651
1999 Abr	1,070	128,2	1,602	0,665	8,91	7,43	325,5	8,32	1,594
1999 May	1,063	129,7	1,603	0,658	8,97	7,43	325,2	8,23	1,553
1999 Jun	1,038	125,3	1,595	0,650	8,83	7,43	324,2	8,17	1,524
1999 Jul	1,035	123,7	1,604	0,658	8,74	7,44	325,0	8,18	1,540
% var. sobre mes anterior <sup>2)</sup>	-0,2	-1,3	0,6	1,2	-0,9	0,1	0,2	0,2	1,0

	Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro							Tipo de cambio efectivo (TCE) del área del euro <sup>3)</sup>	
	Dólar australiano 10	Dólar neozelandés 11	Dólar de Hong Kong 12	Won coreano 13	Dólar de Singapur 14	Dólar de Taiwán 15	Nuevo peso mejicano 16	Nominal 17	Real 18
1995	1,765	1,993	10,01	999,7	1,833	34,28	8,35	97,8	98,7
1996	1,623	1,847	9,68	1007,9	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
1998 III	1,867	2,199	8,67	1.486,8	1,935	38,71	10,62	93,5	93,4
1998 IV	1,887	2,236	9,16	1.516,6	1,942	38,64	11,84	94,6	94,2
1999 I	1,770	2,087	8,69	1.342,6	1,911	36,60	11,18	91,0	90,8
1999 II	1,618	1,949	8,19	1.258,8	1,810	34,57	9,98	87,6	87,3
1998 Jul	1,776	2,116	8,51	1.423,6	1,878	37,79	9,78	92,0	92,1
1998 Ago	1,868	2,196	8,55	1.450,4	1,939	38,33	10,34	93,3	93,3
1998 Sep	1,962	2,289	8,97	1.592,4	1,994	40,10	11,83	95,2	94,9
1998 Oct	1,932	2,284	9,31	1.615,7	1,969	39,81	12,21	95,8	95,3
1998 Nov	1,834	2,180	9,05	1.511,9	1,913	38,08	11,64	94,1	93,6
1998 Dic	1,893	2,241	9,11	1.426,3	1,941	38,02	11,65	94,0	93,6
1999 Ene	1,839	2,159	8,99	1.362,4	1,950	37,43	11,82	92,7	92,3
1999 Feb	1,751	2,062	8,68	1.330,2	1,905	36,41	11,21	90,9	90,6
1999 Mar	1,726	2,045	8,43	1.336,2	1,881	36,04	10,60	89,5	89,4
1999 Abr	1,668	1,972	8,30	1.292,2	1,834	35,22	10,10	88,4	88,0
1999 May	1,605	1,925	8,24	1.272,1	1,820	34,82	9,97	88,1	87,7
1999 Jun	1,580	1,948	8,05	1.212,6	1,775	33,70	9,88	86,4	86,1
1999 Jul	1,576	1,967	8,03	1.229,4	1,756	33,42	9,71	86,4	86,2
% var. sobre mes anterior <sup>2)</sup>	-0,3	1,0	-0,2	1,4	-1,1	-0,8	-1,7	0,0	0,2
sobre año anterior <sup>2)</sup>								-6,2	-6,4

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. <sup>1)</sup> de la deuda pública a largo plazo en %	Tipo de cambio <sup>2)</sup> en moneda nacional por ECU o euro	Cuentas corriente y de capital (nueva) <sup>3)</sup> , % del PIB	Costes laborales unitarios <sup>4)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial <sup>5)</sup>	Tasa de desempleo normaliza- da en % sobre la población activa (d)	Agregado monetario amplio <sup>6)</sup>	Tipo de interés <sup>1)</sup> a 3 meses en %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Dinamarca</b>												
1995	-	-2,4	72,1	8,27	7,33	.	0,5	3,7	4,4	7,2	-2,0	6,20
1996	2,1	-0,9	67,4	7,19	7,36	.	1,4	2,8	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	-1,3	2,4	2,7	2,2	5,1	4,6	4,27
1998	II	1,4	-	5,12	7,52	-1,9	1,7	1,0	-1,2	5,2	5,1	4,21
	III	1,2	-	4,82	7,50	1,5	2,1	3,6	3,7	5,1	6,6	4,47
	IV	1,1	-	4,51	7,44	-3,7	3,5	2,5	-0,3	4,7	3,7	4,51
1999	I	1,4	-	4,22	7,44	1,5	5,4	1,0	-0,3	4,8	4,5	3,64
	II	1,8	-	4,50	7,43	.	.	.	.	.	5,0	3,12
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	.	.	.	0,9	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	.	.	.	11,7	.	5,2	3,11
	Jun	1,9	-	4,81	7,43	.	.	.	.	.	5,8	3,13
	Jul	.	-	5,11	7,44	.	.	.	.	.	.	3,17
<b>Grecia</b>												
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	.	.	.	-0,8	.	.	10,56
	II	2,2	-	5,87	325,0	.	.	.	.	.	.	9,80
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	.	.	.	-1,2	.	.	9,84
	Abr	2,6	-	5,85	325,5	.	.	.	0,0	.	.	9,85
	May	2,2	-	5,75	325,2	.	.	.	1,0	.	.	9,72
	Jun	1,8	-	6,02	324,2	.	.	.	.	.	.	9,84
	Jul	.	-	.	325,0	.	.	.	.	.	.	9,83
<b>Suecia</b>												
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	2,7	.	3,2	1,2	7,6	4,5	3,94
1999	I	0,2	-	4,21	8,98	2,5	.	3,6	.	7,5	5,4	3,31
	II	0,3	-	4,54	8,90	.	.	.	.	.	6,4	3,07
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	.	.	.	.	7,4	6,3	3,23
	Abr	0,3	-	4,24	8,91	.	.	.	.	7,3	6,7	2,99
	May	0,3	-	4,50	8,97	.	.	.	.	6,8	6,6	3,10
	Jun	0,4	-	4,87	8,83	.	.	.	.	.	5,9	3,12
	Jul	.	-	5,26	8,74	.	.	.	.	.	.	3,23
<b>Reino Unido</b>												
1995	-	-5,7	53,0	8,32	0,829	-0,4	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	0,1	.	2,2	0,3	6,3	9,6	7,43
1998	II	1,8	-	5,89	0,665	-0,3	.	2,5	1,0	6,3	9,9	7,58
	III	1,4	-	5,57	0,676	0,4	.	2,0	0,5	6,3	9,5	7,67
	IV	1,4	-	4,82	0,702	0,2	.	1,6	-0,5	6,3	8,6	6,89
1999	I	1,6	-	4,39	0,687	-1,6	.	1,2	-1,2	6,3	7,2	5,60
	II	1,4	-	4,82	0,658	.	.	.	.	6,7	6,7	5,29
1999	Ene	1,6	-	4,20	0,703	.	.	.	-1,0	6,3	7,5	5,90
	Feb	1,5	-	4,37	0,689	.	.	.	-1,4	6,3	7,3	5,53
	Mar	1,7	-	4,60	0,671	.	.	.	-1,3	6,3	6,8	5,40
	Abr	1,5	-	4,54	0,665	.	.	.	-1,5	6,3	7,5	5,32
	May	1,3	-	4,83	0,658	.	.	.	.	7,1	5,35	5,35
	Jun	1,4	-	5,09	0,650	.	.	.	.	5,6	5,22	5,22
	Jul	.	-	.	0,658	.	.	.	.	.	.	5,17

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 periodos.

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.

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

**Cuadro 12.1**

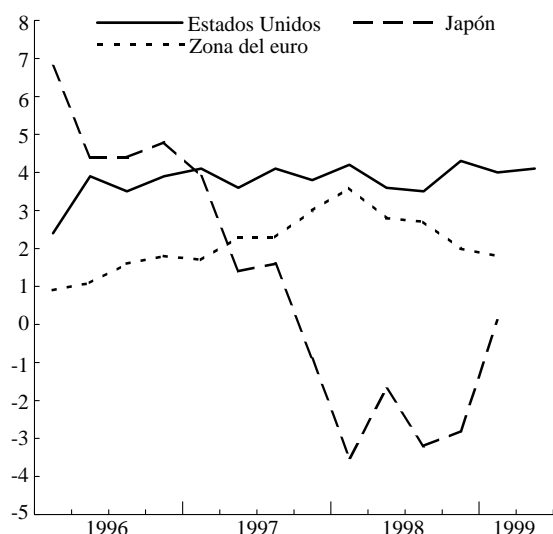
## Evolución económica y financiera

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial <sup>1)</sup>	Tasa de desempleo normalizada en % sobre la población activa(d)	M2 <sup>2)</sup>	Típos <sup>3)</sup> de depósitos interbancarios a 3 meses en %	Rendimiento <sup>3)</sup> de la deuda pública a 10 años en %	Tipo de cambio <sup>4)</sup> en moneda nacional por ECU o euro	Déficit (-) / superávit (+) fiscal en % del PIB	Deuda pública bruta <sup>5)</sup> en % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Estados Unidos</b>											
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	55,1
1998 II	1,6	1,0	3,6	5,0	4,4	7,2	5,59	5,67	1,100	-	56,1
1998 III	1,6	1,4	3,5	3,2	4,5	7,3	5,20	5,27	1,118	-	55,3
1998 IV	1,5	-0,8	4,3	2,5	4,4	8,4	5,00	4,72	1,177	-	55,1
1999 I	1,7	-1,6	4,0	2,2	4,3	8,5	4,99	5,00	1,122	-	54,8
1999 II	2,1	-	4,1	2,7	4,3	7,9	5,04	5,54	1,057	-	-
1999 Ene	1,7	-	-	2,0	4,3	8,7	4,99	4,78	1,161	-	-
1999 Feb	1,6	-	-	2,5	4,4	8,5	5,00	4,99	1,121	-	-
1999 Mar	1,7	-	-	2,2	4,2	8,1	4,99	5,23	1,088	-	-
1999 Abr	2,3	-	-	2,3	4,3	8,2	4,97	5,18	1,070	-	-
1999 May	2,1	-	-	2,2	4,2	8,0	4,98	5,54	1,063	-	-
1999 Jun	2,0	-	-	3,7	4,3	7,7	5,17	5,90	1,038	-	-
1999 Jul	-	-	-	-	-	-	5,30	5,80	1,035	-	-
<b>Japón</b>											
1995	-0,1	-2,2	1,5	3,4	3,2	3,0	0,50	3,32	123,0	-3,6	-
1996	0,1	-1,9	5,1	2,3	3,4	3,3	0,31	3,03	138,1	-4,3	-
1997	1,7	-2,2	1,4	3,6	3,4	3,1	0,36	2,15	137,1	-3,3	-
1998	0,6	6,3	-2,8	-7,1	4,1	4,4	0,18	1,30	146,4	-5,9	-
1998 II	0,3	8,1	-1,7	-8,8	4,1	4,2	0,43	1,36	149,5	-	-
1998 III	-0,2	7,6	-3,2	-8,5	4,3	4,2	0,12	1,14	156,3	-	-
1998 IV	0,5	5,1	-2,8	-6,8	4,4	4,5	0,18	1,04	140,6	-	-
1999 I	-0,1	3,6	0,1	-4,2	4,6	4,1	0,31	1,96	130,7	-	-
1999 II	-0,3	-	-	-1,0	4,8	4,1	0,13	1,50	127,7	-	-
1999 Ene	0,2	7,5	-	-8,3	4,4	4,1	0,35	2,07	131,3	-	-
1999 Feb	-0,1	2,9	-	-4,1	4,6	3,9	0,38	2,09	130,8	-	-
1999 Mar	-0,4	-0,2	-	-0,8	4,8	4,2	0,20	1,72	130,2	-	-
1999 Abr	-0,1	0,4	-	-2,4	4,8	4,0	0,18	1,55	128,2	-	-
1999 May	-0,4	-	-	-0,5	4,6	4,1	0,12	1,36	129,7	-	-
1999 Jun	-0,3	-	-	-0,2	4,9	4,3	0,10	1,60	125,3	-	-
1999 Jul	-	-	-	-	-	-	0,12	1,69	123,7	-	-

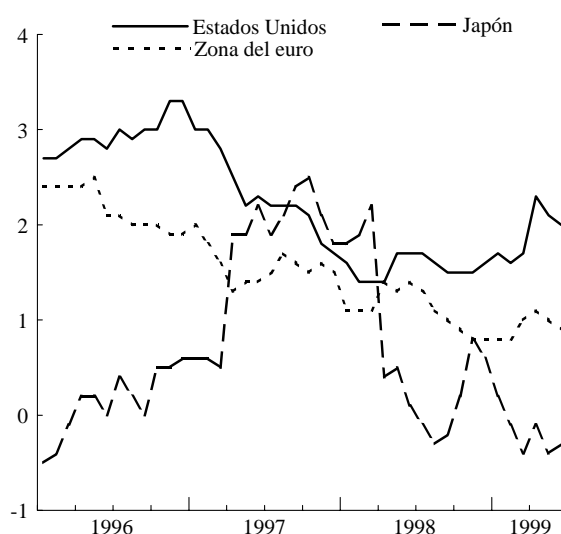
### Producto interior bruto a precios constantes

(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

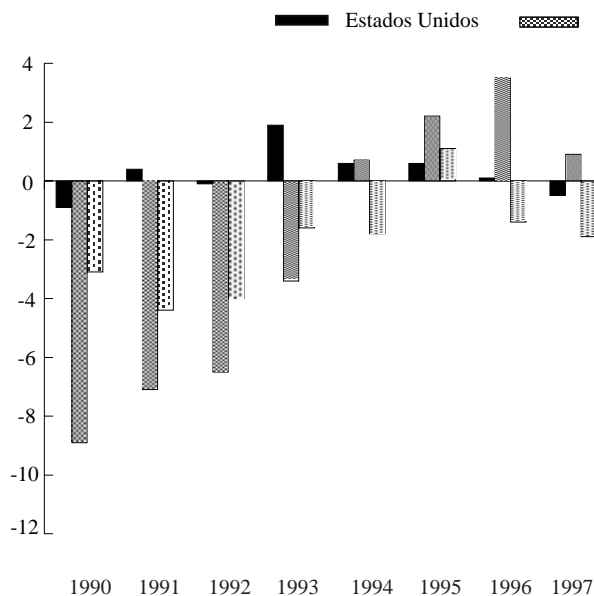
### Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB)

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las empresas no financieras						Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisición neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contracción neta de pasivos	Valores incluidos acciones	Gasto de capital	Adquisición neta de activos financieros	Ahorro bruto	Contracción neta de pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Estados Unidos</b>													
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
<b>Japón</b>													
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

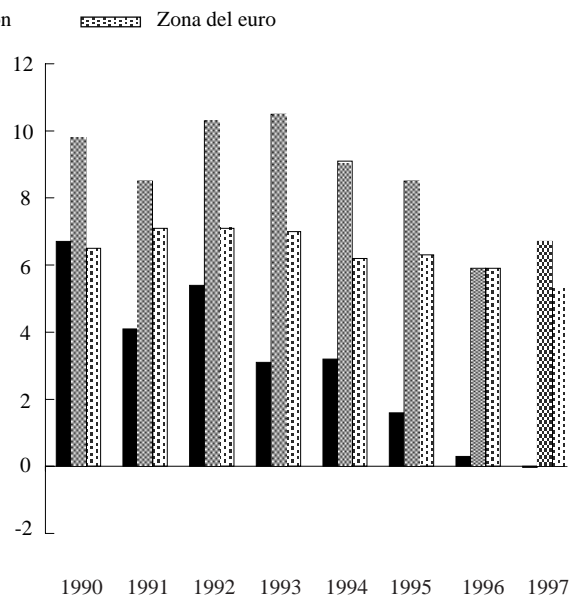
### Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(en porcentaje del PIB)



### Capacidad de financiación de los hogares<sup>1)</sup>

(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 económicas<sup>1</sup>.

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.

<sup>1</sup> 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 5 de agosto 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)<sup>2</sup> se detallan las definiciones de sectores. El Manual «*Money and Banking Statistics Compilation Guide*» (IME, abril 1998)<sup>2</sup> 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-

<sup>2</sup> 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 ha comenzado a preparar 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, principalmente, según el SEC 95.

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.<sup>a</sup> 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 próxima edición, 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*” 10<sup>9</sup>  
(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, 15 de julio, 29 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.

«El papel internacional del euro», agosto 1999.

«Los balances de las Instituciones Financieras Monetarias de la zona del euro a principios de 1999», agosto 1999.

---

## 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.

«Efectos de la tecnología en los sistemas bancarios de la UE», julio 1999.

«Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union», agosto 1999.

