



BANCO CENTRAL EUROPEO

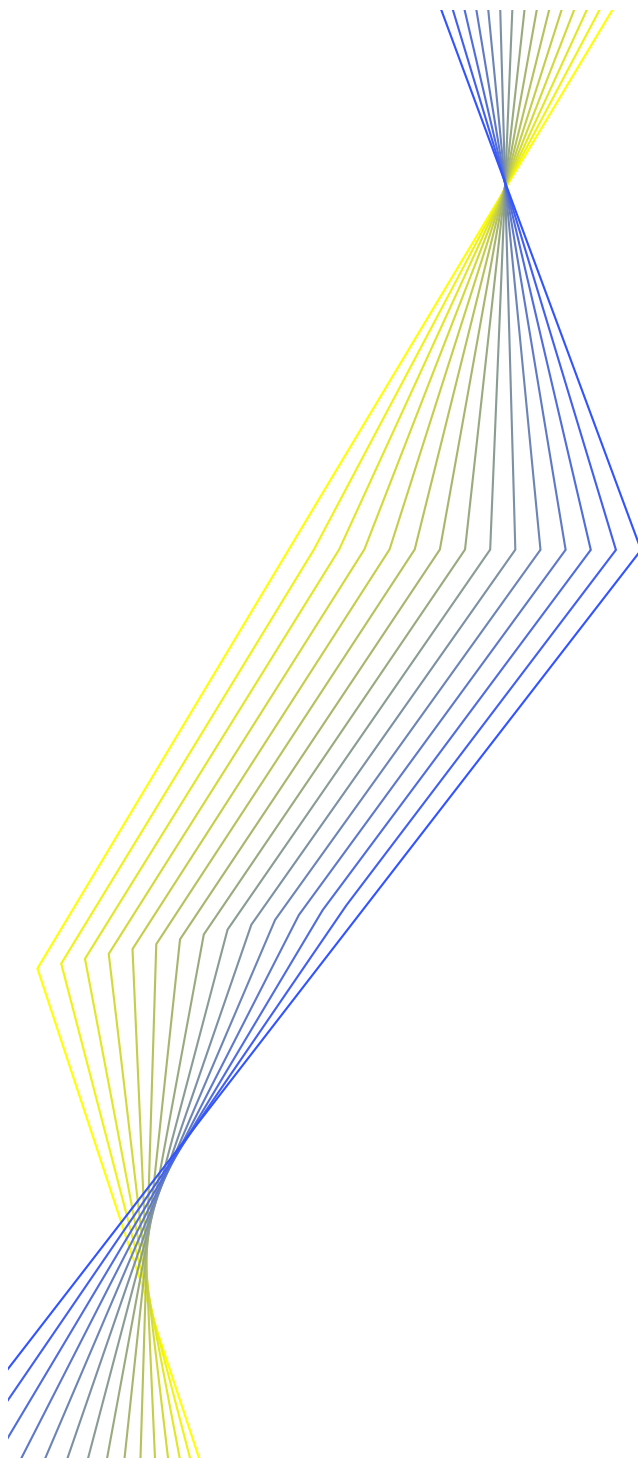
ECB EZB EKT BCE EKP

**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

Octubre 1999



**BANCO CENTRAL EUROPEO**



**B O L E T Í N  
M E N S U A L**

**O c t u b r e 1 9 9 9**

*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 6 de octubre de 1999.*

# Índice

Editorial	5
Evolución económica de la zona del euro	7
Evolución monetaria y financiera	7
Evolución de los precios	18
Producto, demanda y mercado de trabajo	22
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	29
Diferenciales de inflación en una unión monetaria	37
Los preparativos del SEBC para el año 2000	49
Estadísticas de la zona del euro	1*
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	51*
Documentos publicados por el Banco Central Europeo (BCE)	55*

## 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

En sus reuniones de 23 de septiembre y 7 de octubre de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación los tipos de interés aplicables a los instrumentos de política monetaria del Eurosistema. El tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación se mantuvo, por tanto, en el 2,5%, mientras que los tipos de interés correspondientes a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito permanecieron fijados en el 1,5% y el 3,5%, respectivamente.

El Consejo de Gobierno observó que, en conjunto, predominan los riesgos alcistas sobre la estabilidad de precios, lo que se manifiesta, en primer lugar, en la evolución monetaria. La persistencia del crecimiento de M3 por encima del valor de referencia, el desplazamiento hacia los activos financieros más líquidos y el elevado ritmo de expansión del crédito concedido al sector privado indican que resulta relativamente fácil para empresas y familias incrementar su volumen de gasto. Al mismo tiempo, prosigue la mejora de las condiciones económicas en la zona del euro y el resto del mundo, y se espera que se produzca una aceleración del crecimiento económico en el próximo período. Aunque las tasas de crecimiento del índice general del IAPC siguen siendo modestas, el cambio de condiciones económicas exige seguir prestando especial atención a los riesgos al alza sobre la estabilidad de precios.

Un examen más detallado de la evolución registrada recientemente muestra que la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio M3 se ha ido apartando gradualmente en los últimos meses del valor de referencia del 4,5%. La última media de tres meses de las tasas de crecimiento de M3 (correspondiente al período comprendido entre junio y agosto de 1999) aumentó hasta situarse en el 5,6%, frente al 5,5% registrado en el anterior período de tres meses (comprendido entre mayo y julio de 1999). Al mismo tiempo, los componentes más líquidos de M3 han experimentado un crecimiento relativamente elevado, que parece ligado al reducido coste de oportunidad de mantener estos activos. Este hecho y la persistencia del elevado ritmo de expansión del crédito concedido al sector privado, que viene registrando tasas de crecimiento si-

tuadas en torno al 10% desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, sugieren que, en el caso de las familias y de las empresas, se registra una situación de amplia liquidez en la coyuntura actual.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro a principios de octubre se mantuvo prácticamente en los mismos niveles alcanzados al final de agosto. Tras sufrir un cierto debilitamiento en la primera quincena de septiembre, el euro se apreció a finales de dicho mes frente al yen japonés, al dólar estadounidense y a otras monedas principales, en respuesta a la aparición de nuevos signos de reactivación de la actividad económica de la zona del euro. Los rendimientos de los bonos a largo plazo de la zona siguieron aumentando en septiembre y principios de octubre, y se redujo el diferencial entre los rendimientos de los bonos a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro. Estos acontecimientos muestran las expectativas de los mercados de que se produzca una mejora de las condiciones económicas en la zona del euro. Al mismo tiempo, puede que también reflejen las expectativas de los mercados de que se produzca una respuesta de la política monetaria a las presiones inflacionistas asociadas a la reactivación de la actividad económica en la zona del euro.

La evolución más favorable de las expectativas de crecimiento del PIB real en la zona del euro está ligada parcialmente a la mejora adicional de las perspectivas de la economía mundial. Los últimos datos disponibles sobre la economía estadounidense apuntan a que prosigue el fuerte crecimiento de la producción. Las perspectivas de crecimiento de Japón son también ahora más positivas, lo que se refleja en la evolución reciente de los mercados financieros. En otros países asiáticos, la recuperación parece estar produciéndose antes de lo previsto. Ciertos riesgos de deterioro de la situación en estos países y la incertidumbre más general en torno a la recuperación en Latinoamérica no parecen amenazar esta perspectiva más favorable de la economía mundial.

Por lo que se refiere a la actividad económica en la zona del euro, los datos disponibles para el primer semestre de 1999 concuerdan con la per-

cepción de que se ha producido un repunte del crecimiento durante el presente año. De hecho, los datos disponibles sobre la producción industrial sugieren que la estabilización de los niveles de producción ha cedido paso a una recuperación de la misma. El mayor vigor del crecimiento de la producción industrial durante el tercer y el cuarto trimestre de 1999 queda reflejado en los resultados de varias encuestas realizadas en el conjunto de la zona y en el ámbito nacional. En conjunto, las perspectivas de que continúe la mejora de la actividad económica siguen siendo, por lo tanto, favorables.

Los datos sobre los precios de consumo de agosto muestran que la tasa interanual de variación del índice general del IAPC ha seguido subiendo hasta alcanzar el 1,2%, lo cual significa un aumento de 0,1 puntos porcentuales con respecto a julio, debido, principalmente, a la subida de los precios del petróleo. Sin embargo, el progresivo descenso experimentado en términos interanuales por los precios de los alimentos sin elaborar y la menor tasa de aumento de los precios de los servicios contrarrestaron, en cierta medida, las elevadas tasas de crecimiento de los precios de la energía en el IAPC. Reflejando, en gran parte, esta evolución de los precios de los servicios, la tasa de crecimiento interanual del IAPC, con exclusión de la energía y los alimentos estacionales, descendió en agosto hasta un 0,9%, tras haber alcanzado un 1% en julio. Dada la relativa rapidez con que los precios del petróleo repercuten en los precios de consumo, se han reforzado las previsiones de que se registren nuevos incrementos de la tasa de variación del índice general del IAPC en los próximos meses. Considerada

de forma aislada, la subida de los precios de la energía debería repercutir solo de modo transitorio en los incrementos de los precios de consumo, pero es esencial que este efecto no desencadene reivindicaciones salariales incompatibles con la estabilidad de precios. En definitiva, de acuerdo con la orientación a medio plazo de la política monetaria del Eurosistema, tanto la tendencia al alza de M3 como el elevado ritmo de expansión del crédito requieren una atenta vigilancia por parte de la política monetaria, en un momento en que la actividad económica se está acelerando.

En relación con las perspectivas a medio plazo de un crecimiento económico sostenido, se refuerzan los argumentos a favor de una intensificación del proceso de reformas estructurales de los mercados de trabajo y de bienes. La expectativa de que se produzca una mejora cíclica no debería llevar a una reducción de los esfuerzos en este sentido, sino más bien a aprovechar esta ocasión para realizar avances convincentes. Si ello se acompaña de moderación en el terreno salarial y de un ajuste presupuestario en plena conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la política monetaria no solo vería facilitada su tarea de mantener la estabilidad de precios, sino que también mejorarían sustancialmente las perspectivas de crecimiento económico y de empleo.

La presente edición del Boletín mensual del BCE incluye un artículo titulado «Diferenciales de inflación en una unión monetaria» y otro que ofrece información sobre los preparativos del SEBC para el año 2000.

# 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 las reuniones celebradas los días 23 de septiembre y 7 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió no modificar los tipos de interés vigentes del BCE. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvo en el 2,5% y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito permanecieron en el 3,5% y 1,5%, respectivamente (véase gráfico 1).

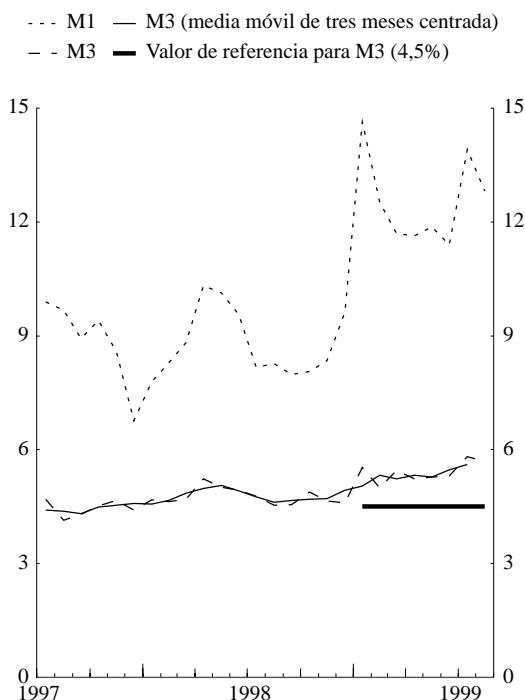
### El crecimiento de M3 sigue una tendencia alcista

En agosto, la tasa de variación interanual del agregado monetario amplio M3 se situó en el 5,7%, frente al 5,8% registrado en el mes anterior (esta tasa fue revisada al alza desde el 5,6%). La media trimestral de las tasas de crecimiento interanual de M3, que abarca el período com-

### Gráfico 2

#### Agregados monetarios en la zona del euro

(tasas interanuales de variación)



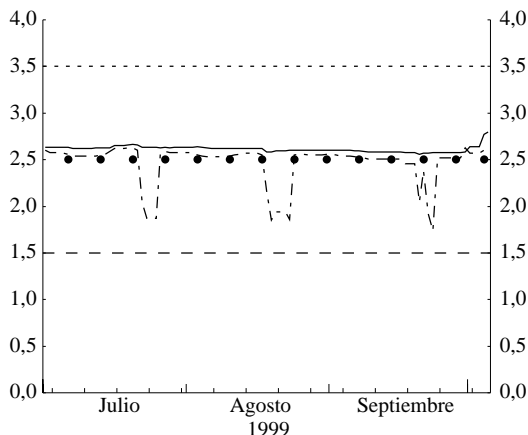
Fuente: BCE.

### Gráfico 1

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

(en porcentaje; datos diarios)

- Tipo marginal de crédito
- - Tipo de depósito
- Tipo principal de financiación
- Tipo de interés a un mes (EURIBOR)
- - Tipo a un día (EONIA)



Fuente: BCE.

prendido entre junio y agosto, aumentó ligeramente hasta alcanzar el 5,6%, desde el 5,5% correspondiente al período de tres meses que finalizó en julio (cifra revisada al alza desde el 5,4%). El crecimiento de M3 continuó mostrando una tendencia alcista (véase gráfico 2), por lo que la media móvil de tres meses del crecimiento de M3 se situó un punto porcentual por encima del valor de referencia del 4,5%. En el período de seis meses comprendido entre marzo y agosto de 1999, M3 creció un 5,7% en términos desestacionalizados y anualizados. Esto demuestra que no ha sido solo el fuerte incremento registrado en enero de 1999, que pudo estar relacionado, en parte, con la transición a la tercera fase de la Unión Monetaria y Económica, lo que ha hecho que M3 crezca a unas tasas superiores al valor de referencia.

La expansión relativamente rápida de M3 puede obedecer, sobre todo, a los bajos costes de oportunidad de tener activos monetarios, especial-



mente sus componentes más líquidos, y, tal vez también, a la mejora gradual de la situación económica en la zona del euro. Al mismo tiempo, el aumento de la pendiente de la estructura temporal de los tipos de interés, que, por sí mismo, debería haber contribuido a la reestructuración de las carteras, con la sustitución de instrumentos incluidos en M3 por activos financieros a más largo plazo, no ha tenido, hasta ahora, ningún efecto moderador visible en el crecimiento de M3.

Si se consideran datos mensuales no desestacionalizados, el agregado monetario M3 experimentó una caída de 20 mm de euros en agosto; si se utilizan datos desestacionalizados, M3 se mantuvo prácticamente constante en términos intermensuales (véase cuadro I), tras el fuerte incremento registrado el mes anterior (0,8%). Esta estabilidad de M3, en términos desestacionalizados, durante el mes de agosto, refleja la de M1, mientras que la reducción observada en los otros depósitos a corto plazo (4 mm de euros o 0,2%) contrasta con el aumento de los instrumentos negociables incluidos en M3 (3 mm de euros o 0,5%). Sin embargo, hay que ser cautos a la hora de interpretar los datos monetarios mensuales, pues son relativamente volátiles.

La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación ascendió ligeramente, hasta alcanzar el 3,9% en agosto de 1999, continuando, así, la trayectoria alcista observada en los últimos me-

ses (3,8% en julio y 2,9% en junio). Esta recuperación se puede considerar, al menos en parte, prueba de su normalización, tras la moderada expansión de los últimos dos años. En estos momentos, puede que la demanda de efectivo se vea estimulada por los bajos costes de oportunidad y por la recuperación gradual de la actividad económica. Es probable que estos dos últimos factores contribuyan, también, a las relativamente elevadas tasas de variación interanual de los depósitos a la vista (15% en agosto y 16,4% en julio), que se situaron muy por encima de las registradas con anterioridad al inicio de la tercera fase. Como consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo excepcionalmente alta, a pesar de experimentar un ligero descenso, situándose en el 12,8% en agosto, frente al 13,9% del mes anterior.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo que no son depósitos a la vista disminuyó ligeramente en el mes de agosto, pasando del 2,8%, registrado en julio, al 2,4%. Debido a su relativamente bajo nivel de remuneración, este tipo de depósitos no resulta actualmente atractivo para los inversores. En agosto, se observó una caída en las tasas de crecimiento de los depósitos a plazo y de los depósitos disponibles con preaviso. La tasa de variación de los depósitos a plazo de hasta dos años pasó del -2,5%, correspondiente a julio, al -3% en agosto. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso de has-

## Cuadro I

### M3: Principales componentes

(saldos a fin de mes desestacionalizados y variaciones intermensuales)

	Agosto 1999	Junio 1999		Julio 1999		Agosto 1999		Junio-Ago. 1999	
	saldos	variaciones		variaciones		variaciones		variación media	
	mm de euros	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%	mm de euros	%
<b>M3</b>	4.604,9	17,7	0,4	34,3	0,8	-1,7	0,0	16,8	0,4
Efectivo en circulación y depósitos a la vista (= M1)	1.867,4	14,6	0,8	24,1	1,3	-0,3	0,0	12,8	0,7
Otros depósitos a corto plazo (= M2 - M1)	2.128,7	0,2	0,0	13,5	0,6	-4,3	-0,2	3,1	0,1
Instrumentos negociables (= M3 - M2)	608,7	2,9	0,5	-3,3	-0,5	2,8	0,5	0,8	0,1

Fuente: BCE.

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.

ta tres meses descendió hasta el 6,5%, desde el 6,7% registrado en el mes anterior. La distinta evolución de estos dos tipos de depósitos en un período más largo puede obedecer, en parte, a la continua reducción del diferencial entre el tipo de interés de los depósitos a plazo de hasta dos años y el tipo de interés de los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses. Desde enero de 1998, este diferencial se ha estrechado 41 puntos básicos, y en agosto de 1999 era de solo 24 puntos básicos. La tasa de variación del agregado monetario intermedio M2, que incluye el efectivo en circulación y todos los depósitos a corto plazo, cayó del 7,7% en julio al 7% en agosto.

En contraposición con M2, la tasa de variación interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 (que representan el 13,5% del agregado en su conjunto) se recuperó algo, a pesar de seguir siendo negativa (-2% en agosto, frente al -5,3% registrado el mes anterior). Entre estos instrumentos, la tendencia negativa de las cesiones temporales se desaceleró ligeramente, aunque su tasa de disminución continuó siendo elevada, el 20% en agosto, en comparación con el 22% observado en julio. De la misma manera, la tendencia contractiva de los valores distintos de acciones de hasta dos años se debilitó. (Su tasa de variación interanual fue del -10% en agosto, frente al -16,7% de julio). Por último, la tasa de variación interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario alcanzó el 11,6% en agosto, en comparación con el 9,3% del mes anterior.

### **El crecimiento del crédito continuó siendo elevado en agosto**

Durante el mes de agosto, el crédito total otorgado a los residentes en la zona del euro continuó creciendo con rapidez (la tasa de crecimiento interanual fue del 7,8%, frente al 7,7% registrado en julio). Esto obedeció, principalmente, al fuerte incremento del crédito al sector privado residente en la zona del euro (10,7% en agosto, desde el 10,6% de julio), mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito total a las Administraciones Públicas se mantuvo prácticamente sin cambios en el 0,2%.

Los préstamos al sector privado (es decir, el crédito, excluidas las tenencias de valores de las IFM) mantuvieron su ritmo de crecimiento interanual, situándose en un nivel elevado en agosto de 1999 (9,9%, en comparación con el 10% observado en julio), y —como muestran los últimos datos trimestrales desagregados por sectores, correspondientes a junio de 1999— esa expansión se ha basado tanto en los hogares como en las empresas (véase recuadro 1). El rápido crecimiento de los préstamos a hogares y empresas puede deberse, fundamentalmente, a los bajos tipos de interés de las operaciones bancarias activas en la zona del euro. Además, las expectativas de una subida de tipos de interés pueden haber llevado a pedir préstamos de manera anticipada. Por otro lado, es probable que la interacción de la recuperación económica y el incremento de los precios de la vivienda y de los terrenos en algunos países, así como el gran número de fusiones y adquisiciones, hayan contribuido a este dinamismo de los préstamos.

Por lo que se refiere a las otras contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo del sector IFM se situó en el 5,8% en el mes de agosto, en comparación con el 5,9% del mes anterior. Los depósitos a plazo a más de dos años aumentaron un 2,9% (desde el 2,8% correspondiente a julio). Por el contrario, la caída de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses se hizo más pronunciada (de una tasa de variación del -7,6% en julio al -8% en agosto). Los valores distintos de acciones a más de dos años continuaron creciendo a un ritmo rápido, aunque algo menor (del 8%, en términos interanuales, registrado en julio, al 7,7% en agosto). En conjunto, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo ha fluctuado entre el 5,6% y 5,9% en los últimos meses, lo que sugiere que, hasta ahora, el mayor aumento de pendiente de la curva de rendimientos observado recientemente no ha tenido un impacto significativo en la tasa de crecimiento de estos pasivos financieros a más largo plazo. Esto, puede estar relacionado, en parte, con el hecho de que el aumento de los tipos de interés de las operaciones bancarias a más largo plazo ha sido menos pronunciado que el registrado en los mercados de renta fija.

## Recuadro I

### Préstamos de las IFM al sector privado no financiero desglosados por sectores, finalidad y vencimiento original

Se acaban de publicar, para el período comprendido entre junio de 1998 y junio de 1999, los datos trimestrales de los saldos vivos de los préstamos al sector privado no financiero desglosados por sectores, finalidad y vencimiento original (véase cuadro siguiente). Esto hace que sea posible calcular, por primera vez, los tasas de crecimiento interanuales con el fin de analizar la composición de la elevada tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado. No obstante, hay que hacer algunas advertencias. En concreto, las definiciones de crédito al consumo y préstamos para compra de vivienda no son totalmente compatibles a lo largo de la zona del euro, y, para los períodos anteriores a diciembre de 1998, los datos son, en parte, estimaciones. Además, las tasas anuales de crecimiento que figuran en el cuadro siguiente no se basan en datos de flujos y, por ello, no tienen totalmente en cuenta los efectos de las variaciones en valor no relacionadas con las transacciones. Concretamente, estas tasas de crecimiento pueden estar distorsionadas a la baja debido al saneamiento total o parcial de los préstamos. Dado que solo se pueden tomar en consideración algunas de las reclasificaciones efectuadas al comienzo de la tercera fase, las tasas de crecimiento registradas deben interpretarse con gran cautela y no pueden compararse directamente con las tasas de crecimiento de los préstamos otorgados al sector privado mencionadas en el texto del presente *Boletín mensual*.

Teniendo presentes estas advertencias, el cuadro muestra que el crecimiento del crédito se ha basado por igual en todos los sectores de la economía. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares fue del 9,5% en junio de 1999, ligeramente superior a la tasa de crecimiento de los préstamos a las empresas no financieras (8,3%)

Con respecto al desglose por vencimiento, las tendencias difieren entre los sectores. Los préstamos a las empresas no financieras han crecido a un ritmo relativamente rápido en la categoría de plazos hasta un año (9%) y en la de plazos superiores a cinco años (9%). En cuanto al crédito al consumo, la tasa de variación en el volumen de préstamos fue mayor en aquellos con un vencimiento de hasta un año (una tasa interanual de variación del 13,8% en junio de 1999). Por lo que se refiere a los préstamos para la compra de vivienda, el fuerte crecimiento general obedeció, principalmente, al intenso crecimiento interanual de los préstamos con un vencimiento superior a cinco años (10,6%). En resumen, estos hechos parecen ser compatibles con la idea de que los residentes en la zona del euro se están endeudando, tanto a corto como a largo plazo, a tipos de interés que son relativamente bajos desde un punto de vista histórico.

### Saldos vivos de los préstamos de las IFM a los hogares y a las empresas no financieras por finalidad y plazo a la emisión<sup>1</sup>

(mm de euros, no desestacionalizados)

	Empresas no financieras <sup>2)</sup>				Hogares <sup>2)</sup>						
	1	Crédito al consumo <sup>3)</sup>			5	Crédito para compra <sup>3)</sup> de vivienda			9	Crédito para compra <sup>3)</sup> de vivienda	
		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años		Hasta 1 año	De 1 a 5 años
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999 Jun <sup>(P)</sup>	2.336,0	843,0	351,5	1.141,5	2.590,8	88,8	150,3	190,2	15,3	70,0	1.508,2
Porcentaje de variación junio 1999/junio 1998 <sup>4)</sup>	8,3	9,0	6,5	9,0	9,5	13,8	11,5	7,0	1,1	-1,9	10,6

1) Los préstamos al sector privado también incluyen créditos a instituciones sin ánimo de lucro que prestan servicios a los hogares y créditos a otros intermediarios financieros, empresas aseguradoras y fondos de pensiones.

2) Correspondencia con códigos de sector del SEC 95: Empresas no financieras: S11, hogares: S14.

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

4) Estas tasas de crecimiento no pueden obtenerse a partir de los saldos del cuadro 2.5 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» de este Boletín mensual, puesto que tienen en cuenta los efectos de algunas reclasificaciones realizadas al comienzo de la tercera fase.

En agosto, los activos exteriores netos del sector IFM descendieron 34 mm de euros, frente al mes anterior, en términos absolutos y no desestacionalizados. Ello se debe a la reducción experimentada por los activos exteriores de las IFM (50 mm de euros), que fue mayor que la disminución de los pasivos exteriores (16 mm de euros). En los últimos doce meses, la posición acreedora neta frente al exterior del sector IFM ha caído 207 mm de euros.

En resumen, el incremento interanual de 246 mm de euros registrado por M3 en agosto de 1999 se vio acompañado por los siguientes cambios en las contrapartidas. El crecimiento del crédito al sector privado alcanzó los 574 mm de euros, mientras que el otorgado a las Administraciones Públicas prácticamente se estancó (5 mm de euros). Las significativas diferencias entre los flujos monetarios y crediticios se deben a la disminución de los activos exteriores netos (207 mm de euros) y al incremento de los pasivos financieros a más largo plazo (188 mm de euros). Las otras contrapartidas (activos netos) ascendieron a 62 mm de euros.

### **Los tipos de interés del mercado monetario repuntaron a principios de octubre**

Después de permanecer aproximadamente estable durante el mes de septiembre, la curva de rendimientos del mercado monetario experimentó un desplazamiento al alza a principios de octubre. El tipo de interés a un día, medido por el EONIA, permaneció ligeramente por encima del 2,5% durante la mayor parte del período de mantenimiento de reservas que se inició el 24 de agosto de 1999 y finalizó el 23 de septiembre de 1999, reflejando la situación holgada de liquidez del para el sistema bancario (véase recuadro 2) y la ausencia de expectativas de variación de los tipos de interés del BCE a muy corto plazo. Durante los últimos días del período de mantenimiento, el EONIA cayó temporalmente por debajo del 2%, ya que la liquidez del sistema bancario excedía la cantidad necesaria para cumplir las exigencias de reservas del Eurosistema. Durante los primeros días del período de mantenimiento de reservas que empezaba el 23 de

septiembre, el tipo de interés a un día volvió a situarse a un nivel ligeramente por encima del 2,5%. A partir del 30 de septiembre, el EONIA registró un aumento que, probablemente, reflejaba un deseo por parte de los participantes en los mercados financieros de ajustar sus balances de final de trimestre, fenómeno que pudo observarse, también, a finales del primer y segundo trimestres de 1999. Después, el aumento de la incertidumbre a principios de octubre respecto de la probabilidad de un cambio a corto plazo de los tipos de interés del Eurosistema contribuyó al aumento del tipo de interés EONIA.

El tipo EURIBOR a tres meses permaneció estable durante la mayor parte del mes de septiembre, fluctuando alrededor del 2,69%. Los tipos de la operación regular de financiación a más largo plazo del Eurosistema, realizada el 28 de septiembre (como es habitual, mediante el procedimiento de subasta a tipo variable) se situaron ligeramente por debajo del tipo de interés EURIBOR a tres meses prevaeciente el día en que se realizó la operación. El tipo marginal fue del 2,66%, mientras que el tipo medio ponderado fue del 2,67%.

No obstante, el 29 de septiembre, cuando se realizaron los primeros contratos a tres meses con fecha de vencimiento a principios del año 2000, el EURIBOR a tres meses aumentó en más de 30 puntos básicos, para situarse en el 3,08%. Este aumento se debió a la percepción del mercado del problema del cambio de milenio, que afecta al nivel de los tipos de interés de los depósitos interbancarios que abarcan el período de finales de año, ya que los participantes en el mercado exigen el pago de un premio por la disponibilidad de fondos durante el período del cambio de milenio (véase en el presente *Boletín mensual* el artículo titulado «Los preparativos del SEBC para el año 2000»). A principios de octubre, el tipo de interés EURIBOR a tres meses aumentó de nuevo, situándose en el 3,25% el 5 de octubre, a medida que se fortalecían las expectativas sobre un aumento de los tipos de interés del BCE.

Las crecientes expectativas del mercado sobre un posible aumento de los tipos de interés a principios de octubre se reflejaron también en

## Recuadro 2

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

#### Adjudicaciones de las operaciones de política monetaria

Durante el octavo período de mantenimiento de reservas, que comenzó el 24 de agosto y finalizó el 23 de septiembre, el Eurosistema llevó a cabo cinco operaciones principales de financiación y una operación de financiación a más largo plazo. Todas las operaciones principales de financiación se realizaron a un tipo fijo del 2,5%. El volumen adjudicado fluctuó entre 61 y 92 mm de euros. La cuantía media de solicitudes presentadas a las operaciones principales de financiación disminuyó hasta 1.193,7 mm de euros, desde los 1.414,8 mm correspondientes al período de mantenimiento anterior. Especialmente el 21 de septiembre, en la última operación principal de financiación del período, el volumen de solicitudes disminuyó sustancialmente hasta los 660,5 mm de euros, reflejando la holgada situación de liquidez prevaleciente a finales del período de mantenimiento. Esto se reflejó también en los tipos de interés a un día, que cayeron por debajo del tipo principal de financiación de Eurosistema durante la última semana del período.

El porcentaje de adjudicaciones de las operaciones principales de financiación fluctuó entre el 4,3% y el 13,9%, en comparación con el 4,8% y el 5,4% correspondientes al séptimo período de mantenimiento. El considerable aumento del porcentaje de adjudicaciones en la última operación reflejó principalmente el menor volumen de solicitudes señalado anteriormente.

El 26 de agosto, el Eurosistema llevó a cabo una operación de financiación a más largo plazo mediante una subasta a tipo variable en la que el volumen de liquidez a adjudicar anunciado con antelación ascendió a 15 mm de euros, como en ocasiones anteriores. El número total de entidades de contrapartida que participaron en esta operación fue de 256 y el volumen total de solicitudes fue de 52,4 mm de euros, fijándose el tipo marginal en el 2,65%.

#### Contribuciones a la liquidez del sistema bancario

(mm de euros)

Media diaria durante el período comprendido entre el 24 de agosto y el 23 de septiembre de 1999

	<i>Inyección de liquidez</i>	<i>Drenaje de liquidez</i>	<i>Contribuciones netas</i>
<b>(a) Operaciones de política monetaria del Eurosistema</b>	<b>195,6</b>	<b>0,7</b>	<b>+ 194,9</b>
Operaciones principales de financiación	150,4	-	+ 150,4
Operaciones de financiación a más largo plazo	45,0	-	+ 45,0
Facilidades permanentes	0,2	0,7	- 0,5
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0
<b>(b) Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario</b>	<b>343,5</b>	<b>435,1</b>	<b>- 91,6</b>
Billetes en circulación	-	342,1	- 342,1
Depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema	-	51,4	- 51,4
Activos exteriores netos (incluido el oro)	343,5	-	+ 343,5
Otros factores (netos)	-	41,6	- 41,6
<b>(c) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes del Eurosistema (a) + (b)</b>			<b>103,3</b>
<b>(d) Reservas mínimas exigidas</b>			<b>102,6</b>

Fuente: BCE.

Pueden producirse discrepancias debidas a redondeo.

#### Utilización de las facilidades permanentes

Si se compara con el período de mantenimiento de reservas anterior, la utilización de ambas facilidades permanentes disminuyó en 0,3 mm de euros por término medio. La utilización media de la facilidad marginal de crédito

disminuyó desde 0,5 mm de euros hasta solo 0,2 mm de euros, mientras que la utilización media de la facilidad de depósito disminuyó desde 1 mm de euros hasta 0,7 mm. La mayor parte de la utilización de la facilidad de depósito se explica por la absorción a través de esta facilidad del exceso de liquidez del último día del período de mantenimiento de reservas, que ascendió a 16,1 mm de euros.

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

El efecto neto de drenaje de liquidez de los factores autónomos (es decir, de los que no están relacionados con la política monetaria) sobre la liquidez del sistema bancario (rúbrica (b) del cuadro anterior) fue de 91,6 mm de euros en promedio, es decir, 0,6 mm de euros más que durante el anterior período de mantenimiento. La suma de los factores autónomos fluctuó entre 83,9 mm de euros y 98,9 mm de euros, lo que implica una volatilidad algo menor que la del período anterior.

### Saldos de las entidades de contrapartida en cuentas corrientes

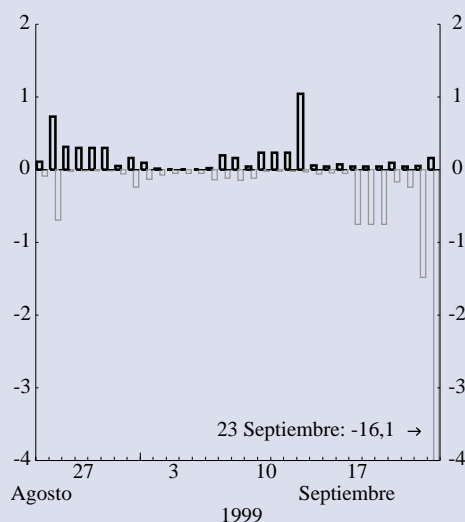
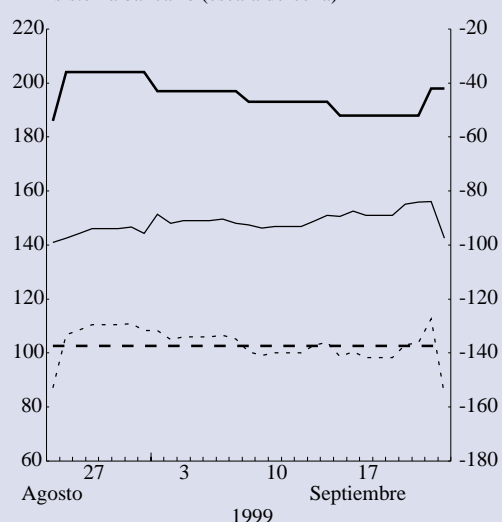
En el octavo período de mantenimiento de reservas, el saldo medio de las cuentas corrientes fue de 103,3 mm de euros, mientras que las reservas mínimas obligatorias ascendieron a 102,6 mm de euros. Si se compara con el anterior período de mantenimiento, la diferencia entre estas dos variables disminuyó, por tanto, en casi 0,2 mm de euros, para situarse en menos de 0,7 mm de euros. De esta cantidad, alrededor de 0,2 mm de euros correspondió a los saldos en cuentas corrientes que no contribuyen al cumplimiento de las reservas mínimas, al igual que ocurría en el período de mantenimiento anterior, mientras que aproximadamente 0,5 mm de euros reflejaban el exceso de reservas existente. Este es el volumen más bajo de exceso de reservas registrado hasta el momento. De hecho, antes del octavo período de mantenimiento, el volumen medio de exceso de reservas desde el inicio de la tercera fase se situaba cerca de los 0,7 mm de euros. Sin embargo, es demasiado pronto para decidir si la reducción observada en el volumen de exceso de reservas es de naturaleza permanente o es meramente transitoria.

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

(mm de euros; datos diarios)

- Liquidez proporcionada a través de las operaciones regulares de mercado abierto (escala izquierda)
- · Reservas obligatorias (escala izquierda)
- - - Saldos diarios en cuentas corrientes en el Eurosistema (escala izquierda)
- Otros factores que afectan a la liquidez del sistema bancario (escala derecha)

- ▬ Facilidad marginal de crédito
- Facilidad de depósito

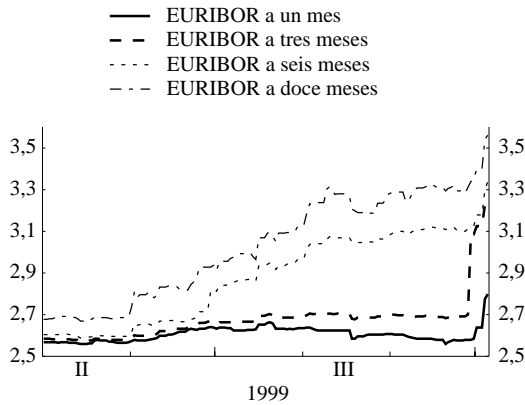


Fuente: BCE.

### Gráfico 3

#### Tipos de interés a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

otros instrumentos que se vieron poco afectados por el problema del milenio. Por ejemplo, el tipo de interés EURIBOR a un mes, que todavía no se ve afectado por el problema del milenio, subió aproximadamente 20 puntos básicos entre el 30 de septiembre y el 5 de octubre. El tipo de interés a tres meses de operaciones dobles, garantizadas por deuda pública, experimentó un incremento similar en el mismo período.

Igualmente, los tipos de interés a tres meses implícitos en los contratos de futuros con vencimiento en el año 2000 aumentaron considerablemente a principios de octubre. El 5 de octubre, los tipos de interés implícitos en contratos con vencimiento en marzo y junio del año 2000 se situaron en el 3,57% y el 3,85%, respectivamente, es decir, más de 20 puntos básicos por encima de los correspondientes a finales de septiembre de 1999.

Durante los últimos meses, los tipos de interés de otros instrumentos que se veían ya afectados por el problema del milenio —debido al hecho de que su vencimiento se extendía más allá de finales de año— aumentaron también a primeros de octubre. El tipo de interés a tres meses implícito en los contratos de futuros con vencimiento en diciembre de 1999 aumentó aproximadamente 20 puntos básicos entre finales de septiembre y el 5 de octubre, para situarse en el 3,43%. Los tipos de interés EURIBOR a tres

meses y a doce meses (véase gráfico 3) aumentaron también en septiembre y principios de octubre y se situaron, el 5 de octubre, en el 3,34% y el 3,56% respectivamente, lo que los colocaba 26 y 28 puntos básicos respectivamente, por encima de los correspondientes a finales de agosto.

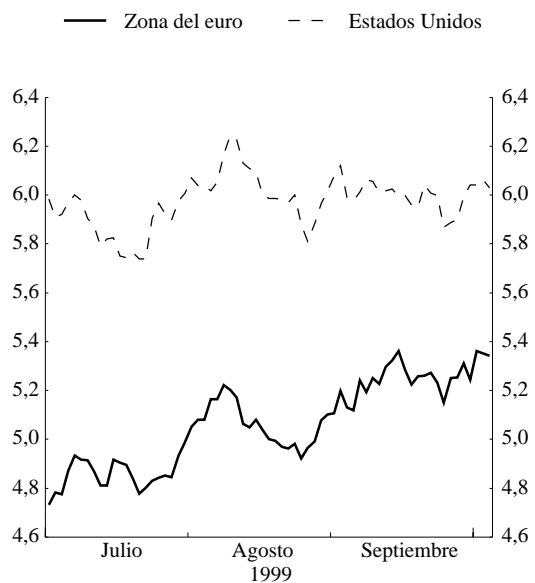
### El rendimiento de la deuda pública a largo plazo continuó aumentando en septiembre

Continuando la tendencia iniciada a principios de mayo de 1999, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro siguió aumentando en septiembre. El 5 de octubre, el nivel medio de la deuda pública a diez años de la zona se situó en el 5,34%, con un incremento de alrededor de 25 puntos básicos respecto a finales de agosto (véase gráfico 4) y de más de 130 puntos básicos respecto a los niveles observados a finales de 1998. Tal como venía sucediendo desde finales de primavera, estas presiones alcistas sobre el rendimiento de la deuda pública a diez años parecen haber estado principalmen-

### 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.

te asociadas con cambios en las expectativas sobre las perspectivas futuras de la actividad económica en la zona del euro, mientras que los factores internacionales parecen haber desempeñado un papel más limitado. De acuerdo con la importancia de los factores internos para explicar la evolución de los mercados de deuda pública durante el mes de septiembre, el diferencial entre el rendimiento de los bonos a diez años estadounidenses y los rendimientos de activos similares en la zona del euro se estrechó en más de 20 puntos básicos respecto a finales de agosto, situándose alrededor de los 70 puntos básicos a comienzos de octubre. Con ello, el diferencial volvió a los niveles registrados a finales de 1998, con un descenso de casi 90 puntos básicos respecto al máximo alcanzado a mediados de junio.

La influencia del entorno internacional sobre la evolución de los mercados de deuda pública nacionales fue de diversa naturaleza durante el mes de septiembre. En Estados Unidos, en línea con el patrón observado desde junio, el rendimiento de los bonos a largo plazo siguió fluctuando alrededor de niveles cercanos al 6% y mostró una tendencia poco clara durante el mes de septiembre. En conjunto, esta evolución fue el resultado de una combinación de influencias opuestas, que seguían reflejando cambios en las expectativas del mercado acerca de las perspectivas de evolución futura de los precios, mientras se mantenía la evidencia de una fuerte demanda interna en Estados Unidos. Entre los factores que pueden haber ejercido presiones bajistas sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo estadounidenses en septiembre, cabe señalar la evidencia continuada de moderadas presiones sobre los precios, un crecimiento del empleo inferior a lo previsto y revisiones a la baja de los datos del PIB relativos al segundo trimestre. Por otro lado, el desplazamiento de fondos hacia activos más seguros, relacionado con los significativos descensos de los precios de la renta variable estadounidense registrados en septiembre, puede haber contribuido a generar presiones bajistas. En cambio, unas opiniones empresariales más optimistas de lo esperado parecen haber ejercido nuevas presiones alcistas sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo estadounidenses a principios de octubre. Además, estas

presiones al alza aumentaron tras el anuncio de la decisión adoptada el 5 de octubre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de no modificar los tipos de interés oficiales, mientras consideraba la posibilidad de un endurecimiento de la política monetaria en el futuro.

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió cerca de 30 puntos básicos entre finales de agosto y el 5 de octubre. Estas presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública parecen haber estado unidas, en parte, a la considerable apreciación del tipo de cambio del yen frente a las principales divisas observada durante el mes de septiembre, que puede haber atraído importantes flujos de capital hacia los mercados de bonos japoneses.

La entrada en los mercados japoneses de estos importantes flujos de capital procedentes de otras partes del mundo, incluyendo la zona del euro, puede haber ejercido presiones alcistas sobre los tipos de interés a largo plazo de dicha zona, en particular durante la primera mitad del mes de septiembre. A ello cabe añadir los factores internos que, como se ha mencionado anteriormente, parecen haber desempeñado el papel principal a la hora de determinar los movimientos del rendimiento de la deuda pública del área en el mes de septiembre. En particular, los indicios de mejora tanto de la confianza de los consumidores como de la industrial, así como los positivos datos de producción industrial, pueden haber conducido a revisiones al alza de las expectativas de los participantes en los mercados financieros respecto al crecimiento futuro de la actividad económica de la zona del euro, con el consiguiente aumento del rendimiento de la deuda pública.

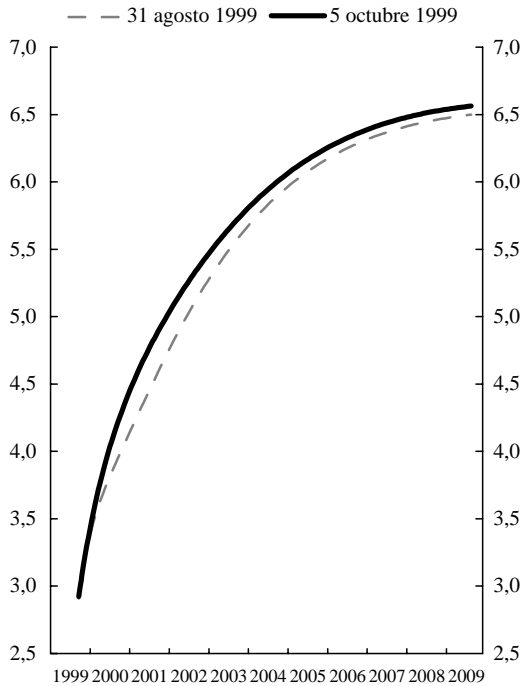
A raíz del incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, la pendiente de la curva de tipos *forward* se hizo más empinada en el medio y largo plazo entre finales de agosto y el 5 de octubre (véase gráfico 5). Esta mayor pendiente de la curva de rendimientos reflejó la persistencia de la tendencia observada a lo largo de la mayor parte de este año, en línea con el creciente optimismo de las perspectivas de la futura actividad económica.



### 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.

En el mercado francés de bonos indicados con la inflación, el aumento del rendimiento real de estos bonos fue similar, en magnitud, al incremento del rendimiento nominal. Como consecuencia de ello, la tasa de inflación «equivalente», derivada de la diferencia entre el rendimiento nominal y el rendimiento real de los bonos, se mantuvo, en general, estable entre finales de agosto y comienzos de octubre. Esto parecería respaldar la opinión de que la principal causa del aumento del rendimiento nominal de los bonos en el mes de septiembre fue el creciente optimismo acerca de las perspectivas de la actividad económica de la zona del euro. No obstante, como se explica en el recuadro 2 de la página 16 del Boletín mensual del BCE de febrero, debe interpretarse con cautela la evolución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación, dado

el menor nivel de liquidez que suele caracterizar a estos mercados.

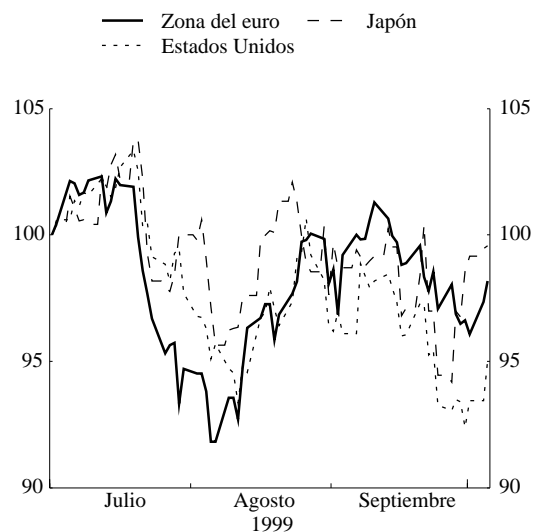
### Las cotizaciones bursátiles permanecieron estables en septiembre

Tras los significativos aumentos observados en agosto de 1999 en un entorno relativamente volátil, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro experimentaron, en general, escasas variaciones en el mes de septiembre. El 5 de octubre, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se encontraba alrededor del mismo nivel que a finales de agosto (véase gráfico 6), lo que supuso un aumento de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro superior al 8% respecto a los niveles alcanzados a finales de 1998. En el contexto de unas expectativas más optimistas sobre la actividad económica de la zona del euro, parece que la volatilidad de las cotizaciones bursátiles del área se debió, principalmente, al contagio de los descensos de las cotizaciones estadounidenses en el mes de septiembre. Por otra parte, la trayectoria alcista de las obligaciones a largo plazo nacionales mencionada ante-

### Gráfico 6

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

(1 julio 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.

riormente puede haber ejercido presiones bajistas sobre las cotizaciones bursátiles.

Por lo que se refiere al contexto general de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, en Estados Unidos el índice Standard and Poor's 500 registró un descenso ligeramente por encima del 1% entre finales de agosto y el 5 de octubre de 1999, situando las cotizaciones estadounidenses un 8% por debajo de los niveles máximos alcanzados a finales de julio. Pese a los indicios de persistente fortaleza de la actividad económica en Estados Unidos, las incertidumbres acerca de si el crecimiento futuro de los beneficios empresariales se correspondería con las expectativas reflejadas en los precios de la renta variable parecen haber tenido una influencia moderadora sobre las cotizaciones bursátiles estadounidenses.

En Japón, el índice Nikkei 225 registró un aumento del 2% entre finales de agosto y el 5 de octubre. Esta evolución general pareció reflejar una combinación de influencias opuestas. Uno de los factores que pudo haber estado en el origen del alza de las cotizaciones bursátiles fue

el descenso del rendimiento de las obligaciones a largo plazo en Japón. Por otro lado, los indicios de mejora de las perspectivas respecto a la situación económica en Japón pueden haber contribuido también en este sentido. En cambio, el contagio negativo de los descensos de las cotizaciones bursátiles estadounidenses, así como la persistente fortaleza del yen, pueden haber contrarrestado esos efectos.

Además de la influencia negativa del descenso de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos, parece que los factores internos tuvieron efectos compensatorios sobre la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro entre finales de agosto y comienzos de octubre. Mientras que el aumento adicional del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede haber ejercido presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles de la zona, al rebajar la valoración actual de los flujos futuros de beneficios empresariales, parece que este efecto ha sido compensado por unas expectativas más optimistas acerca de la actividad económica de la zona del euro.

## 2 Evolución de los precios

### La subida de los precios energéticos ha afectado a la tasa de variación del IAPC

La tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro ascendió al 1,2% en agosto de 1999, tras haberse situado en el 1,1% en julio y en el 0,9% en junio de 1999. Ello se debió, casi por completo, a la evolución de los precios energéticos, que reflejó, a su vez, el aumento continuado del precio del petróleo en los mercados mundiales desde comienzos de este año. Este precio alcanzó un nivel medio de 19,2 euros por barril en agosto de 1999. En contraste con la evolución de los precios energéticos, la tasa interanual de los otros componentes principales

del IAPC ha caído o no se ha modificado (véanse cuadro 2 y gráfico 7).

En concreto, la evolución de los precios de los alimentos no elaborados ha compensado, en parte, el efecto del aumento de los precios energéticos durante los últimos meses. En agosto de 1999, los precios de los alimentos no elaborados descendieron por tercer mes consecutivo y se situaron un 1,6% por debajo del año anterior (en comparación con la reducción del 1,4% registrada en julio de 1999). Como en meses anteriores, la disminución de los precios de estos alimentos puede explicarse, en gran medida, por la bajada de los precios de las frutas y las hortalizas, como consecuencia de factores estacionales. La tasa de variación interanual de los precios 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	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				IV	I	II	III	Abr.	Mayo	Junio	Julio	Ago.	Sep.
<b>Índice armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y sus componentes</b>													
Índice general	2,2	1,6	1,1	0,8	0,8	1,0	.	1,1	1,0	0,9	1,1	1,2	.
<i>Del cual:</i>													
Bienes	1,8	1,2	0,6	0,2	0,3	0,6	.	0,7	0,6	0,5	0,7	0,9	.
Alimentos	1,9	1,4	1,6	1,1	1,3	0,6	.	1,2	0,6	0,1	-0,1	-0,2	.
Alimentos elaborados	2,0	1,4	1,4	1,2	1,2	0,9	.	1,1	0,8	0,7	0,7	0,7	.
Alimentos no elaborados	1,7	1,4	2,0	0,8	1,5	0,3	.	1,2	0,4	-0,7	-1,4	-1,6	.
Bienes industriales	1,8	1,0	0,1	-0,2	-0,2	0,6	.	0,6	0,6	0,8	1,1	1,5	.
Bienes indust. no energéticos	1,4	0,5	0,9	0,9	0,8	0,6	.	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	.
Energía	3,0	2,8	-2,6	-4,4	-3,8	0,8	.	0,3	0,5	1,4	3,2	5,0	.
Servicios	2,9	2,4	2,0	2,0	1,7	1,6	.	1,7	1,5	1,5	1,6	1,5	.
<b>Otros indicadores de precios y costes</b>													
Precios industriales <sup>1)</sup>	0,4	1,1	-0,8	-2,3	-2,6	-1,3	.	-1,6	-1,4	-1,0	-0,4	.	.
Costes laborales industriales <sup>2)</sup>	2,0	0,7	.	.	.	.	.	-	-	-	-	-	-
Productividad del trabajo <sup>2)</sup>	1,2	1,8	.	.	.	.	.	-	-	-	-	-	-
Remuneración por asalariado <sup>2)</sup>	3,2	2,6	.	.	.	.	.	-	-	-	-	-	-
Costes laborales por hora <sup>3)</sup>	2,5	2,5	1,6	1,9	1,8	.	.	-	-	-	-	-	-
Precios del petróleo (EUR/barril) <sup>4)</sup>	15,9	17,1	12,0	10,1	10,3	15,0	19,7	14,4	14,9	15,6	18,1	19,2	21,8
Precios materias primas <sup>5)</sup>	-6,9	12,9	-12,5	-20,5	-16,0	-8,2	1,1	-12,5	-7,8	-4,2	-2,3	-0,5	6,6

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

1) Excluida la construcción.

2) Total de la economía.

3) Total de la economía (excluidas la agricultura, las Administraciones Públicas, la educación, la sanidad y otros servicios).

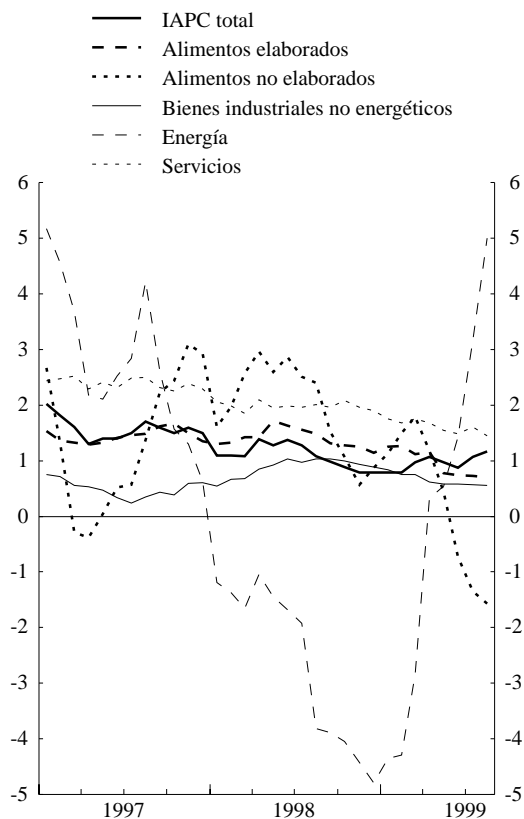
4) Brent (para entrega dentro de un mes). ECU hasta diciembre de 1998.

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

## Gráfico 7

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

(tasas interanuales de variación; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

los servicios pasó del 1,6%, correspondiente a julio, al 1,5% observado en agosto. Esto obedeció a la desaparición del efecto alcista transitorio sobre los precios de los viajes organizados en julio. En este mismo mes, la tasa de variación de los precios de los otros componentes principales del IAPC, es decir, los bienes industriales no energéticos y los alimentos elaborados, se mantuvo sin cambios en el 0,6% y el 0,7%, respectivamente. La tasa de variación interanual del IAPC que excluye la energía y los alimentos estacionales descendió desde el 1,1%, registrado en enero, al 0,9% en mayo de 1999, permaneciendo prácticamente inalterada desde entonces.

Si se considera el futuro inmediato, hay factores que indican que los precios podrían experimentar alguna presión alcista durante los próximos meses. Y lo que es más importante, cabe esperar que, en esos meses, el incremento adicional de los precios del petróleo en los mercados mundiales en septiembre tenga un efecto directo en el IAPC a través de la subida de los precios energéticos. Los precios del petróleo aumentaron durante la mayor parte de septiembre hasta alcanzar un nivel medio de 21,8 euros durante el conjunto del mes, pero disminuyeron algo a comienzos de octubre y se situaron en 21,3 euros por barril el 6 de octubre. La tasa de variación interanual de los precios de consumo también registrará un incremento adicional, debido a que, a finales de 1998, los precios energéticos todavía se encontraban en una trayectoria descendente. Además, el aumento de los precios del petróleo desde febrero de 1999, al hacer subir los precios de los bienes intermedios, ha dado lugar a un crecimiento gradual de los precios industriales; y es de esperar que estos tengan, en el futuro, un efecto alcista, en particular, sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC. La tasa de variación de los precios industriales ha disminuido en los últimos meses y se ha situado en el 0,4% en julio de 1999. No se disponen de nuevos datos sobre la evolución de los costes laborales desde la edición de septiembre del *Boletín mensual del BCE*. Hasta ahora no hay indicios de que, en 1999, se vaya a producir un aumento en la tasa de variación de los costes laborales, medidos por los costes laborales unitarios y los costes laborales por hora totales, pero es necesario realizar un seguimiento estrecho de su evolución futura (véase recuadro 3). Por otro lado, es de esperar que la creciente competencia y desregulación, sobre todo en el sector servicios, presione a la baja sobre los márgenes y, por lo tanto, sobre los precios de los componentes individuales del IAPC.

### Recuadro 3

#### El análisis de la evolución de los salarios y costes laborales en la zona del euro

##### Datos de salarios y costes laborales en la zona del euro

El análisis de la evolución de los salarios y los costes laborales en la zona del euro se basa en un conjunto de fuentes de datos e información disponibles, tanto de la zona del euro en su conjunto como del ámbito nacional. El proceso de formación salarial varía dentro de la zona del euro, debido a diferencias en el marco institucional, en las estructuras económicas y en las prácticas nacionales. En consecuencia, los datos nacionales sobre salarios y costes laborales se basan con frecuencia en definiciones distintas, lo que dificulta su agregación. Por la misma razón, la disponibilidad de datos armonizados sobre salarios y costes laborales para el conjunto de la zona es escasa.

Los dos principales indicadores para el conjunto de la zona son los costes laborales unitarios (obtenidos a partir de las cuentas nacionales trimestrales) y el índice de coste laboral por hora trabajada, que proporcionó Eurostat por primera vez en abril de 1999. En las cuentas nacionales trimestrales, los costes laborales unitarios se calculan como la ratio entre la remuneración por empleado y la productividad del trabajo. Aunque en el marco del SEC 95 los costes laborales unitarios y sus componentes estarán finalmente disponibles para seis sectores con un retardo mínimo, actualmente no se dispone de información ni de desagregación sobre los costes laborales unitarios. En algunos casos, los Estados miembros no han proporcionado cuentas nacionales recopiladas de acuerdo con el SEC 95 (y han dejado de publicar datos según las antiguas definiciones); en otros países, los datos de empleo que son necesarios para el cálculo de los costes laborales unitarios están temporalmente retenidos o no están disponibles con el desglose sectorial requerido. Una vez que se hayan resuelto estos problemas iniciales, se normalizará el carácter provisional de este indicador. De acuerdo con la información de que se dispone, será posible contar con los datos del SEC 95 sobre costes laborales unitarios en la zona del euro a principios del año 2000, y a partir de ahí continuará la publicación normal de dichos datos.

Eurostat recopila también un índice de coste laboral por hora trabajada, sobre la base de datos nacionales provenientes de encuestas empresariales y fuentes administrativas. Aunque estos datos no están plenamente armonizados, son razonablemente comparables, ya que los Estados miembros tratan de utilizar en sus métodos de cálculo, definiciones adoptadas de común acuerdo. Entre los costes laborales se incluyen los sueldos y salarios brutos, así como las contribuciones a la Seguridad Social pagadas por el empresario. El coste laboral por hora trabajada se define como la ratio entre este coste para todos los empleados (incluyendo los trabajadores a tiempo parcial, los empleados ocasionales y los aprendices) y el volumen de horas trabajadas. Eurostat proporciona normalmente este indicador para la industria y para la economía en su conjunto, con un retraso de alrededor de tres meses. De hecho, los datos en los que se basan los índices cubren las actividades económicas comprendidas entre la C y la K, según la clasificación estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea, "NACE Rev. 1". Los datos incluyen, por tanto, todas las actividades económicas de mercado, excepto la agricultura, la pesca, silvicultura, educación, sanidad, ocio, información y servicios personales. Para el conjunto de la economía, se proporciona también un desglose entre sueldos y salarios, y otros costes laborales no salariales. Desde la publicación por primera vez del índice de costes laborales por hora trabajada en abril de 1999, la calidad de los datos ha mejorado, y se espera que lo haga aún más, a medida que los Estados miembros incorporen los sectores más pequeños de la economía, que inicialmente quedaron excluidos, o que se mejore la estimación del volumen de horas trabajadas.

Aparte del índice de coste laboral por hora trabajada, Eurostat proporciona también índices convencionales de ganancias salariales que cubren un período más largo de tiempo. Dichos índices se basan en datos nacionales que no han sido armonizados, e incluyen los sueldos y salarios pagados directa y regularmente por el empresario. Incluyen las contribuciones sociales y los impuestos sobre la renta pagados por el empleado, incluyendo aquellos retenidos por el empresario y pagados directamente por él a la Seguridad Social o a las autoridades fiscales. Sin embargo, existen diferencias significativas en los métodos de cálculo utilizados en los diferentes países de la zona del euro. Por consiguiente, el agregado para el conjunto de la zona debe interpretarse con considerable cautela.

### **Una evaluación prospectiva de la evolución salarial**

El seguimiento de la evolución salarial requiere mucha más información de la que proporcionan los datos descritos anteriormente para el conjunto de la zona del euro. Esto resulta especialmente cierto teniendo en cuenta que dichos datos se proporcionan con inevitables desfases y no parece que presenten propiedades de indicadores adelantados. Un elemento fundamental en el proceso de determinación de los salarios es el resultado de la negociación colectiva. El resultado de los acuerdos salariales constituye un indicador básico de la evolución salarial futura. Sin embargo, el impacto de la negociación sobre la evolución efectiva de los salarios depende del contenido preciso de dichos acuerdos, que incluyen, además de los aumentos salariales normales, posibles pagos específicos, restricciones a las horas extraordinarias o a su remuneración, y otros acuerdos específicos. Desde el punto de vista macroeconómico, deben tenerse también en cuenta el número de empleados cubierto por la negociación colectiva y la deriva salarial, que refleja el impacto de la situación coyuntural sobre los salarios efectivamente pagados a través de las fluctuaciones de las bonificaciones y horas extraordinarias, así como otros factores específicos tales como el papel de liderazgo que representan ciertos sectores, o el incremento fijado para el salario mínimo. Los cambios estructurales en los mercados de trabajo pueden afectar también al proceso de negociación salarial y a su impacto sobre la evolución efectiva de los salarios. En resumen, la evaluación prospectiva de la evolución salarial no es una tarea sencilla, y requiere un profundo análisis de un amplio conjunto de fuentes de información.

### 3 Producto, demanda y mercado de trabajo

#### Revisión de las estimaciones de crecimiento del PIB real

Según las cifras de la contabilidad nacional publicadas por Eurostat, se estima que el crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,3% en el segundo trimestre de 1999. Los últimos datos publicados contenían también algunas revisiones a la baja de los datos relativos a los trimestres anteriores. Se estima ahora que el crecimiento intertrimestral del PIB real en el cuarto trimestre de 1998 fue del 0,1%, es decir, unos 0,2 puntos porcentuales por debajo de la previsión anterior. De forma similar, la estimación para el primer trimestre de 1999 ha sido revisada a la baja en unos 0,1 puntos porcentuales, hasta situarla en el 0,4%. El patrón trimestral, que muestra un incremento de la tasa de crecimiento desde finales de 1998, no se vio afectado por estas revisiones. El mayor crecimiento registrado en la primera mitad de 1999 se debió a una contribución menos negativa de las exportaciones netas al crecimiento, mientras que la tasa de crecimiento de la demanda interna fue ligeramente inferior (véase cuadro 3). El patrón de crecimiento en los dos primeros trimestres de este año se vio igualmente afectado por fac-

tores tales como las condiciones atmosféricas y el calendario de días festivos. Por tanto, el empeoramiento de los datos de demanda interna no debería interpretarse como una interrupción de la recuperación económica.

De una forma más general, debe tenerse en cuenta que, en la actualidad, las estimaciones de Eurostat se basan, en gran medida, en los datos recopilados de acuerdo con la metodología del nuevo SEC 95. Considerando el gran alcance del cambio al SEC 95, no puede excluirse la posibilidad de revisiones de estas primeras estimaciones del PIB para el segundo trimestre de 1999, así como de revisiones adicionales de datos anteriores. Se espera que una estimación revisada de las cuentas nacionales para el segundo trimestre de 1999 se publique el 11 de octubre. Como se mencionó antes, los nuevos datos han dado lugar a ligeras revisiones a la baja del crecimiento del PIB de la zona del euro en los últimos trimestres. Si bien las perspectivas de crecimiento intertrimestral del PIB en la segunda mitad de 1999 se han mantenido estables o pueden, incluso, haber mejorado ligeramente desde la publicación del *Boletín mensual del BCE* de septiembre, las últimas revisiones a la baja de datos

**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	1999	1999	1998	1998	1998	1999	1999
				II	III	IV	I	II	II	III	IV	I	II
Producto interior bruto real	1,3	2,2	2,7	2,8	2,6	1,9	1,6	1,5	0,5	0,5	0,1	0,4	0,3
<i>Del cual:</i>													
Demanda nacional	0,9	1,7	3,3	3,0	3,6	3,1	2,5	2,4	0,4	0,8	0,7	0,6	0,3
Consumo privado	1,4	1,3	2,7	2,6	3,2	2,8	2,6	2,0	0,7	0,7	0,4	0,7	0,1
Consumo público	1,8	0,3	1,2	1,3	1,1	1,0	1,2	1,5	0,1	0,1	-0,2	1,3	0,3
Formación bruta de capital fijo	0,9	2,1	4,2	2,9	4,6	3,2	4,2	5,2	-0,9	2,3	0,1	2,5	0,1
Variación de existencias <sup>3)</sup>	-0,5	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	0,5	-0,6	0,1
Demanda exterior neta <sup>3)</sup>	0,4	0,6	-0,5	-0,1	-0,8	-1,1	-0,8	-0,8	0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,0
Exportaciones <sup>4)</sup>	4,4	9,9	6,3	8,9	4,4	1,0	-0,1	0,2	1,3	0,0	-1,5	0,1	1,7
Importaciones <sup>4)</sup>	3,1	8,7	8,5	10,1	7,6	4,6	2,4	2,9	1,2	0,6	0,1	0,5	1,7

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

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

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

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

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

anteriores entrañarían la revisión correspondiente de la tasa final de crecimiento medio del PIB de la zona del euro en 1999.

### La actividad económica sigue mejorando gradualmente

En la actualidad se dispone de datos de producción industrial hasta julio de 1999. Estos datos proporcionan una evidencia adicional de crecimiento de la actividad en el sector industrial. Como se aprecia en el cuadro 4, la producción industrial excluida la construcción, medida mediante medias móviles centradas de tres meses, aumentó un 0,7% en el período de mayo a julio respecto al anterior período de tres meses comprendido entre febrero y abril. En comparación, la producción industrial se mantuvo, en general, estable en el primer trimestre de 1999 respecto al trimestre anterior y siguió descendiendo en el último trimestre de 1998. Teniendo en cuenta la variabilidad de las cifras mensuales, los datos confirman el patrón de retorno gradual a tasas de crecimiento positivas de la producción industrial observado en los últimos meses. Por otra parte, la recuperación fue más generalizada, con una mejora de las tasas de crecimiento en todos los principales sectores de la producción manufacturera, aunque la tasa de crecimiento de la producción de bienes de equipo continuó siendo negativa en el período de mayo a julio de 1999.

En la fecha de cierre de este *Boletín mensual*, no se disponía de nuevos datos de las encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea. Como muestra el cuadro 5, la confianza industrial se recuperó en los últimos meses, volviendo a alcanzar su nivel medio a largo plazo del mes de julio (para un análisis más detallado de la evolución reciente de los indicadores de confianza, véase también el recuadro 4). Las fuentes nacionales disponibles indican un aumento adicional de la confianza industrial en agosto y septiembre de 1999. Los últimos datos de la estadística denominada *Purchasing Managers' Index* (PMI) confirman una mejora de la situación económica del sector manufacturero en el área del euro (véase gráfico 8). Estos datos muestran que este índice experimentó un aumento adicional en septiembre, situándose en 54,7, frente a 53,2 en agosto y 53 en julio. Por lo tanto, septiembre ha sido el sexto mes consecutivo en el que el índice ha superado el nivel clave de 50, tras producirse un cambio de tendencia en el cuarto trimestre de 1998. En septiembre de 1999, el aumento del PMI general se repartió bastante uniformemente entre sus cinco componentes. Este índice reflejó, en particular, un aumento adicional de nuevos pedidos y una ampliación de los plazos de entrega de proveedores, apuntando a un fortalecimiento de la demanda en el sector manufacturero.

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

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

Nota: Las tasas interanuales de variación están calculadas con datos ajustados por el número de días laborables; las tasas intermensuales y las de medias móviles centradas de tres meses sobre la media correspondiente a los tres meses anteriores están calculadas con datos desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables.



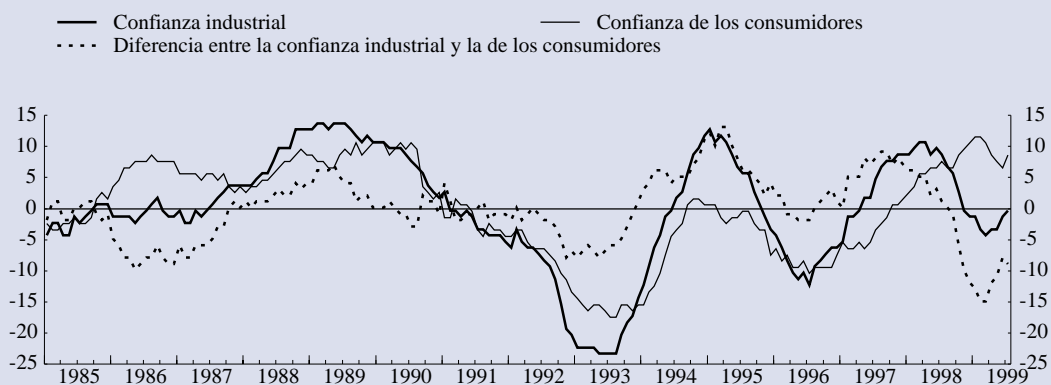
#### Recuadro 4

#### Evolución reciente de la confianza industrial y de los consumidores en la zona del euro

El rasgo más destacable de la evolución reciente de los datos de las encuestas de opinión ha sido la divergencia entre la confianza de la industria y de los consumidores en la segunda mitad de 1998. Desde una perspectiva de largo plazo, resulta inusual, tanto la magnitud de la diferencia, como el hecho de que los dos indicadores se movieran en direcciones opuestas durante varios meses (véase el gráfico siguiente). La confianza de los consumidores experimentó un aumento continuo hasta niveles nunca alcanzados, mientras que la confianza de la industria registraba persistentes caídas hasta niveles que se situaban por debajo de su media a largo plazo. En episodios anteriores de evolución divergente, la confianza de los consumidores ha seguido normalmente los movimientos de la confianza empresarial con un pequeño retraso, y las diferencias entre ambos indicadores han sido normalmente debidas a la mayor amplitud de los movimientos cíclicos de la confianza industrial. Cuando la diferencia alcanzó su punto máximo a principios de 1999, surgió la preocupación de que la confianza de los consumidores siguiera en el futuro el descenso de la confianza industrial y cayera con rapidez hasta niveles por debajo de su media histórica. Esto podría haber supuesto un impacto negativo sobre la demanda interna y podría, por tanto, haber retrasado la recuperación de la confianza industrial. Considerando los últimos acontecimientos hasta julio de 1999, la confianza industrial volvió a su nivel medio de largo plazo y la confianza de los consumidores permaneció relativamente cercana a los niveles más altos nunca alcanzados. Aunque el mencionado riesgo para el crecimiento de la demanda y la producción ha disminuido en gran medida, sigue abierta la cuestión de qué es lo que causó una divergencia tan amplia y prolongada entre los dos indicadores de confianza.

#### Confianza industrial y de los consumidores en la zona del euro

(porcentajes netos; datos mensuales)



Fuente: Encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea.

Nota: Los datos se calculan como desviaciones de la media desde enero de 1985.

#### Las divergencias pueden explicarse en términos de los componentes de la confianza industrial y de los consumidores

Las posibles causas de divergencia entre la confianza industrial y la de los consumidores pueden deducirse de las respectivas preguntas de la encuesta en que se basan estos indicadores compuestos. Para la confianza industrial, las tres preguntas se refieren a las expectativas de producción, la evaluación de la cartera de pedidos y la evaluación de las existencias de productos terminados, todas ellas estrechamente relacionadas con la evolución presente de la producción. Por el contrario, las cinco preguntas que subyacen a las series de confianza del consumidor se refieren a cuestiones de naturaleza más general. El análisis de correlación muestra que la evaluación por parte de las familias de su situación financiera, pasada y futura, refleja, en mayor medida, el crecimiento del empleo, que es el principal determinante de la renta de las familias,

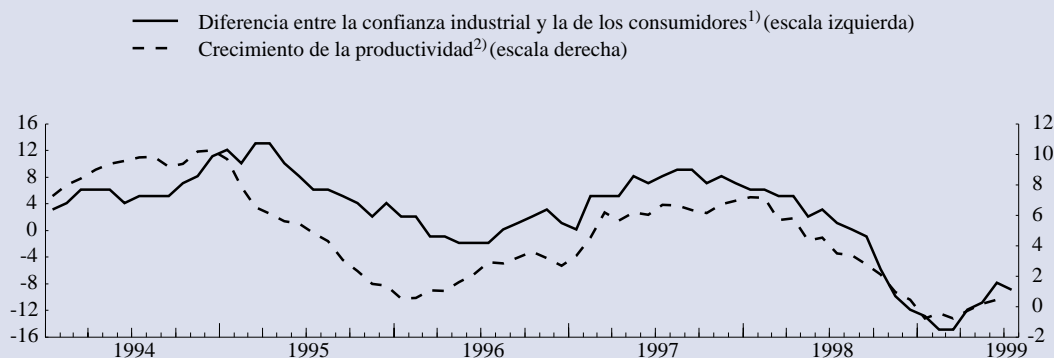
mientras que la evaluación de la situación económica general, pasada y futura, refleja también la evolución de la producción. Por último, la disposición a realizar compras importantes en el presente parece estar en menor medida determinada por la evolución contemporánea de la producción y el empleo que las otras cuatro respuestas. Mientras que para la confianza industrial las preguntas pueden considerarse más orientadas hacia el futuro, esto solo ocurre en menos de la mitad de las preguntas de la encuesta de confianza del consumidor, lo que da lugar a retardos entre los dos indicadores, que son similares a los que aparecen entre la evolución de la producción y la del empleo. Al mismo tiempo, la propiedad de indicador adelantado de los datos de confianza respecto de la evolución efectiva, se deriva de la puntual disponibilidad de los datos de las encuestas.

### Las divergencias reflejan aproximadamente el ciclo de la productividad

Dado que el crecimiento de la producción y el crecimiento del empleo parecen ser los principales determinantes, respectivamente, de la confianza industrial y de la de los consumidores, las diferencias entre los dos indicadores de confianza pueden considerarse reflejo de las diferencias entre el crecimiento de la producción y el del empleo, es decir, del crecimiento de la productividad. Puesto que las variaciones del crecimiento del empleo tienden a seguir el movimiento cíclico del crecimiento de la producción con un retardo más o menos estable, se espera que las diferencias entre la confianza de consumidores y la de los empresarios sean de corta duración y sigan la evolución cíclica regular del crecimiento de la productividad (véase gráfico más adelante). Hay que destacar que la encuesta empresarial cubre solo las empresas industriales, mientras que la encuesta a los consumidores cubre el sector de hogares en su conjunto. Esto implica que la confianza de los consumidores se verá influida por el crecimiento del empleo en el conjunto de la economía, en vez de solo en la industria, lo que dará lugar a una relación menos estrecha entre el crecimiento de la productividad en la industria y la diferencia entre los dos indicadores de confianza. No obstante, la evolución del sector industrial, tan sensible al ciclo, tiende a extenderse a partes importantes del sector servicios, contribuyendo a conformar la evolución del sector empresarial en su conjunto, y de la situación económica general, en mayor medida de lo que correspondería al peso del sector industrial en el PIB global. Si la percepción de la economía en su conjunto está dominada por la evolución de la industria, puede considerarse que la confianza industrial influye con especial fuerza sobre la evaluación de la situación económica general por parte de las familias, lo que llevaría a una relación más estrecha incluso con la confianza general de los consumidores. A menos que se produzca un prolongado desfase entre la evolución de la industria y la

### Crecimiento de la productividad y diferencia entre la confianza industrial y de los consumidores en la zona del euro

(porcentajes netos; tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuentes: Encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea y Eurostat.

1) Los datos se calculan como desviaciones de la media, desde enero de 1985.

2) Manufacturas: los datos se calculan utilizando medias móviles centradas de tres meses para la producción industrial.

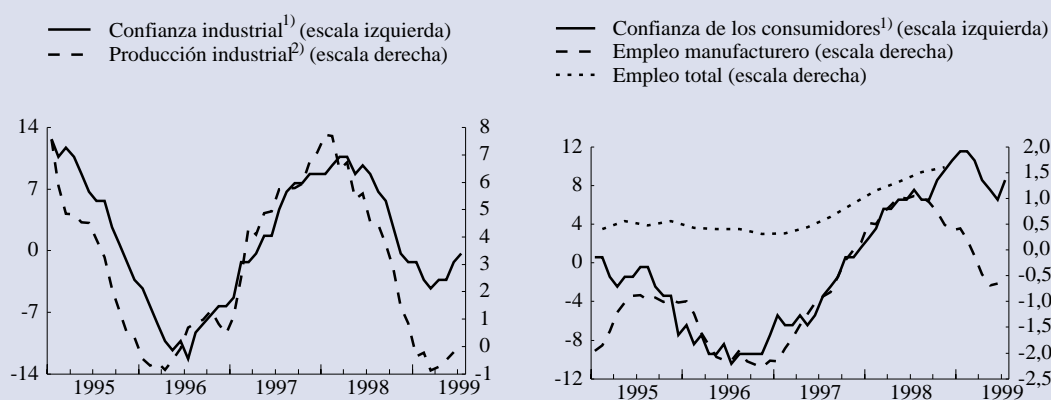
de los demás sectores de la economía, las divergencias entre la confianza industrial y de los consumidores será tan solo transitoria y quedará reflejada en el ciclo de la productividad manufacturera.

### La diferencia reciente se explica, en parte, por las pronunciadas diferencias en la evolución sectorial del empleo

Tanto la confianza industrial como la de los consumidores empezaron a mejorar a mediados de 1996, desde niveles inferiores a la media (véase el gráfico siguiente), pero la confianza industrial volvió a su nivel medio seis meses antes que la confianza de los consumidores, es decir, en mayo de 1997 en comparación con octubre de 1997, dando lugar a una diferencia positiva entre ambos indicadores. El crecimiento del empleo en el sector manufacturero mejoró a lo largo de 1997, y se hizo positivo a finales de dicho año. Las mismas tendencias de crecimiento se observaron también en el empleo total, aunque a tasas positivas, lo que provocó aumentos adicionales de la confianza de los consumidores. Al mismo tiempo, el crecimiento de la producción industrial y de la confianza industrial comenzaron a declinar a principios de 1998. La confianza de los consumidores siguió aumentando, a pesar de que en la segunda mitad de 1998 se registró una ralentización del crecimiento del empleo industrial, debido a la persistencia de un fuerte crecimiento en el empleo total. Esta divergencia subyacente en la evolución sectorial del crecimiento del empleo puede explicar la pronunciada diferencia en la confianza industrial y de los consumidores que surgió a principios de 1999. Hasta el momento, no se dispone de datos de crecimiento del empleo total en la primera mitad de 1999, pero no es de esperar más que una ligera ralentización del mismo, lo que explicaría por qué la confianza de los consumidores permaneció cercana a los altos niveles observados a principios de año. La confianza industrial empezó a recuperarse en consonancia con la recuperación del crecimiento de la producción a finales del primer trimestre de 1999. Esto implicaba una inversión parcial de la divergencia entre la evolución de la confianza industrial y la de los consumidores, coincidiendo con una evolución paralela del crecimiento de la productividad.

### Datos relativos a la confianza y a la evolución económica en la zona del euro

(porcentajes netos; tasas de variación interanual; datos mensuales, excepto para el empleo total)



Fuentes: Encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea y Eurostat.

1) Los datos se calculan como desviaciones de la media, desde enero de 1985.

2) Manufacturas: los datos se calculan utilizando medias móviles centradas de tres meses.

Los indicadores de coyuntura proporcionan alguna evidencia de una ligera desaceleración del crecimiento del consumo privado en la primera mitad de 1999 respecto a los niveles

elevados registrados en 1998. El crecimiento del volumen de ventas del comercio al por menor, que se situó alrededor del 3% en la segunda mitad de 1998, descendió ligeramen-

## Cuadro 5

### Resultados de las Encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea 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 empresarial <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 empresariales y del consumidor de la Comisión Europea.

1) Tasas interanuales de variación respecto al periodo 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.

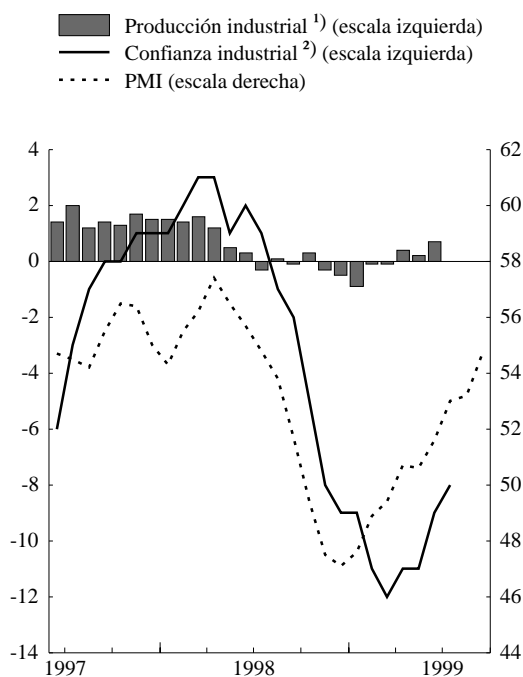
te, pero se mantuvo relativamente elevado, alrededor del 2%, en la primera mitad de 1999. Sin embargo, el crecimiento de las matriculaciones de automóviles experimentó una aceleración en los dos primeros trimestres de 1999, con un aumento del 7,1% y 8,3%, respectivamente, en relación con el año anterior, manteniéndose en línea con las tasas de crecimiento observadas en 1998. En julio y agosto, se registraron unos incrementos adicionales de un 10,4% y 5,3%, respectivamente.

La confianza de los consumidores volvió a repuntar en julio, tras experimentar un descenso durante cuatro meses consecutivos (véase cuadro 5). Pese a la disminución de la confianza observada en los primeros meses del año, la confianza de los consumidores se mantiene a un nivel elevado, superior al máximo alcanzado en el período comprendido entre mediados de 1990 y mediados de 1998. Así, de producirse alguna repercusión negativa de dicho descenso sobre el consumo, sería probablemente de alcance limitado. Además, la valoración por las familias de su situación financiera en el futuro, así como sus planes de grandes compras, siguen siendo favorables, pese a un empeoramiento de su valoración de la situación económica general en el primer trimestre de 1999.

## Gráfico 8

### Producción industrial, confianza industrial y encuesta empresarial (Purchasing Managers' Index) en la zona del euro

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat, encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea y Reuters.

1) Variación porcentual sobre la media móvil de tres meses anterior; datos desestacionalizados y ajustados por el número de días laborables; total industria, excluida la construcción.

2) Porcentajes netos.

En conjunto, los indicadores de coyuntura disponibles parecen señalar una evidencia creciente de que la contracción de la actividad industrial llegó a su fin al inicio del segundo trimestre de 1999. Si bien parece haberse producido un punto de inflexión en la actividad industrial, es demasiado pronto para sacar conclusiones definitivas en relación con la velocidad y la magnitud de esta recuperación y, por lo tanto, con su impacto sobre el crecimiento general. Al mismo tiempo, la confianza de los consumidores se mantiene elevada. En particular, el hecho de que parece haberse mantenido el relativo dinamismo del crecimiento del consumo de bienes duraderos en la primera mitad de 1999 puede indicar un alto grado de confianza sobre rentas futuras.

### El desempleo se mantiene prácticamente estable desde marzo de 1999

Aunque no se disponga en la actualidad de datos recientes sobre el empleo en el conjunto de la zona del euro, según las cifras nacionales y otros datos parciales, se estima que el crecimiento del empleo ha experimentado una cierta desaceleración en el segundo trimestre de 1999. En el primer trimestre, se estima que la creación neta de empleo ha seguido al mismo ritmo que en el cuarto trimestre de 1998 (es decir, un 0,4%, en términos intertrimestrales). El descenso más reciente del crecimiento del empleo se debe, principalmente, a la evolución desfavorable

del sector manufacturero, en el que el empleo descendió un 0,4%, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de este año. Esta reducción del empleo refleja el debilitamiento de la producción industrial observado desde el último trimestre de 1998. Sin embargo, se espera que esta disminución sea transitoria, dado que las encuestas empresariales en el sector manufacturero apuntan a unas perspectivas de empleo más favorables para la segunda mitad del año. En el sector servicios, el empleo parece haber seguido creciendo a un ritmo constante, mientras la confianza de los consumidores y el consumo privado se mantenían estables. En dicho sector, el uso creciente de formas de empleo más flexibles, tales como los contratos temporales y el trabajo a tiempo parcial, en conjunción con un crecimiento de los salarios, por lo general, moderado, puede haber contribuido a promover el crecimiento del empleo en el pasado reciente.

Al cierre de este *Boletín mensual*, no se disponía todavía de datos relativos a la tasa de paro normalizada del mes de agosto. Tal como se indicaba en el *Boletín mensual del BCE* de septiembre, la tasa de desempleo de la zona del euro se situó en el 10,2% en julio de 1999, es decir, 0,1 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en los cuatro meses anteriores. Las cifras nacionales disponibles sugieren que, en agosto, la tasa de paro de la zona del euro se mantuvo estabilizada respecto a julio o puede, incluso, haber aumentado ligeramente. Este comportamiento estaría en concordancia

## Cuadro 6 Crecimiento del empleo en la zona del euro

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

	1997	1998	1998	1998	1999	1999	1998	1998	1999	1999	1999	1999	1999
			III	IV	I	II	III	IV	I	II	Abr.	May.	Jun.
	Tasas intertrimestrales <sup>1)</sup>												
Total de la economía <sup>2)</sup>	0,6	1,4	1,5	1,6	.	.	0,5	0,4	.	.	-	-	-
Total de la industria	-1,4	-0,9	0,3	0,4	0,1	.	1,8	-0,1	-0,3	.	.	.	.
Construcción	-0,4	-1,0	-0,3	2,1	2,6	.	3,2	1,7	0,6	.	.	.	.
Total industria, excluida la construcción	-1,4	0,5	0,7	0,2	-0,2	-0,8	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,7	-0,9	-0,8
Manufacturas	-1,0	0,8	1,0	0,5	0,2	-0,6	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7

Fuentes: Estadísticas nacionales y Eurostat (*Short-term Business Statistics*).

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

2) Excluidos Bélgica e Irlanda; datos desestacionalizados.

## Cuadro 7

### Desempleo en la zona del euro

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

Fuente: Eurostat.

Nota: De acuerdo con las recomendaciones de la OIT.

1) En 1998 esta categoría representaba un 24,5% del desempleo total.

2) En 1998 esta categoría representaba un 75,5% del desempleo total.

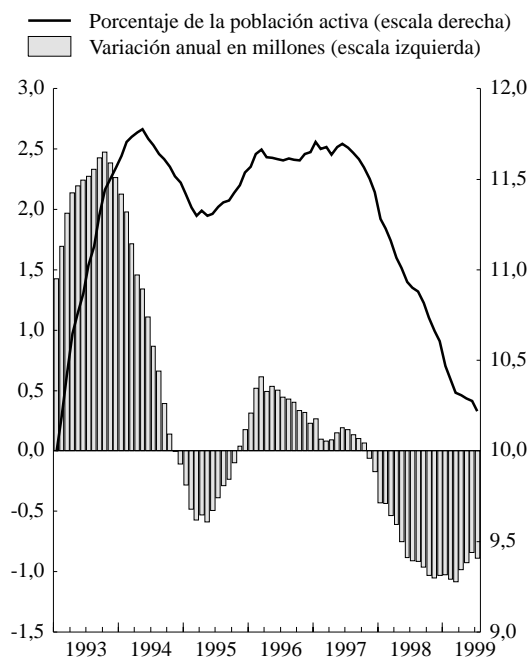
con la desaceleración del crecimiento del empleo experimentada en el segundo trimestre de 1999. El mantenimiento de la tasa de paro observado desde marzo de 1999 podría ser, en parte, el resultado de los recortes que algunos países realizaron el año pasado en sus planes de fomento del empleo. En particular, este factor podría explicar la desaceleración del descenso del desempleo juvenil en el segundo trimestre de 1999.

En resumen, parece que la desaceleración temporal de la actividad económica registrada a finales del año pasado podría haber tenido un impacto limitado y transitorio sobre el crecimiento del empleo. Sin embargo, es difícil valorar la evolución real del empleo debido al hecho de que algunos de los datos no están todavía disponibles. En conjunto, parece haberse observado un descenso muy limitado del desempleo en la zona del euro desde marzo, reflejando que se ha producido una disminución adicional de la tasa de paro únicamente en un número reducido de países de la zona del euro.

## Gráfico 9

### Desempleo en la zona del euro

(datos mensuales; series desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

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

### El euro en términos efectivos se mantiene, en general, estable, a pesar de las fluctuaciones frente a las principales divisas.

El rápido fortalecimiento del yen japonés frente a otras divisas importantes, que se produjo sobre todo en la primera quincena del mes de septiembre, siguió siendo el hecho dominante

en los mercados de cambios durante ese mes. Dicho fortalecimiento tuvo lugar en un contexto de mejora de las perspectivas económicas y de una actitud, en general, más positiva de los mercados en Japón. Hacia finales de septiembre, el euro se recuperó un poco frente al yen y también frente al dólar estadounidense, como consecuencia de nuevos indicios de repunte de la actividad económica en la zona del euro, de las

tensiones en los mercados bursátiles de Estados Unidos y de la publicación de los datos sobre el comercio exterior de este país. En los mercados de divisas de las economías emergentes se mantuvo bastante la calma durante el mes en un contexto de mejora de sus perspectivas económicas.

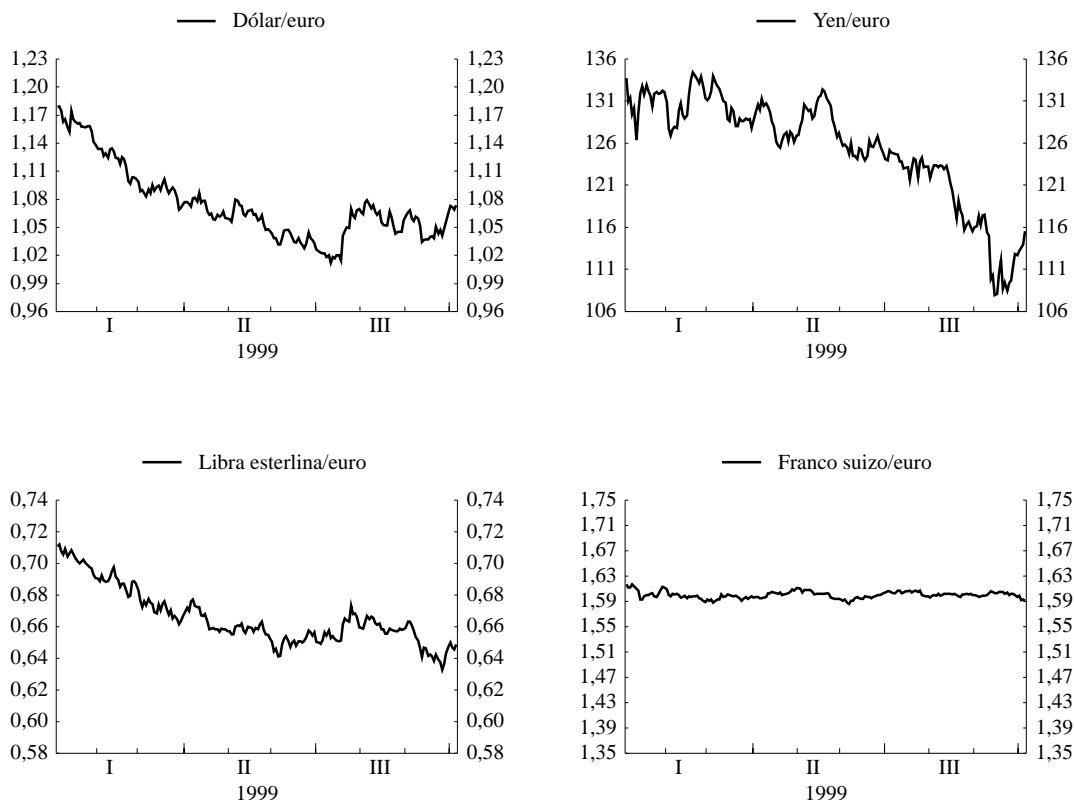
El euro perdió posiciones inicialmente frente al dólar estadounidense en septiembre, pero se recuperó rápidamente hacia finales de mes (véase gráfico 10). El vuelco en la cotización del euro frente al dólar se debió, en su mayor parte, a las expectativas de los mercados financieros con respecto a una subida de los tipos de interés en la zona del euro, en vista de los nuevos indicios de fortalecimiento de la actividad económica. Al mismo tiempo, la corrección a la baja de los mercados bursátiles en Estados Unidos a finales de septiembre y la publicación de los datos de comercio exterior que indicaban un nuevo aumento del déficit comercial estadounidense tuvieron repercusiones negativas so-

bre el dólar. Además, la revisión a la baja de las cifras trimestrales de crecimiento de la economía estadounidense en el segundo trimestre (de 1,8% a 1,6% en tasas anualizadas) contribuyó también al debilitamiento del dólar. El 6 de octubre el euro cotizaba a 1,07 dólares.

El yen japonés, que se ha estado revalorizando frente a otras divisas importantes desde primeros de agosto, mantuvo su trayectoria ascendente hasta mediados de septiembre. Solo en la primera quincena de septiembre, el yen se revalorizó un 7,5% frente al euro y un 5% frente al dólar estadounidense. A mediados de mes, había alcanzado ya un máximo de 108 yenes por euro y de 104 yenes por dólar (24% y 9% más que a comienzos de año, respectivamente). De esta manera, el yen registró frente al dólar su cotización máxima en casi cuatro años. La principal fuerza impulsora del fortalecimiento del yen fue la mejora de la situación económica de Japón y de sus perspectivas. Además de la mejoría que experimentó el crecimiento, otros fac-

### Gráfico 10 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

## Recuadro 5

### Tipos de cambio efectivos del euro

En esta edición del *Boletín mensual del BCE* se presentan, por primera vez, los índices de los tipos de cambio efectivos (TCE) del euro elaborados por el Banco Central Europeo (BCE) en colaboración con los bancos centrales nacionales de los 15 Estados miembros de la UE. Se considera que las series resultantes constituyen unos índices apropiados para resumir la evolución de los tipos de cambio en la zona del euro, y el Eurosistema se propone utilizarlos como instrumento común para medir la evolución cambiaria. Hasta ahora, el Eurosistema se ha basado en las series existentes, calculadas por el Banco de Pagos Internacionales (BPI). Dado que el método de cálculo es básicamente el mismo y que la cobertura de países con los que comercia la zona del euro es muy similar, las diferencias entre las series del BCE y las del BPI son mínimas. Las nuevas series de TCE se publicarán periódicamente en la sección “Estadísticas de la zona del euro” del *Boletín mensual* y, junto con los datos históricos completos, en la dirección del BCE en Internet, que contiene, además, información complementaria sobre estas series. A continuación se explican los principales aspectos de la metodología utilizada por el BCE para elaborar los índices del TCE de la zona del euro.

Los tipos de cambio efectivos son indicadores importantes para evaluar el entorno económico externo que afecta a un país o a una zona monetaria. El tipo de cambio efectivo *nominal* es una medida resumida del valor exterior de la moneda de un país o de una zona monetaria frente a las monedas de sus socios comerciales más importantes, mientras que el tipo de cambio efectivo *real* —que se obtiene deflactando el tipo de cambio nominal con los índices de precios apropiados— es el indicador de la competitividad internacional de precios y costes más comúnmente utilizado. El seguimiento de la evolución del tipo de cambio efectivo es un elemento importante del proceso de evaluación de la situación monetaria en la zona del euro que realiza el BCE, sobre todo, en la medida en que forma parte del segundo pilar de la estrategia de política monetaria del Eurosistema, es decir, de la evaluación de las perspectivas de la evolución de los precios, basada en un conjunto amplio de indicadores (esta estrategia fue presentada en el artículo “La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad”, publicado en la edición del *Boletín mensual del BCE* de enero de 1999).

A partir de ahora, se publicarán dos índices del tipo de cambio efectivo: un TCE nominal y el correspondiente TCE real, utilizando como deflactor el índice de precios de consumo. El TCE *nominal* estará disponible diariamente, mientras que el TCE *real* lo estará mensualmente. El TCE *nominal* del BCE se define como una media geométrica ponderada de los tipos de cambio bilaterales de mercado del euro frente a las monedas de 13 socios comerciales (véase el cuadro que se presenta a continuación). La importancia del comercio con la zona del euro, así como la disponibilidad de los datos, fueron los principales criterios en que se basó la selección de los países. El TCE real del BCE es la media geométrica ponderada de los precios de consumo relativos entre la zona del euro y cada uno de sus socios comerciales, expresados en moneda común. Los índices de precios utilizados para la zona del euro, los otros Estados miembros de la UE y Noruega son los Índices Armonizados de Precios de Consumo (IAPC) que publica Eurostat, mientras que, para los demás países, se utilizan los índices de precios de consumo (IPC) nacionales.

Las ponderaciones correspondientes a los 13 socios comerciales se obtienen a partir del comercio de manufacturas de la zona del euro (CUCI 5-8) con estos países, promediado para el período 1995 a 1997. Las ponderaciones de cada país se calculan como promedio de las cuotas de exportación y de importación, por lo cual se adopta el método de “doble ponderación” al calcular las cuotas de exportación, para recoger debidamente los efectos de terceros mercados, es decir, el hecho de que los exportadores de la zona del euro compiten en los mercados extranjeros tanto con los productores nacionales como con otros exportadores<sup>1</sup>. Aunque el sistema de ponderaciones es fijo, como estas se aplican de manera uniforme a todo el período para el que se calcula el índice, las ponderaciones se actualizarán cada cinco años para poder tomar en consideración los cambios graduales en la estructura del comercio exterior. Para el período anterior a la introducción del euro, el índice del TCE utiliza ponderaciones de comercio a fin de determinar los tipos de cambio “teóricos” de esta moneda. Dichas ponderaciones se basan en la media

<sup>1</sup> P. Turner y J. Van't dack presentan una descripción detallada del método de doble ponderación para tener en cuenta los efectos de terceros mercados en «Measuring International Price and Cost Competitiveness», BIS Economic Paper N° 39, 1993.



móvil trienal (1995-1997) del comercio de mercancías de cada uno de los Estados miembros de la zona del euro en el comercio exterior con los países que no forman parte de dicha zona (véase el cuadro siguiente).

### Ponderaciones de los 13 principales socios comerciales en el índice del tipo de cambio efectivo del BCE

(en porcentaje)

Países	Ponderaciones TCE
Estados Unidos	24,72
Reino Unido	23,92
Japón	14,78
Suiza	8,71
Suecia	6,14
Corea	4,80
RAE de Hong Kong <sup>1)</sup>	3,83
Dinamarca	3,45
Singapur	3,44
Canadá	1,93
Noruega	1,68
Grecia	1,47
Australia	1,12

Fuente: BCE.

Las ponderaciones pueden no sumar el 100% debido al redondeo.

1) Región administrativa especial.

### Ponderaciones del euro «teórico»

(en porcentaje)

Antiguas monedas nacionales de la UEM	Ponderaciones euro «teórico»
Marco alemán	34,66
Franco francés	17,83
Lira italiana	14,34
Florín holandés	9,19
Franco belga y luxemburgués	8,01
Peseta	4,95
Libra irlandesa	3,75
Marco finlandés	3,27
Chelín austríaco	2,91
Escudo portugués	1,08

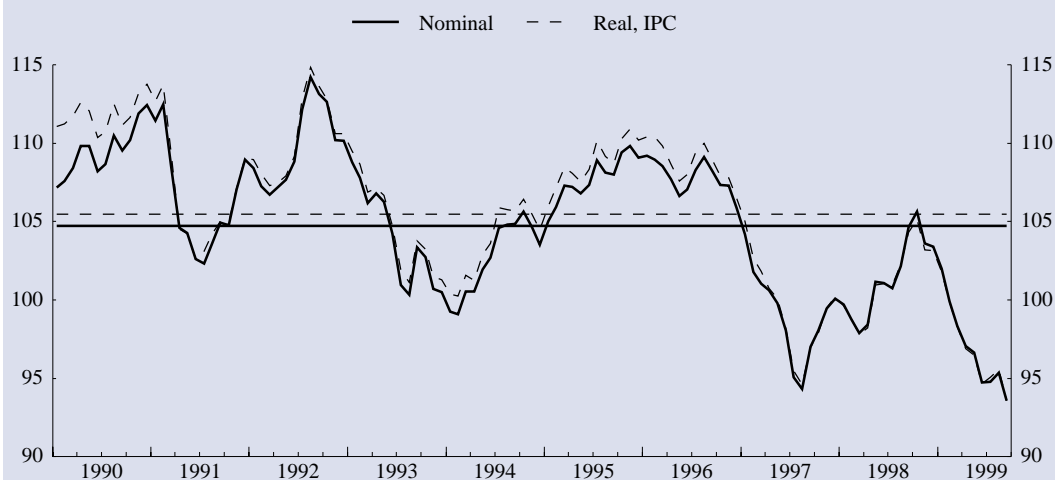
Fuente: BCE.

Las ponderaciones pueden no sumar el 100% debido al redondeo.

El período que se utiliza como base para ambos indicadores del tipo de cambio efectivo en el *Boletín mensual del BCE* es el primer trimestre de 1999 (I TR 1999=100). Ello permite una evaluación directa de la evolución del euro desde su introducción, y al mismo tiempo, el período elegido es suficientemente amplio para reducir al mínimo todo sesgo que se produce al seleccionar un día de comercio dado como base para el cómputo del índice. No obstante, cabe señalar que la elección del período base no guarda relación con ningún “valor de equilibrio” del euro y, por lo tanto, no debe interpretarse como tal.

### Tipos de cambio efectivos, nominales y reales<sup>1)</sup>

(medias mensuales; índice base 1999 I = 100)



Fuente: BCE.

1) Los datos están calculados por el BCE. Un aumento del índice representa una apreciación del euro. Las líneas horizontales son medias del período mostrado (enero de 1990 a septiembre de 1999).

Las dos series de tipos de cambio efectivos han presentado una trayectoria paralela en los dos últimos años (véase el gráfico que se presenta a continuación), lo que sugiere que la evolución de los precios en la zona del euro ha seguido una tendencia muy similar a la observada en sus principales socios comerciales. El tipo de cambio efectivo del euro frente a las monedas de los 13 principales socios comerciales, deflactado por los precios de consumo, que puede considerarse como uno de los indicadores de la competitividad, bajó un 5% en el tercer trimestre en comparación con el primer trimestre de 1999, lo que significa que se ha producido un aumento de la competitividad. Desde una perspectiva histórica, en septiembre de 1999, el tipo de cambio efectivo real del euro se situó en torno a un 12% por debajo de su nivel promedio en 1990-1998.

El BCE tiene previsto complementar el conjunto de indicadores de TCE del euro frente al grupo de los 13 principales socios comerciales incluyendo otros deflatores, concretamente los índices de precios industriales, los costes laborales unitarios, y los deflatores del PIB y de los precios de importación y exportación, a fin de proceder a una evaluación más completa de los precios y la competitividad de costes de la zona del euro. Se prevé, además, publicar en su momento un índice del tipo de cambio efectivo nominal y real frente a un grupo de socios comerciales más amplio.

tores que han impulsado al yen han sido el cambio de sentido de los flujos de capital a favor de los activos denominados en yenes, una notable subida del índice Nikkei del mercado bursátil a lo largo del año y el creciente superávit por cuenta corriente que, según las previsiones del FMI, ascenderá al 3,5% del PIB en 1999. Sin embargo, a partir de la segunda quincena de septiembre, el yen ha perdido terreno con respecto a la posición de primeros de mes en un entorno de fuerte variabilidad cambiaria. El giro que ha dado la situación podría atribuirse también a la declaración de los ministros de Hacienda del Grupo de los Siete, en la que manifestaban su inquietud por la rápida apreciación del yen japonés. El 6 de octubre el euro cotizaba a 116 yenes, es decir, en torno al mismo nivel de primeros de septiembre.

La libra esterlina también se apreció frente al euro y el dólar estadounidense en la primera quincena de septiembre. El rápido fortalecimiento de la libra frente al euro se debió, sobre todo, a la subida de los tipos de interés que, en forma bastante inesperada, se produjo el 8 de septiembre y al hecho de que las perspectivas económicas del Reino Unido fuesen mejores de lo previsto. El Banco de Inglaterra expresó cada vez más su inquietud con respecto al elevado nivel de crecimiento del consumo privado y de los precios de la vivienda, a pesar de que las proyecciones actuales del índice de precios de consumo siguen situándose por debajo del 2,5% fijado como objetivo para un horizonte

de dos años. Además, la mejora de las cifras de comercio exterior en julio aportó nuevas evidencias de que los exportadores del Reino Unido pueden estar adaptándose a la apreciación de la libra esterlina, como lo demuestra la solidez de las cifras de las exportaciones tanto a los países de la zona del euro como a otros países. El 6 de octubre el euro cotizaba a 0,649 libras esterlinas. El franco suizo siguió una evolución muy próxima a la del euro, al igual que en meses anteriores, alcanzando las desviaciones diarias un máximo de alrededor de 0,5%, con respecto al promedio de 1,60 francos por euro registrado durante el período analizado.

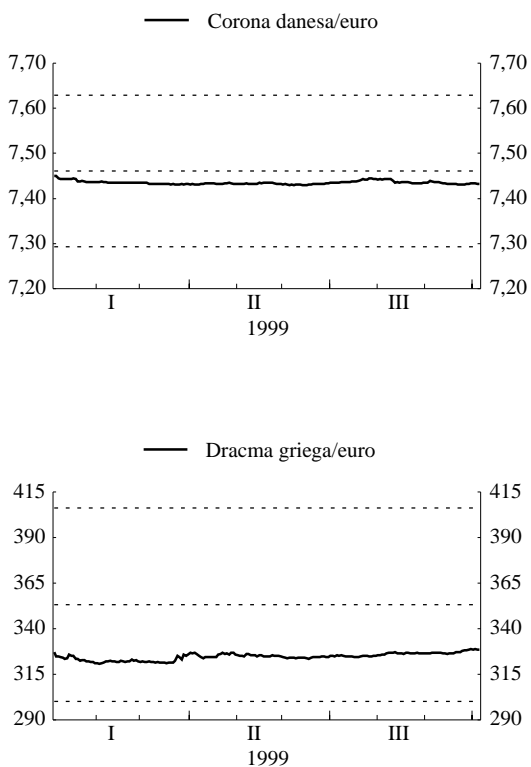
Las monedas que integran el MTC II variaron muy poco frente al euro en septiembre (véase gráfico 11). Sin embargo, la dracma griega se depreció ligeramente (alrededor del 0,5%) en el marco de una notable caída del mercado bursátil de Atenas, que fue generalmente considerada como resultado de la realización de beneficios tras el acusado repunte que registró dicho mercado en los meses anteriores del año.

A pesar de las significativas variaciones que registraron todos los cambios bilaterales del euro frente a las principales monedas, en términos efectivos nominales, el euro se mantuvo, en general, el 6 de octubre al mismo nivel que a primeros de septiembre. Sin embargo, a mediados de septiembre, el euro había caído un 10,8% por debajo del nivel registrado cuando comenzó

## 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).

a cotizar. Este descenso del índice del tipo de cambio efectivo nominal se debió, sobre todo, a la depreciación del euro frente al yen japonés y la libra esterlina. El 6 de octubre el tipo de cambio efectivo se situaba en torno a un 8,5% por debajo del nivel registrado el 4 de enero de 1999.

### Descenso del superávit por cuenta corriente en julio en comparación con el año anterior

El superávit por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 8,2 mm de euros en julio de 1999, es decir, 4,1 mm de euros menos que el registrado en el mismo mes del año anterior. Este descenso se debió, en gran medida, a un menor superávit en la balanza de bienes y servicios, junto a un aumento del déficit de la cuenta

de transferencias corrientes. En los siete primeros meses de 1999, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 34,6 mm de euros, o lo que es lo mismo, 7,5 mm de euros menos que en el mismo período del año anterior (véase cuadro 8).

La balanza de mercancías de la zona del euro registró un superávit de 13,3 mm de euros en julio de 1999, frente a 15,3 mm de ECU en julio del año anterior. En los siete primeros meses de 1999, el superávit de la balanza de mercancías se redujo a 58,9 mm de euros con respecto al superávit de 70,1 mm de ECU registrado en los siete primeros meses de 1998, dado que el valor de las exportaciones y las importaciones de bienes disminuyó 20,5 mm y 9,2 mm de euros, respectivamente. Sin embargo, a juzgar por los datos recientes, podría estar revirtiéndose esta tendencia, ya que en los tres meses transcurridos entre mayo y julio de este año, se ha producido un aumento de las importaciones con respecto al mismo período del año anterior, mientras que en junio y julio las exportaciones solo fueron ligeramente menores que en los mismos meses de 1998.

Los datos más detallados sobre el comercio exterior (de los que solo se dispone para los cinco primeros meses de 1999) parecen indicar que, al comparar este período con los cinco primeros meses de 1998, la disminución del superávit comercial se debió, en su mayor parte, a la evolución de las importaciones. Los niveles persistentemente altos que registraron los volúmenes de importación, unidos al incremento de los precios de las importaciones desde el comienzo del año, parecen ser los factores que han motivado la correspondiente recuperación del valor de las importaciones en comparación con el pasado año, mientras que el valor de las exportaciones siguió siendo bajo en la medida en que tanto los volúmenes como los precios se mantuvieron en niveles moderados. La fuerte subida de los precios de las importaciones de bienes registrada en lo que va de año ha tenido su origen, principalmente, en el alza de los precios del petróleo y en la depreciación del euro. A pesar de ello, tras la considerable caída del pasado año, los precios de las importaciones se mantuvieron en un nivel más bajo en los cinco primeros meses

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

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

	1998 Ene.-Jul.	1999 Ene.-Jul.	1999 May.	1999 Jun.	1999 Jul.
<b>Cuenta corriente</b>	42,1	34,6	2,5	5,1	8,2
Ingresos	759,3	727,7	101,0	111,3	111,9
Pagos	717,3	693,1	98,5	106,2	103,7
Bienes	70,1	58,9	6,5	8,9	13,3
Exportaciones	460,5	440,0	60,6	66,9	69,4
Importaciones	390,4	381,2	54,1	57,9	56,0
Servicios	2,6	-4,1	0,1	-1,3	0,8
Exportaciones	144,5	129,8	18,2	20,2	22,7
Importaciones	141,9	133,9	18,2	21,5	21,9
Rentas	-8,4	-1,4	-1,3	0,8	-1,5
Transferencias corrientes	-22,2	-18,7	-2,7	-3,3	-4,4
<b>Cuenta de capital</b>	6,9	5,8	0,9	0,8	0,7
<b>Cuenta financiera</b>	26,3	-37,3	-7,4	-10,6	-3,4
Inversiones directas	-34,5	-69,4	-17,0	-17,3	-5,7
En el extranjero	-88,8	-107,3	-25,4	-23,4	0,1
En la zona del euro	54,3	38,0	8,4	6,1	-5,8
Inversiones de cartera	-41,7	-88,5	-27,6	-11,6	3,0
Activos	-220,3	-152,7	-25,0	-28,9	-19,0
Pasivos	178,6	64,2	-2,6	17,3	22,1
Derivados financieros	-5,2	1,3	-3,2	1,5	1,8
Otras inversiones	107,7	104,7	36,6	12,4	-1,8
Activos de reserva	0,1	14,5	3,9	4,4	-0,7
<b>Errores y omisiones</b>	-75,3	-3,1	4,0	4,7	-5,5

Fuente: BCE.

Nota: En la cuenta financiera, un signo positivo indica un flujo de entrada; un signo negativo, un flujo de salida. En la sección 8 de «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín mensual se pueden encontrar cuadros más detallados.

1) Pueden producirse discrepancias, debidas a redondeo.

de 1999 con respecto al mismo período del año anterior, lo que puede explicar, al menos en parte, el alto nivel que han alcanzado los volúmenes de importación durante esos meses.

En julio de 1999, los intercambios comerciales —excluido el comercio de bienes— también contribuyeron significativamente a la reducción del superávit por cuenta corriente en comparación con el año anterior, ya que el déficit de la cuenta de transferencias corrientes aumentó 2,1 mm de euros, mientras que el superávit de la cuenta de servicios disminuyó en torno a 0,7 mm de euros con respecto al mismo mes del año anterior. En cambio, la cuenta de rentas registró un déficit ligeramente menor, de 1,5 mm de euros, en comparación con el déficit de 2,3 mm de ECU observado en julio de 1998. En los siete

primeros meses de 1999, el déficit tanto de la cuenta de transferencias corrientes como de la cuenta de rentas se redujo en comparación con el período correspondiente de 1998 (3,5 mm y 7 mm de euros, respectivamente). En los siete primeros meses de 1999, la balanza de servicios registró un déficit de 4,1 mm de euros, frente al superávit de 2,6 mm de ECU acumulado en el mismo período del año anterior.

### Las salidas netas de inversión directa y de cartera registradas en julio, mucho menores que en los meses anteriores

Paralelamente al fortalecimiento del euro en julio, las salidas netas totales de inversión extranjera directa y de cartera fueron mucho menores que

en los meses anteriores (2,7 mm de euros, frente a 28,9 mm en junio y 44,6 mm en mayo). Los factores que contribuyeron a este descenso fueron una disminución de las salidas netas de inversión directa y un cambio de signo de salidas netas a entradas netas en las inversiones de cartera.

Las salidas netas de inversión directa ascendieron a 5,7 mm de euros en julio, cifra notablemente inferior a la de 17 mm de euros registrada tanto en junio como en mayo. Ello se debió, principalmente, al hecho de que los residentes de la zona del euro redujeron ligeramente su inversión directa en el exterior, en acusado contraste con la situación de junio y mayo, cuando los residentes de la zona del euro aumentaron esas inversiones en 23,4 mm y 25,4 mm de euros, respectivamente. Al mismo tiempo, los inversores extranjeros redujeron sus inversiones directas en la zona del euro en julio, lo que se manifestó en una salida de capital de dicha zona equivalente a 5,8 mm de euros. En cambio, en los meses anteriores, se registraron entradas de capital por un importe comprendido entre 6 mm a 8 mm de euros. Los resultados de julio parecen estar influidos por las transacciones financieras a corto plazo entre las empresas multinacionales, es decir, por la reducción de los activos que las «casas matriz» residentes poseen frente a sus filiales no residentes. De conformidad con las normas internacionales, estos flujos de capital se registran en la cuenta de inversión directa.

En los siete primeros meses de 1999, las salidas netas de inversión directa se duplicaron con creces en comparación con el mismo período del año anterior. Ello se debió a dos factores: el descenso de la inversión extranjera en la zona del euro (38,0 mm de euros frente a 54,3 mm de ECU en 1998) y un aumento de la inversión directa de los residentes de la zona del euro en el exterior, inversión que ascendió a 107,3 mm de euros, frente a los 88,8 mm de ECU registrados en los siete primeros meses de 1998.

Las entradas netas de inversión de cartera en julio ascendieron a 3 mm de euros, lo que contrasta con las sustanciales salidas netas declaradas en junio (11,6 mm de euros), mayo (27,6 mm de euros) y los meses del año transcurridos hasta julio (88,5 mm de euros). Concretamente,

las adquisiciones netas de activos en el exterior por parte de residentes en la zona del euro aumentaron en julio menos que en junio: 19,8 mm de euros frente a 28,9 mm de euros. Al mismo tiempo, los no residentes incrementaron sus compras netas de valores de la zona del euro en 22,1 mm de euros, frente a los 17,3 mm adquiridos en junio. Sin embargo, la inversión extranjera de cartera en dicha zona, aunque mayor que en meses anteriores, siguió siendo moderada en julio en comparación con las entradas medias mensuales observadas el año pasado.

En julio, el descenso más pronunciado de la inversión extranjera de cartera de los residentes de la zona del euro correspondió a la partida de acciones y participaciones. Tras dos meses de cuantiosas salidas (11,8 mm de euros en junio y 11,7 mm en mayo), las compras netas de acciones y participaciones extranjeras acusaron una fuerte caída en julio situándose en 5,2 mm de euros. Al mismo tiempo, la adquisición neta por parte de no residentes en acciones y participaciones de la zona del euro fue ligeramente menor que en el mes anterior.

Además, las salidas netas de valores de renta fija fueron mucho menores en julio que en los últimos meses (un total de 1,3 mm de euros frente a 12,4 mm en junio, por ejemplo). Esto se debió a un descenso de las compras netas por parte de residentes de títulos extranjeros de renta fija (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario) con respecto al mes anterior (13,9 mm de euros en julio frente a 17,1 mm en junio) y a un sustancial aumento de las compras netas de valores de renta fija de la zona del euro (de 4,7 mm de euros en junio a 12,6 mm en julio). Por consiguiente, se vio afectada la composición de las entradas: por vez primera desde abril, los residentes extranjeros fueron inversores netos en bonos y obligaciones a largo plazo de la zona del euro. En mayo y en junio, los inversores extranjeros habían sido vendedores netos de este tipo de instrumentos. El cambio de preferencias producido en julio a favor de las inversiones a más largo plazo coincidió con un notable fortalecimiento del euro frente al dólar estadounidense durante ese mes y con una disminución del diferencial de rendimientos entre la zona del euro y los bonos del Estado a largo plazo de Estados Unidos.

# Diferenciales de inflación en una unión monetaria

El objetivo de la política monetaria única es mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. El avance hacia la moneda única y la adopción del euro se basaron en la conclusión con éxito de un proceso de convergencia encaminado a lograr tasas de inflación bajas en todos los países participantes. Sin embargo, la unión monetaria per se no implica necesariamente que, en un momento dado, todos esos países registren la misma tasa de inflación. Actualmente, pueden observarse diferencias en la tasa de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) entre los países de la zona del euro, aunque muy pequeñas en relación con sus niveles históricos.

Además, en comparación con la experiencia de Estados Unidos, una unión monetaria consolidada de dimensiones comparables, los diferenciales no parecen ser inusualmente altos. Con respecto a los factores que explican la estructura actual de diferenciales de inflación entre los países de la zona del euro, se llega a la conclusión de que, además de los factores cíclicos, la convergencia de los niveles de precios resultante de la mayor integración de los mercados, la mayor transparencia de los precios y la convergencia real, parece ser otro factor importante. No obstante, si aparecieran diferenciales de inflación grandes y persistentes que no se explicaran por los efectos de la integración de los mercados y la convergencia real, se podrían producir variaciones desproporcionadas de la competitividad y de los desequilibrios económicos en algunos países de la zona del euro. En esos casos, podría ser necesaria una respuesta de política económica, sobre todo de carácter estructural, en el ámbito nacional.

## I Los diferenciales de inflación en la zona del euro

Como ya se describió en la edición de julio del Boletín mensual, las diferencias en las tasas de inflación entre los países de la zona del euro tras el proceso de convergencia que culminó en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) son, en comparación con los niveles históricos, notablemente pequeñas. En julio del presente año, la diferencia entre las tasas nacionales de variación del IAPC más alta y más baja (medidas como promedio de las tasas interanuales de 12 meses) era de dos puntos porcentuales (véase el cuadro I), cifra que se sitúa muy por

debajo de las diferencias de más de diez puntos porcentuales registradas en los años ochenta.

Si bien es posible establecer una relación entre la estructura de los diferenciales de inflación de los distintos países de la zona del euro y unos cuantos factores económicos «fundamentales», al examinar con detalle las diferencias entre las distintas categorías de productos se observa también que una serie de factores «erráticos» puede haber influido igualmente en la aparición de diferencias entre países en las tasas de varia-

### Cuadro I

#### Crecimiento del IAPC para el conjunto de la zona del euro

(media de doce meses, julio 1998-1999 / julio 1997-1998)

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI	Zona del euro
<b>Índice general</b>	0,8	0,4	1,8	0,4	2,3	1,6	0,5	1,8	0,4	2,4	1,1	0,9
<b>Bienes</b>	0,3	0,1	1,1	-0,2	1,4	1,2	0,2	1,2	-0,3	2,0	0,3	0,4
Alimentos	0,8	0,1	1,6	1,0	3,7	1,5	2,2	2,3	0,1	3,9	0,5	1,0
Alimentos no elaborados	1,1	-0,9	1,5	0,3	4,7	1,9	2,3	3,9	-0,6	4,9	1,5	0,9
Alimentos elaborados	0,6	0,7	1,6	1,5	3,3	1,2	2,2	1,5	0,6	2,7	0,1	1,1
Bienes industriales	-0,0	0,0	0,7	-0,9	-0,6	1,0	-0,6	0,7	-0,5	0,7	0,1	0,1
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,6	1,6	-0,1	-0,2	1,6	0,1	1,1	0,3	1,2	0,4	0,8
Energía	-3,2	-1,7	-3,1	-3,4	-1,7	-2,1	-4,6	-1,1	-3,4	-1,0	-0,7	-2,3
<b>Servicios</b>	2,1	0,9	3,6	1,5	3,8	2,6	1,2	2,8	1,5	3,4	2,7	1,8

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE.

ción del IAPC. Por ejemplo, las dispersiones más grandes entre países son evidentes en el caso de las dos categorías (alimentos y energía) consideradas como los componentes más erráticos de los índices de precios, en el sentido de que en ellas influyen poderosamente factores especiales como las condiciones climáticas, los

precios del petróleo y los impuestos indirectos. Excluidos estos componentes volátiles, cuya ponderación en el IAPC sobrepasa ligeramente el 30%, las diferencias entre países en lo que respecta a la tasa de variación del IAPC son más acentuadas en los precios de los servicios que en los de los bienes industriales no energéticos.

## 2 Comparación entre la zona del euro y Estados Unidos

Dado que la Unión Monetaria representa un cambio radical con respecto al pasado, en el sentido de que todos los Estados miembros de la zona del euro están sujetos ahora a una política monetaria única encaminada a lograr la estabilidad de precios, los anteriores diferenciales de inflación ya no son un indicador de referencia apropiado para medir los que se puedan producir entre dichos Estados en la tercera fase de la UEM. Analizando la estructura de los diferenciales de inflación regionales de una unión monetaria ya consolidada se puede obtener un indicador más pertinente. A tal efecto, la experiencia de Estados Unidos constituye una base muy útil de comparación.

Afortunadamente, es posible obtener datos sobre las tasas de inflación regionales (concretamente, de las principales ciudades) de Estados Unidos desde 1919 en adelante (véase el recuadro 1). A juzgar por dichos datos, incluso en el seno de una unión monetaria consolidada, pueden producirse notables diferencias entre las tasas de inflación. Si bien los diferenciales de inflación registrados en Estados Unidos son típicamente persistentes, no son, en general, permanentes y la información disponible parece indicar que los niveles de precios en las regiones de Estados Unidos tienden a revertir a sus niveles relativos iniciales. La magnitud de estos diferenciales observada en los últimos años (medida por la amplitud y la desviación típica de la inflación) se aproxima mucho a los niveles registrados actualmente dentro de la zona del euro.

La similitud de estos resultados en las dos zonas es, en cierta medida, sorprendente. Estados Unidos es un país sumamente integrado desde el punto de vista político y económico, comparte

un mismo idioma y una misma cultura, y registra un alto nivel de movilidad del factor trabajo. Cabría esperar que todos estos factores reducirían las posibilidades de que se produjeran diferenciales de inflación grandes y persistentes. La actual zona del euro está mucho menos integrada que las economías regionales de Estados Unidos. Además, la política fiscal sigue estando encomendada, en gran medida, a las autoridades nacionales y las divergencias entre la productividad y el nivel de vida son mayores entre los países de la zona del euro que en Estados Unidos. Así pues, podría argumentarse que las posibilidades de que se produzcan diferenciales de inflación son probablemente mayores en la zona del euro que en las economías regionales de Estados Unidos. En cambio, también se podría argumentar que los países de la zona del euro están más diversificados desde el punto de vista económico que las regiones de Estados Unidos y, por lo tanto, son menos vulnerables a perturbaciones que afecten a sectores específicos. De esto podría desprenderse que el margen para que se produzcan diferenciales dentro de la zona del euro sería más limitado que dentro de países individuales.

Con todo, la experiencia de Estados Unidos es ilustrativa en la medida en que indica que las diferencias de inflación entre las distintas regiones son un hecho normal, incluso en una unión monetaria consolidada. En comparación con los antecedentes de dicha experiencia, la magnitud actual de los diferenciales de inflación de la zona del euro (alrededor de dos puntos porcentuales de diferencia entre la tasa más alta de variación del IAPC y la más baja) no parece particularmente grande ni inusual.

## Recuadro I

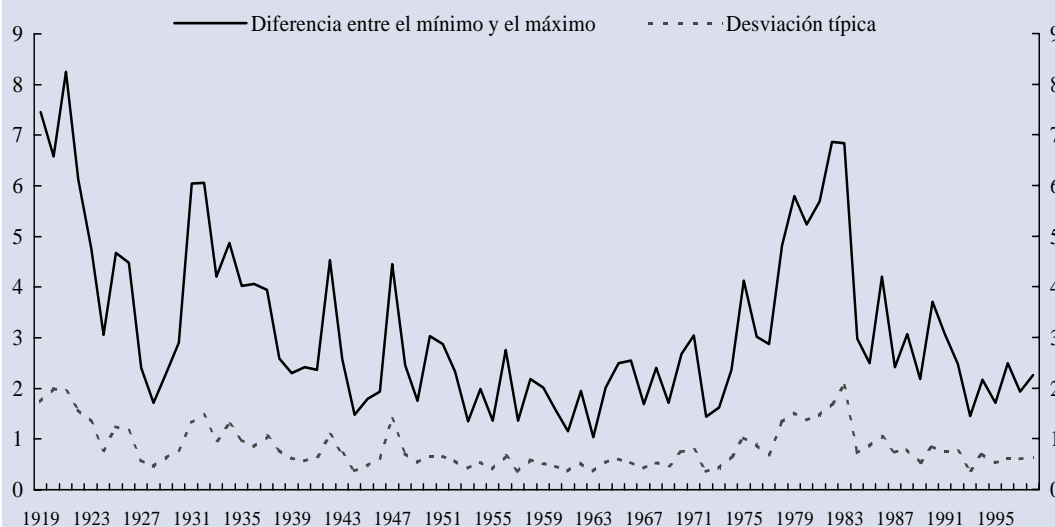
### Diferenciales de inflación en Estados Unidos

Es interesante comparar la estructura de los diferenciales de inflación en la zona del euro con la experiencia estadounidense. El *Bureau of Labor Statistics* (BLS) ha publicado un conjunto de datos que reflejan las observaciones anuales sobre índices de precios de consumo recopiladas en 17 ciudades de Estados Unidos en el período 1919-98. La magnitud de la dispersión de la inflación en estas ciudades puede apreciarse en el gráfico siguiente, que muestra, en valores anuales, la amplitud (es decir, la diferencia entre la tasa de inflación máxima y mínima por ciudad) y la desviación típica de la inflación en estas ciudades.

Como se ve claramente en el gráfico, los diferenciales de inflación en Estados Unidos han sido muy amplios en ciertos períodos, con divergencias de hasta 7 puntos porcentuales a principios de los años ochenta. Más recientemente, las diferencias (medidas por su rango) observadas en las tasas de variación de los precios de consumo han sido superiores a 2 puntos porcentuales. En el mismo período, la desviación típica de la inflación en las ciudades de Estados Unidos ha sido del 0,6%. Ambas cifras son prácticamente idénticas a los valores correspondientes que se registran en la actualidad en la zona del euro.

Cabe destacar que los estudios empíricos sobre el comportamiento de los diferenciales de inflación en Estados Unidos sugieren que estas divergencias son persistentes. Sin embargo, no son permanentes, y los precios registrados en cada ciudad tienden a revertir hacia sus niveles iniciales respecto a la media nacional

### Dispersión de la inflación en el conjunto de las ciudades estadounidenses



Fuentes: *Bureau of Labor Statistics* (US) y estimaciones del BCE.

## 3 Factores determinantes de los diferenciales de inflación en una unión monetaria

Hay varios factores especiales que podrían generar diferencias entre las tasas de variación del IAPC de los países de la zona del euro. En primer lugar, como las pautas de consumo no son las mismas en todos los países participantes, se aplican ponderaciones diferentes a los componentes a la hora de construir los respectivos

IAPC nacionales. Esto podría dar lugar, mecánicamente, a diferenciales de medición entre los países, aunque las tasas de inflación de cada uno de los bienes que integran el índice fuesen iguales en todos los países. En segundo lugar, la falta de sincronización de las medidas de política nacionales podría ser también un factor a tener en



cuenta. Por ejemplo, en la zona del euro los cambios en la tributación indirecta, las medidas de liberalización y las variaciones de los precios administrados no suelen ser de la misma magnitud en todos los países, ni tampoco coinciden en el tiempo. Por último, factores específicos de cada país, como las diferentes condiciones climáticas, podrían también distorsionar los índices nacionales de precios de consumo, generando diferencias en las tasas de inflación observadas que tendrían una significación económica limitada.

Sin embargo, también es probable que otros factores económicos más profundos estén contribuyendo actualmente a las diferencias en las tasas de variación del IAPC entre los distintos países de la zona del euro. Si, inicialmente, los precios son diferentes en los países de la unión monetaria, su convergencia hacia un nivel común daría lugar, en el período de transición, a diferencias en las tasas de inflación. Cabría esperar que dicha convergencia se produjese en la zona del euro por dos razones. Primera, porque la conclusión del proceso de formación del mercado único y la mayor transparencia en los precios internacionales coadyuvan a reducir las diferencias entre países en los precios de los bienes comerciables (es decir, los bienes que, en principio, pueden comerciarse fácilmente con otros países). La segunda razón es que, con respecto a los bienes que no se pueden comerciar tan fácilmente con otros países (como la vivienda y muchos tipos de servicios), la convergencia de la productividad y los niveles de vida de los países de la zona del euro crearía una tendencia a la convergencia de los niveles de precios. Este último efecto se conoce comúnmente como efecto Balassa-Samuelson, en honor de los dos economistas (B. Balassa y P. A. Samuelson) que introdujeron la hipótesis simultáneamente en 1964 (véase el recuadro 3). En ambos casos, la convergencia de los *niveles de precios* dentro de la zona del euro daría lugar, naturalmente, a diferenciales en las *tasas de inflación* entre los países durante el período de transición, tendiendo a registrar los países con «bajo nivel de precios» incrementos más rápidos de los precios que los países con «alto nivel de precios». Además de la convergencia de los niveles de precios, las diferencias en los determinantes de la demanda, sobre todo en las posiciones cíclicas, podrían influir en la aparición

de divergencias en las tasas de inflación entre los países integrantes de la zona del euro.

### **Convergencia de los niveles de precios: integración de los mercados y transparencia de los precios**

Varios organismos internacionales e instituciones del sector privado han realizado encuestas sobre los niveles de precios en distintos países de la zona del euro, en las que se incluyen comparaciones detalladas de productos y servicios específicos (por ejemplo, marcas muy conocidas por los consumidores, modelos concretos de automóviles y servicios estándar, como los de peluquería). Los datos de dichas encuestas indican que —incluso en el caso de bienes de consumo bastante normales, homogéneos y, en principio, de fácil comercialización entre países— se pueden apreciar diferencias notables de precio (aun considerando las diferencias imputables a los impuestos indirectos) entre unos países y otros. De hecho, en un pequeño número de casos, se ha observado que las diferencias entre los precios más altos y más bajos de un artículo concreto pueden exceder del 50%. Las diferencias entre países son mucho mayores que las que se observan normalmente dentro de cada país.

En principio, no cabe esperar que en una unión monetaria en la que los mercados están integrados se mantengan diferencias de precios, de las magnitudes observadas, en productos estándar fácilmente comerciables con otros países. En última instancia, las posibilidades que existen en un mercado único para recurrir al arbitraje en otros países limitaría significativamente la existencia de unos diferenciales de precios elevados. De hecho, a juzgar por los pocos datos disponibles, ya se está produciendo cierta convergencia en los precios de los «bienes comerciables». Un ejemplo de esta convergencia que en los últimos tiempos ha atraído notablemente la atención del público se refiere a los precios de los automóviles, que se analizan más a fondo en el recuadro 2. Naturalmente, existen varias razones por las que esta convergencia de precios quizá no se consiga plenamente. Por ejemplo, la persistencia de diferencias entre los impuestos indirectos en la zona del euro podría impedir la convergencia

## Recuadro 2

### Precios de los automóviles en la zona del euro

El comportamiento de los precios de los automóviles en la zona del euro en los últimos años constituye un ejemplo del efecto de la creciente integración de los mercados sobre la reducción de los diferenciales de precios entre los distintos países. Tradicionalmente, los fabricantes de automóviles establecían unos precios sensiblemente diferentes, para los mismos modelos, en mercados nacionales distintos. Al fijar estos precios, tenían en cuenta factores como los niveles relativos de renta y las diferencias en los impuestos indirectos. En la práctica, esto suponía habitualmente que se cobraran unos precios más elevados en los países de renta alta. Desde el punto de vista de la maximización de los beneficios, esta estrategia de segmentación de los mercados favorecía claramente a los fabricantes.

No obstante, para que esta estrategia de precios pudiera sostenerse a largo plazo, era indispensable tener la capacidad de segmentar los mercados y de minimizar las posibilidades de arbitraje (reventa) entre países. Esto se conseguía mediante ciertas prácticas, por las que se imponían, entre otras cosas, restricciones a la aplicación de las garantías, al servicio de mantenimiento y a la venta de repuestos, así como a los contratos de distribución. Sin embargo, con el fin de promover la integración del mercado del comercio al por menor de automóviles, la Comisión Europea adoptó el Reglamento (CE) n° 1475/95 de 28 de junio de 1995 sobre la aplicación del apartado 3 del artículo 85 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea a determinadas categorías de contratos de distribución y mantenimiento de vehículos de motor. Este Reglamento prohíbe algunas de estas prácticas. Al mismo tiempo, surgió un floreciente sector de revendedores —es decir, de sociedades que compran automóviles en los mercados nacionales más baratos y los venden a los consumidores de mercados más caros— y los consumidores fueron tomando cada vez más conciencia de las posibilidades de encontrar “gangas” en otros países.

El resultado de este nuevo entorno es que los diferenciales de precios de los automóviles han descendido notablemente en los países de la zona del euro. Desde 1997, la Comisión Europea ha realizado encuestas de precios sobre más de 70 de los modelos más vendidos. Estas encuestas muestran que los fabricantes de automóviles han seguido unas estrategias de precios que han dado lugar, en muchos casos, a unos diferenciales de precios más reducidos. Sin embargo, contrariamente a la opinión generalizada de que la convergencia de precios supondrá alcanzar el punto de convergencia en el precio más bajo, la Comisión Europea señala que “existen indicios de que muchos fabricantes de automóviles han incrementado los precios en los mercados llamados baratos, en lugar de reducirlos en los mercados caros”.

Refiriéndose al impacto futuro de la moneda única sobre los diferenciales de precios de automóviles, la Comisión observa que “la introducción del euro el 1 de enero de 1999 aumentará la transparencia de los precios en la zona del euro y debería, por lo tanto, fomentar el comercio transfronterizo y reducir aún más las diferencias de precios”<sup>1</sup>.

1 DG IV de la Comisión Europea, «Los precios de los automóviles en la Unión Europea el 1 de noviembre de 1998: las diferencias disminuyen sensiblemente», DN: IP/99/60.

entre los distintos países de los precios de los «bienes comerciables» que incluyan impuestos .

### Convergencia de los niveles de precios: convergencia de la productividad y de los niveles de vida

Si bien cabe prever que la integración de los mercados y la mayor transparencia de los precios puede dar lugar a una disminución de las divergencias en los precios de los bienes co-

merciables, una gran parte de los componentes del IAPC son bienes y servicios que no pueden comerciarse fácilmente con otros países, es decir, son bienes y servicios no comerciables. Entre otros, cabe destacar la vivienda y algunos servicios, como los de peluquería, por mencionar un ejemplo sencillo. No se puede dar por sentado que el proceso de integración de los mercados y la mayor transparencia de los precios se traduzcan automáticamente en una mayor convergencia de este grupo de precios.

### Recuadro 3

#### El efecto Balassa-Samuelson

En teoría, si todos los bienes y servicios se pudieran comerciar libremente entre países, el arbitraje conduciría a una situación en la cual los niveles de precios (expresados en una moneda común) serían iguales y se cumpliría estrictamente la paridad del poder de compra. Sin embargo, esto no suele suceder en la práctica, y una serie de estudios ha demostrado que los niveles de precios difieren apreciablemente entre los países. Estas diferencias no pueden ser explicadas por factores tales como los costes de transporte, los impuestos y los aranceles. De hecho, la tendencia a que los precios sean más bajos en los países pobres que en los ricos es sistemática y, cuando se examina de forma más detenida, parece obedecer a diferencias en los precios de los bienes y servicios “no comerciables”, es decir, la vivienda y los servicios personales. Además, en los países que están registrando un mayor crecimiento de la productividad y, por lo tanto, mejoras en los niveles de vida, la tendencia es a experimentar tasas de variación más rápidas en los niveles de precios (de nuevo, corrigiendo por los movimientos de los tipos de cambio). El denominado enfoque Balassa-Samuelson<sup>1</sup> explica estas diferencias al relacionar el comportamiento de los precios de los bienes no comerciables con el crecimiento de la productividad.

Para analizar este tema más detalladamente, tomemos el caso de dos países pertenecientes a una unión monetaria, denominados país A y país B. Teniendo en cuenta, en primer lugar, lo que ocurre dentro de uno de los países (A), consideremos el ejemplo sencillo de una economía con dos bienes (uno, comerciable y el otro, no comerciable), dos factores de producción (capital y trabajo), mercados competitivos, funciones de producción con rendimientos constantes a escala en los dos sectores y libre acceso a los mercados de capitales internacionales. A partir de estos supuestos, se puede mostrar que la tasa de variación de los precios de los bienes no comerciables respecto de la de los bienes comerciables en cualquier país dado vendrá dada por:

$$\Delta(P_{NC} - P_C) = \frac{T_{NC}}{T_C} \Delta PROD_C - \Delta PROD_{NC}$$

donde  $\Delta P_{NC}$  y  $\Delta P_C$  son las tasas de variación de los precios de los bienes no comerciables y de los bienes comerciables, respectivamente,  $\Delta PROD_{NC}$  y  $\Delta PROD_C$  son las tasas de crecimiento de la productividad en los dos sectores y  $T_{NC}$  y  $T_C$  son la participación del factor trabajo en el producto de cada sector. Dado que la producción de los bienes no comerciables (v.g. servicios) es más intensiva en trabajo que la producción de los bienes comerciables (v.g. las manufacturas), la ratio  $T_{NC}/T_C$  es, habitualmente, mayor que la unidad. No obstante, para mayor claridad de la exposición, supondremos que esta ratio es uno, lo que implica:

$$\Delta(P_{NC} - P_C) = \Delta PROD_C - \Delta PROD_{NC}$$

Esta ecuación muestra que si el crecimiento de la productividad en el sector de bienes comerciables es más rápido que en el sector de bienes no comerciables, los precios de estos últimos bienes tenderán a subir con más rapidez que los precios de los primeros. El mecanismo por el que sucede esto es sencillo. Un aumento de la productividad en el sector de bienes comerciables tenderá a hacer que se incrementen los salarios en este sector, pero, dado que este incremento de los salarios se verá compensado con un crecimiento de la productividad, los precios de los bienes comerciables no subirán. Sin embargo, puesto que se supone que el factor trabajo se puede mover entre los sectores, las empresas del sector de bienes no comerciables no tendrán más remedio que ofrecer salarios más altos para conservar a los trabajadores. En el sector de bienes no comerciables, la elevación de salarios no irá acompañada por un crecimiento de la productividad, por lo que se incrementarán los costes. Este incremento de los costes llevará a una subida de los precios en el sector de bienes no comerciables.

<sup>1</sup> B. Balassa (1964), «The purchasing power parity doctrine: a reappraisal», *Journal of Political Economy*, 72, y P. A. Samuelson (1964), «Theoretical notes on trade problems», *Review of Economics and Statistics*, 46.

Por construcción, la tasa de variación global del índice de precios de consumo ( $\Delta PC$ ) de este país vendrá dada por una media ponderada de las tasas de variación de los precios de los bienes comerciables y no comerciables:

$$\Delta PC = \alpha \Delta P_C + (1 - \alpha) \Delta P_{NC} = \Delta P_C + (1 - \alpha)(\Delta PROD_C - \Delta PROD_{NC})$$

donde  $\alpha$  es la participación de los bienes comerciables en el consumo. Así, el aumento total del índice de precios de consumo vendrá determinado por la subida de precios de los bienes comerciables y por la diferencia en el crecimiento de la productividad entre los dos sectores. Cuanto más rápido sea el crecimiento de la productividad en el sector de bienes comerciables relativa al del sector de bienes no comerciables, mayor será la subida del índice de precios de consumo (*ceteris paribus*).

Relaciones similares pueden obtenerse para el país B. Por definición, la tasa de variación de los precios de los bienes comerciables será igual en todos los países. Para simplificar, se introducen dos supuestos adicionales: en primer lugar, que el crecimiento de la productividad del sector de bienes no comerciables es igual en los dos países y, en segundo lugar, que la participación de los bienes comerciables en el consumo es también idéntica en ambos. En este caso, la diferencia en la tasa de variación de los precios de consumo entre el país A y el país B vendrá dada por:

$$\Delta PC - \Delta PC^B = (1 - \alpha)(\Delta PROD_C - \Delta PROD^B_C)$$

Así, dados estos supuestos, la diferencia en las tasas de variación de los precios de consumo entre los dos países dependerá de las desigualdades en la tasa de crecimiento de la productividad en los sectores de bienes comerciables de ambos países. Si el crecimiento de la productividad en el sector de bienes comerciables es mayor en el país A, los salarios subirán con más rapidez y, por los motivos expuestos anteriormente, los precios de los bienes no comerciables se incrementarán a un ritmo mayor. Como resultado, la inflación global será más elevada en el país A que en el país B.

Algunas investigaciones recientes han mostrado evidencia favorable a la hipótesis Balassa-Samuelson. Habitualmente, estos estudios han utilizado técnicas econométricas para detectar la existencia de relaciones a largo plazo (cointegración) entre los niveles de los precios relativos y la productividad relativa. En este contexto, los trabajos aplicados han seguido una doble dirección: un primer tipo de estudios se centra en la relación entre las variaciones a largo plazo de los precios relativos y los diferenciales de productividad entre países, mientras que otros analizan la conexión, dentro de un país, de los diferenciales de productividad y los diferenciales de inflación entre sectores. La conclusión general del primer enfoque es que hay evidencia sobre la existencia de una relación entre la evolución de los niveles de precios relativos en los países y la de los diferenciales de productividad. En cuanto al segundo enfoque, se identifica una clara relación de causalidad entre el crecimiento de la productividad en el sector de bienes comerciables y la inflación en el sector de bienes no comerciables.

Efectivamente, los estudios recientes muestran que, aunque los datos no respaldan algunos de los supuestos más restrictivos, la evidencia es clara en lo que se refiere a la existencia del efecto Balassa-Samuelson en la zona del euro.

Sin embargo, en la zona del euro existe una interacción de fuerzas de la que todavía cabe esperar que fomente el grado de convergencia, incluso de estos precios. Para entenderlo es necesario considerar por qué varían, en primer lugar, los precios de los bienes no comerciables

de unos países a otros. En este caso, entran en juego varios factores (como las diferencias en los gustos del consumidor y las condiciones de la demanda), pero a juzgar por los datos empíricos disponibles, en períodos prolongados el factor dominante que explica las diferencias entre

países de los precios de los bienes no comerciables es la diferencia en el nivel de desarrollo económico. Los precios de los bienes no comerciables suelen ser más altos en los países con un mayor nivel de desarrollo económico, debido a que los altos niveles de vida son, en gran medida, reflejo de un alto nivel de productividad en el sector de bienes comerciables de la economía (como las manufacturas, la agricultura y los servicios comerciados a escala internacional). Dada la integración de los mercados nacionales de trabajo, esto significa que, en el conjunto de la economía, los salarios serán normalmente más altos en los países más desarrollados. Sin embargo, en el sector de bienes no comerciables, los márgenes para lograr mayores aumentos de productividad suelen ser más limitados que en el sector de bienes comerciables (compárense, por ejemplo, el sector de servicios personales con la producción de automóviles). Así pues, un aumento general de los salarios como resultado de un incremento de la productividad en el sector de bienes comerciables elevará el coste de producción de los bienes no comerciables, lo que se traducirá en un aumento de los precios relativos de estos bienes. Esta es una imagen estática. En un contexto dinámico, en el que un país menos desarrollado esté convergiendo con los países de su entorno (es decir, que esté registrando un aumento más rápido de la productividad y de los niveles de vida), los costes del sector de bienes no comerciables crecerán más rápidamente que en otros países (conforme al efecto Balassa-Samuelson antes mencionado). Como resultado, el nivel general de precios crecerá —en términos relativos— a un ritmo más rápido.

En el contexto europeo, este argumento significa que todo proceso en virtud del cual se reduzcan paulatinamente las diferencias en la productividad y en los niveles de vida entraña un aumento más rápido de los precios de los bienes no comerciables en los países que estén convergiendo con sus vecinos y que dichos precios tenderán a igualarse con los niveles vigentes en las economías más adelantadas. La evidencia de los últimos 20 años demuestra claramente que ese proceso de equiparación se ha estado produciendo en la

zona del euro, en la que los países menos prósperos han registrado un crecimiento más rápido de la productividad y los niveles de vida que los otros países. La creciente integración de los mercados y, más concretamente, la introducción de la moneda única, la libertad de movimientos de capital y la transferencia de tecnología deberían facilitar una mayor «convergencia real». En este caso, es de esperar que los países que converjan registren un aumento más rápido de los precios de los bienes no comerciables. Dado que dichos precios deberían crecer a un ritmo bastante uniforme en toda la Unión Europea, ello conllevaría que el nivel general de precios (que es una media ponderada de los precios de los bienes comerciables y de los no comerciables) habría de aumentar más rápidamente en los países que están recuperando el terreno perdido.

De hecho, los estudios empíricos disponibles indican que el efecto Balassa-Samuelson ha tenido una fuerte incidencia en el pasado dentro de la zona del euro.

### **Condiciones cíclicas**

Centrándose en el lado de la demanda de la economía, es evidente que existe una serie de factores que pueden generar diferenciales de inflación en el corto plazo dentro de una unión monetaria. En concreto, las diferencias en las posiciones cíclicas de los países que forman parte de una unión monetaria pueden dar lugar a diferencias en el comportamiento de los precios. La mayor parte de esos efectos puede provenir de los impactos en los precios de los bienes no comerciables, que, en el corto plazo, dependen de la demanda interna más que de la externa. Por el contrario, dado que, por definición, los precios de los bienes comerciables deben estar estrechamente relacionados con la situación de la zona en su conjunto más que con la coyuntura de un país concreto, es de esperar que las condiciones cíclicas nacionales tengan un efecto más limitado en los precios de dichos bienes. Como es bien sabido, la medición de la posición cíclica de una economía plantea importantes problemas, que

tienden a agravarse cuando se realizan comparaciones entre países. A pesar de que, en la zona del euro, los movimientos cíclicos se han

ido sincronizando con el tiempo, la evidencia disponible muestra cierta dispersión en las posiciones cíclicas de los distintos países de la zona.

#### 4 Explicación del comportamiento actual de los diferenciales de inflación en la zona del euro

Como se mencionó anteriormente, los factores principales que determinan los diferenciales potenciales de inflación son, además de una serie de factores erráticos, la convergencia de los niveles de precios (debida tanto a la integración de los mercados como al efecto Balassa-Samuelson) y la divergencia cíclica.

Por lo que se refiere a la convergencia de los niveles de precios, en el gráfico 1 se comparan las tasas de inflación de los países de la zona del euro con el nivel relativo de los precios de consumo (a partir de datos de la OCDE). Como se puede observar en él, existe una fuerte y significativa relación negativa entre esta medida de los niveles de precios relativos y las tasas de inflación relativas de la zona del euro (con un coeficiente de correlación de -0,7). Ello refuerza la idea de que la convergencia de los niveles de precios desempeña, en efecto, un importante

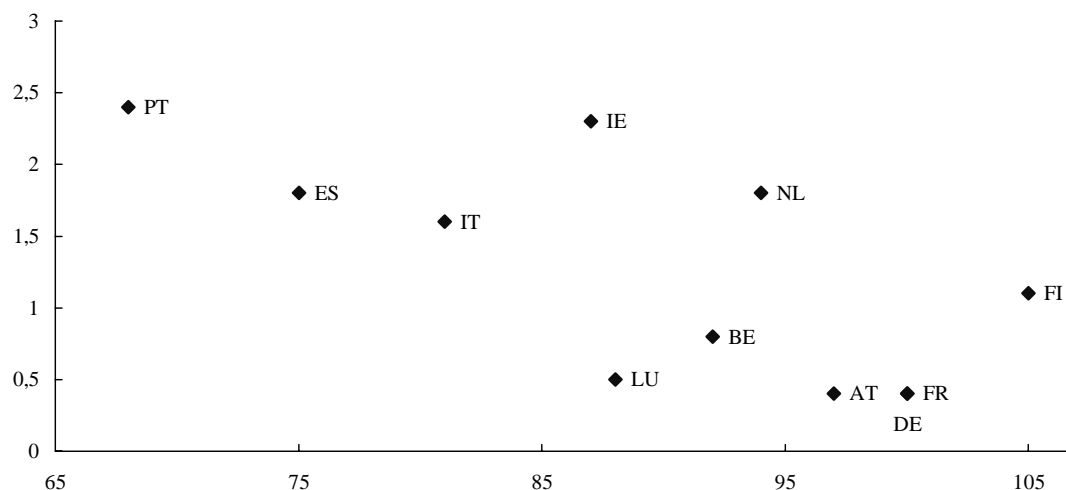
papel a la hora de explicar las diferentes tasas de inflación de los países de la zona del euro, medidas por el IAPC.

En cuanto a la divergencia cíclica, la medida adecuada de la posición cíclica relativa se basaría, en principio, en las brechas de producción relativas (es decir, en las diferencias entre la producción real y la potencial). Existen, sin embargo, graves problemas de medición relacionados con el cálculo de las brechas de producción, y enfoques distintos pueden dar lugar a medidas significativamente diferentes. En vista de estos problemas, se considera aquí la relación entre inflación y tasas de crecimiento del PIB real. En el gráfico 2 se compara la tasa de inflación de los distintos países con el crecimiento del PIB en 1998. Como se puede observar, existe una relación positiva entre la tasa de inflación y el crecimiento real de los distintos países de la zona del euro, aunque es relativamente débil y,

#### Gráfico 1

##### Niveles de precios de consumo relativos e inflación en la zona del euro

[Tasa de inflación: media de doce meses, julio 1998-1999 / julio 1997-1998; nivel de precios: enero de 1999 (Alemania = 100)]

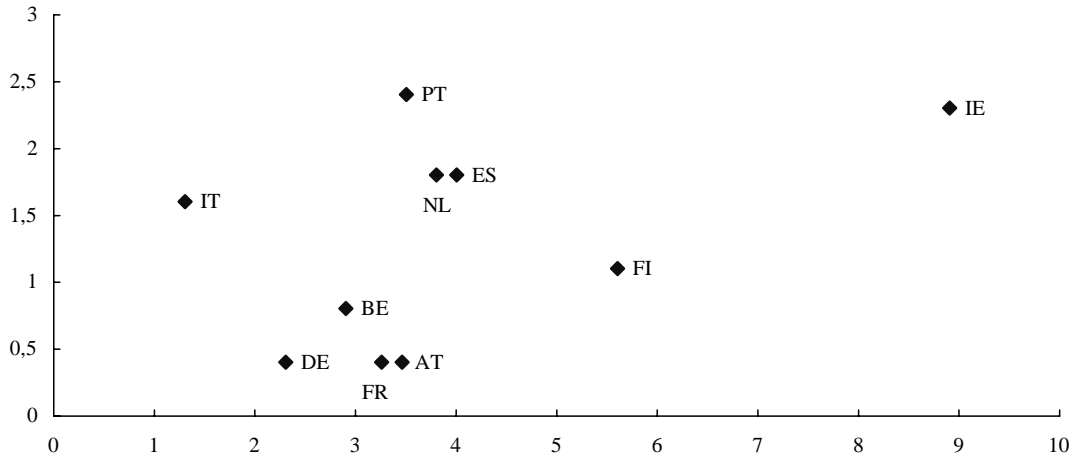


Fuentes: Eurostat y OCDE.

## Gráfico 2

### Crecimiento del producto e inflación en la zona del euro

(tasa de inflación: media de doce meses, julio 1998-1999 / julio 1997-1998; crecimiento del producto 1998)



Fuente: Eurostat.

por sí misma, no es estadísticamente significativa (con un coeficiente de correlación de 0,4).

Considerándolos juntos, ambos factores —convergencia de los niveles de precios y diferencias en las posiciones cíclicas— parecen dar cuenta de una parte importante de las diferencias actuales en las tasas de inflación de los distintos

países, medidas por el IAPC. Una simple ecuación que relacione la inflación relativa con los niveles relativos de precios y las condiciones cíclicas puede explicar un 80% de la variación de la inflación, medida por el IAPC, en los países de la zona del euro, resultando ser ambos factores altamente significativos.

## 5 Conclusión

Si bien la adopción de la moneda única garantizará que la evolución del nivel de precios de la zona del euro venga determinada, en última instancia, por la política monetaria única del Eurosistema, ello no implica que las tasas de inflación de los distintos países sean siempre idénticas a la tasa común para el conjunto de la zona. Efectivamente, ya pueden observarse distintas tasas de variación del IAPC en la zona del euro, que han atraído un creciente interés público. Sin embargo, estos diferenciales son reducidos desde una perspectiva histórica, y una comparación con Estados Unidos sugiere que su magnitud no es, de ninguna manera, atípica, ni siquiera en una unión monetaria consolidada. Una serie de factores estadísticos y erráticos podría distorsionar los índices de precios, lo que se reflejaría en diferencias de inflación entre

los distintos países. No obstante, fuerzas económicas más profundas también desempeñan un papel relevante. En las circunstancias actuales, se pueden identificar dos principales factores genéricos. En primer lugar, la convergencia de los niveles de precios hacia un nivel común debido a la creciente integración de los mercados, a la mayor transparencia de precios y a la convergencia real puede dar lugar a diferenciales de inflación. En la medida en que la convergencia de precios es una consecuencia natural de la integración de mercados, no hay que pensar que los diferenciales de precios resultantes planteen problemas para la política económica. En segundo lugar, las divergencias cíclicas entre los países también pueden ser relevantes a la hora de generar diferenciales de inflación. En la práctica, la evidencia disponible sugiere que ambos

factores desempeñan un papel importante en la explicación del comportamiento actual de los diferenciales de inflación en los distintos países que forman parte de la Unión Monetaria.

Si bien el análisis de tales diferencias entre países es de interés para evaluar la evolución de la economía, tanto desde un punto de vista cíclico como a largo plazo, hay que subrayar que la política monetaria única del Eurosistema solo puede orientarse hacia el objetivo de la estabilidad de precios en el conjunto de la zona. Como consecuencia, la política monetaria no está en

condiciones de influir en la dispersión de las tasas de variación del IAPC de los países de la zona del euro. No obstante, si se produjeran diferenciales de inflación sustanciales y prolongados que no estuvieran justificados por el efecto de la integración de los mercados y de la convergencia real, podrían surgir variaciones indeseadas en la competitividad y desequilibrios económicos en los distintos países de la zona del euro. En tal caso, sería necesaria una respuesta de política económica en el ámbito nacional, especialmente, de carácter estructural.





# Los preparativos del SEBC para el año 2000

*El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) ha dedicado importantes esfuerzos y recursos a los problemas relacionados con la transición al año 2000, aunque se suponía que el grado de adaptación al año 2000 de los sistemas utilizados por el Banco Central Europeo (BCE) y por los bancos centrales nacionales (BCN) que forman parte de la Unión Monetaria era relativamente alto, debido a la creación reciente de la institución. Tras numerosas pruebas, el BCE está seguro de que los sistemas del SEBC —ya sean los sistemas técnicos utilizados para la transmisión de datos necesarios para preparar las decisiones de política monetaria o los empleados para ejecutar las operaciones de política monetaria, el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET) o el modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC)— seguirán funcionando correctamente al comenzar el año 2000. No obstante, el BCE y los BCN han verificado sus procedimientos frente a contingencias para garantizar la continuidad de su funcionamiento, en caso de que aparecieran problemas inesperados. Al mismo tiempo, se han analizado las implicaciones monetarias y económicas de la transición al año 2000 y no parece que vayan a ser relevantes para la estrategia a medio plazo de la política monetaria del BCE. En todo caso, el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema (que comprende el BCE y los BCN de los Estados miembros que forman parte de la zona del euro) garantiza una elevada flexibilidad en la aplicación de dicha política, e incluye mecanismos automáticos diseñados para hacer frente a cualquier nivel de demanda de liquidez por parte de los participantes en el mercado. El BCE no ve la necesidad de que el público acumule, como medida de precaución, un exceso de efectivo hacia finales de año. En todo caso, si se produjera una demanda extraordinaria de billetes, los BCN dispondrán de la cantidad de billetes necesaria para satisfacer dicha demanda.*

## I Iniciativas para hacer frente al problema del año 2000

El problema del año 2000 es un fenómeno que afecta tanto a los ciudadanos como a las empresas de todo el mundo. Aunque se reconoce de forma generalizada que la responsabilidad de preparar la transición al año 2000 recae, fundamentalmente, en cada institución, en los dos últimos años han surgido numerosas iniciativas para coordinar las actividades en los ámbitos sectorial, nacional e internacional. Desde comienzos de 1999, sobre todo, después de que concluyeran los preparativos para la introducción del euro, la comunidad financiera europea ha dedicado considerables esfuerzos para resolver los temas relacionados con el año 2000. De especial importancia para el sector financiero son las iniciativas del Grupo de Coordinación Internacional para el año 2000 (*Global 2000 Co-ordinating Group*), para las entidades privadas, y el Consejo Conjunto para el año 2000 (*Joint Year 2000 Council*), para los organismos rectores de los mercados financieros. Además, los proveedores de servicios públicos, tales como agua, electricidad y telecomunicaciones, han podido demostrar, por lo general, que sus servicios tienen un nivel satisfactorio de adaptación al año 2000.

La comunidad bancaria y financiera internacional ha tenido que hacer frente a un importante desafío en sus esfuerzos por garantizar la transición fluida de los sistemas financieros al año 2000. Con el apoyo de los proveedores de infraestructuras, las entidades financieras de la zona del euro —incluido el Eurosistema— han llevado a cabo un gran número de pruebas para asegurarse de que las aplicaciones de sus sistemas informáticos funcionan correctamente. Al igual que muchas otras instituciones, el Eurosistema ha dado prioridad, en el pasado año, a las tareas relacionadas con el año 2000 y se ha asegurado, a través de numerosas pruebas, de que sus sistemas están adaptados al año 2000. Desde mediados de 1999, el Eurosistema se ha centrado en la revisión y verificación de los procedimientos frente a contingencias, la evaluación de las posibles implicaciones jurídicas y de política monetaria, y en el establecimiento de una infraestructura de comunicaciones eficiente en el SEBC, para el período de transición al año 2000.

## Recuadro I

### Adaptación al año 2000

El problema de la adaptación al año 2000 es consecuencia, fundamentalmente, del campo de datos que define el año y que afecta a los archivos, los informes, las pantallas, las bases de datos, los programas de entorno y las áreas de trabajo. Los programas para determinar la información y las cuestiones operativas que dependen del tiempo utilizan dicho campo. En programas que emplean solamente un campo con dos dígitos, puede que el sistema no sea capaz de diferenciar si se trata de fechas del siglo XX (años del tipo 19XX) o del siglo XXI (años del tipo 20XX). El problema del año 2000 también puede afectar a sistemas que no son puramente informáticos, tales como servicios públicos, sistemas de control de acceso, funciones de control de procesos mecánicos, etc., a través del uso de datos con fechas en los *chips* incluidos en dichos sistemas.

Por lo tanto, es necesario llevar a cabo verificaciones y, cuando se identifiquen problemas, rectificar los sistemas para garantizar que el ordenador reconozca correctamente la nueva fecha como 2000. Conforme a la definición de la adaptación al año 2000 establecida por la *British Standards Institution*, el BCE ha evaluado su grado de adaptación, teniendo en cuenta los siguientes criterios:

1. Que ningún valor para la fecha actual interrumpa el funcionamiento.
2. Que la funcionalidad basada en fechas sea compatible con fechas anteriores y posteriores al año 2000, así como con las de dicho año.
3. Que en todas las *interfaces* y en el tratamiento de datos almacenados, cualquier fecha del siglo se especifique de forma explícita o mediante reglas de inferencia o algoritmos que no sean ambiguos.
4. Que se reconozca al año 2000 como bisiesto.

## 2 Actividades de adaptación técnica del SEBC

Puesto que el problema del año 2000 tiene su origen en la tecnología de los ordenadores, el trabajo inicial se orientó a lograr la adaptación al año 2000 de los sistemas informáticos, prestando especial atención a los sistemas necesarios para la ejecución de la política monetaria y a TARGET.

### Verificación y rectificación de los sistemas utilizados en la ejecución de la política monetaria

El Eurosistema emplea una compleja infraestructura técnica para conectar al BCE con los BCN. A dicha infraestructura se han sumado las aplicaciones utilizadas en la instrumentación de las operaciones de política monetaria, tales como las subastas llevadas a cabo en el mercado abierto y las intervenciones bilaterales, y las usadas para el intercambio de la información estadística y no estadística necesaria para la preparación de las decisiones de política monetaria.

Los BCN realizan las operaciones de política monetaria del Eurosistema de manera descen-

tralizada, siguiendo las instrucciones del BCE. Este recibe información estadística de los once BCN y se basa en ella para adoptar las decisiones de política monetaria. Debido al carácter integrado de los sistemas utilizados en tales operaciones, se decidió llevar a cabo pruebas tanto locales como para el conjunto del SEBC.

Cada BCN se ha encargado de realizar una serie de pruebas diseñadas para evaluar el grado de adaptación de sus sistemas internos, así como de partes concretas de los sistemas del SEBC. Además, de las pruebas internas sobre la adaptación de sus sistemas, el BCE ha efectuado la comprobación inicial de los sistemas para el conjunto del SEBC, en la medida en que ha sido posible dentro de su entorno. Así, en los primeros meses de 1999, se ha verificado la adaptación al año 2000 de todos los componentes individuales de los sistemas para el conjunto del Eurosistema.

Tras la terminación de las pruebas individuales, se han llevado a cabo una serie de pruebas bilaterales entre el BCE y todos los BCN que componen el Eurosistema, así como otros BCN

que decidieron participar. Estas pruebas se han realizado en un entorno simulado del año 2000, para verificar el funcionamiento operativo continuado de las aplicaciones. En su transcurso, solo se descubrió un número muy reducido de problemas relacionados con el año 2000, atribuibles, fundamentalmente, a la relativa novedad de los sistemas integrados del Eurosistema y los individuales. En los pocos casos en los que se detectaron problemas de no adaptación, se ha procedido a realizar con éxito labores de rectificación. Por lo tanto, puede confirmarse con un grado aceptable de certidumbre que los sistemas utilizados por el Eurosistema en el ámbito de la política monetaria están adaptados al año 2000.

### **Verificación y rectificación del sistema TARGET y del MCBC**

TARGET es un sistema descentralizado que conecta a los sistemas nacionales de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) a través de una infraestructura de interconexión, cuyo fin es realizar pagos de forma eficiente por toda Europa.

De conformidad con otras actividades de adaptación al año 2000 del SEBC, el sistema TARGET ha estado sometido a un intenso período de pruebas. El enfoque empleado se ha basado en la comprobación del correcto funcionamiento de TARGET, antes de su puesta en marcha el 4 de enero de 1999.

La verificación de TARGET se ha llevado a cabo en varias fases. En la primera, los BCN y el BCE comprobaron, por separado, los componentes nacionales y las conexiones al servicio S.W.I.F.T. Tras finalizar con éxito esta fase, se efectuaron pruebas «entre sistemas», en las que los sistemas de los BCN y del BCE ensayaron una sesión diaria completa en un entorno simulado del año 2000, que incluía la puesta en marcha de los sistemas, el procesamiento de los pagos, los procedimientos de fin de día, el cierre de los sistemas y, por último, los preparativos para la sesión siguiente. Durante esta segunda fase, una serie de entidades de crédito de cada país intervinieron en la verificación del sistema nacional de liquidación bruta en tiempo real. Además, en junio de 1999, algunos de los principales siste-

mas SLBTR de la Unión Europea participaron con éxito en la prueba internacional del año 2000 organizada por la Cámara de Compensación de Nueva York.

Por último, el 25 de septiembre de 1999 se ha llevado a cabo una demostración sobre la adaptación de TARGET al año 2000. En un ensayo general de una sesión diaria completa en un entorno simulado del año 2000, varios centenares de entidades de crédito han demostrado su capacidad para realizar operaciones de envío y recepción de pagos transfronterizos a través de TARGET. En varios países también se ha verificado el funcionamiento de los sistemas de pagos internos con terceros.

Al mismo tiempo, también se han efectuado pruebas con el modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC). El MCBC es un sistema que permite la utilización de activos de garantía de forma transfronteriza, con el fin de asegurar su disponibilidad a la hora de cubrir las necesidades originadas por operaciones de política monetaria y por los sistemas de pagos. El MCBC se basa en acuerdos multilaterales entre los BCN y el BCE. Dado que todos los flujos de mensajes son bilaterales, las pruebas de adaptación al año 2000 han sido realizadas entre parejas de entidades que utilizan los sistemas informáticos para este procedimiento. En las pruebas no se ha detectado ningún problema.

### **Seguimiento de los sistemas de pagos de la Unión Europea**

El SEBC también lleva a cabo un seguimiento de los avances que se producen en otros sistemas de grandes pagos y en los sistemas más importantes de pequeños pagos de la UE y, en concreto, en aquellos que liquidan sus saldos de fin de día en TARGET. Como norma, al introducir la estrategia de TARGET para el año 2000, se establecieron para cada país unos procedimientos de control, para verificar que todos los sistemas de pagos hubieran concluido sus pruebas internas a finales de abril de 1999 y las pruebas multilaterales a finales de julio de 1999. El resultado general es que los sistemas de pagos y de liquidación de

valores más importantes de la UE han realizado avances importantes en lo que se refiere a los preparativos para el año 2000, y que se han adaptado al marco establecido. Según la información disponible, también se han probado los sistemas de pequeños pagos electrónicos y

los cajeros automáticos de la zona del euro, con buenos resultados, por lo que se espera que su funcionamiento sea fluido. El SEBC está siguiendo muy cerca los pocos sistemas de pequeños pagos que se han quedado ligeramente rezagados en sus preparativos.

### 3 Otras medidas preventivas

Después de efectuar tantas pruebas, es esencial mantener el nivel de adaptación y no ponerlo en peligro modificando nuevamente los sistemas. Por este motivo, el Eurosistema ha establecido una moratoria con respecto a los cambios que pudieran introducirse en sus sistemas, desde el 1 de octubre de 1999 al 1 de marzo del año 2000. No obstante, el BCE no descarta la aparición de problemas imprevistos que podrían afectar al funcionamiento fluido de sus sistemas. Por lo tanto, como medida

de precaución, se están examinando los procedimientos de contingencia elaborados para la transición al euro, con el fin de asegurar su viabilidad en caso de que surgiera algún problema durante el paso al año 2000. A este respecto, cabe señalar que los informes recientes sobre las pruebas del año 2000 realizadas en las principales empresas europeas de servicios públicos (gas, electricidad, abastecimiento de agua y telecomunicaciones) han sido muy positivos.

#### Recuadro 2

##### Cierre de TARGET el 31 de diciembre de 1999

Para garantizar una transición sin contratiempos, no solo a las instituciones del SEBC, sino también a las demás entidades financieras europeas, el 31 de marzo de 1999, el BCE anunció su decisión de cerrar el sistema TARGET el 31 de diciembre de 1999. Así pues, éste será un día inhábil para que las entidades bancarias puedan realizar las operaciones de cierre de ejercicio y generar copias de seguridad completas de todos los sistemas pertinentes, antes de la transición al año 2000.

### 4 Repercusiones monetarias, financieras y económicas

Además de las actividades internas de adaptación, el BCE ha analizado también el impacto que podría tener la transición al año 2000 en la zona del euro. De resultados de este ejercicio, parece que no es necesario que, durante el período de transición, el público tenga en su poder mayor cantidad de billetes que al final de otros años. No obstante, los BCN han acumulado existencias adicionales de billetes para cubrir el período que abarca hasta el año 2002, a fin de poder, así, liberar capacidad para la producción de billetes euros. Por lo tanto, de producirse una demanda extraordinaria de billetes, en torno al final de año, por motivos de precaución, los BCN tendrán existencias suficientes para cubrirla.

Lo más probable es que, si se produce un aumento de la demanda de billetes hacia final de año, dicho aumento solo tenga un impacto temporal y de poca magnitud en el agregado monetario amplio (M3, al que se ha asignado una función importante en la estrategia de política monetaria del Eurosistema), ya que se prevé que toda la demanda adicional de efectivo afectará principalmente a los depósitos bancarios a corto plazo que forman parte de M3. Además, es de esperar que los hogares reduzcan, en general, sus tenencias de efectivo a niveles más normales, tan pronto como empiecen a disiparse los temores a grandes perturbaciones derivadas de los problemas informáticos del año 2000.

También se prevén algunos otros efectos económicos como consecuencia de la transición al año 2000. Además de los efectos sectoriales resultantes de la desviación de recursos para hacer frente al problema del año 2000, podrían producirse efectos económicos temporales imputables a disfunciones susceptibles de distorsionar los procesos de producción. Por este motivo, el problema del año 2000 podría inducir a las empresas a acaparar algunos productos, en un intento de garantizar la continuidad de su abastecimiento a principios de ese año. También los hogares podrían aumentar sus reservas de alimentos, etc. Además, la inversión en capital fijo podría verse afectada por la anticipación de las compras de equipos informáticos. En general, estos factores pueden distorsionar, en cierta medida, el ritmo de crecimiento económico, tendiendo a estimularlo al final de 1999 y a debilitarlo a principios del año 2000. Por otra parte, dichos factores podrían tener efectos monetarios en forma de un incremento transitorio del crédito bancario.

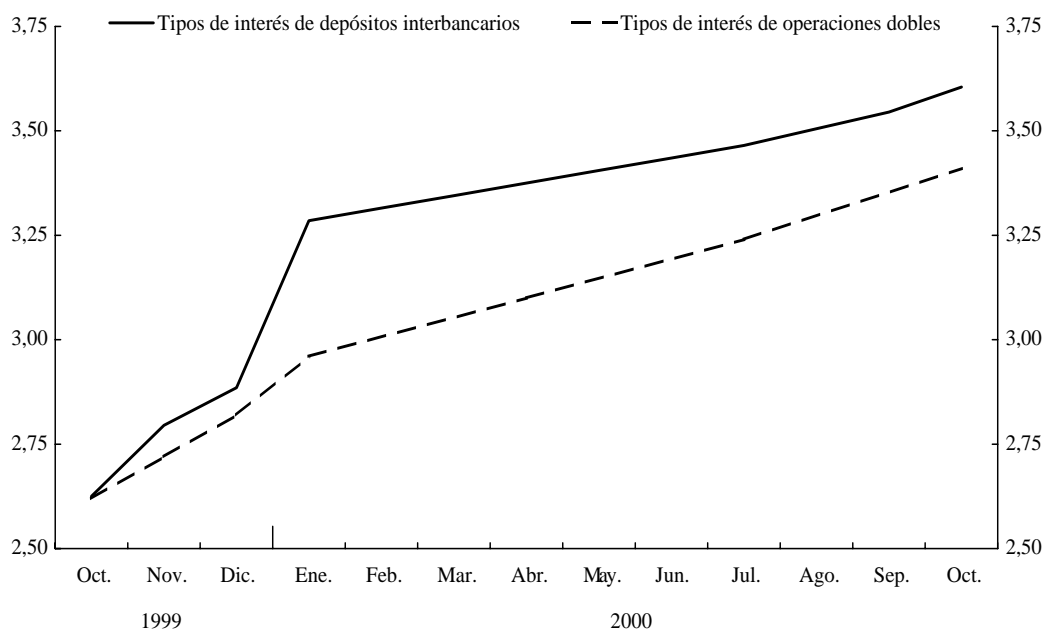
Pese a que no es posible estimar ninguno de estos efectos con un grado razonable de precisión, es probable que sean de magnitud limitada y que no afecten a las perspectivas de crecimiento e inflación de la zona del euro a largo plazo.

Por lo tanto, no es muy probable que la transición al año 2000 tenga consecuencias monetarias y económicas importantes para una estrategia de política monetaria orientada al medio plazo. Sin embargo, los mercados financieros se han visto afectados por la percepción de un aumento del riesgo en los préstamos a corto plazo, en el período de transición al año 2000, sobre todo, en aquellos préstamos concedidos sin garantía. De hecho, en los últimos meses, el tipo de interés implícito en el contrato de futuros EURIBOR a tres meses, que vence en diciembre de 1999, se ha cotizado por encima del tipo de interés teórico que se obtendría mediante interpolación lineal de los contratos que vencen entre septiembre de 1999 y marzo del año 2000. Esta «cresta del año 2000» ha tendido

## Gráfico I

### Curva de rendimientos de los mercados de depósitos y operaciones dobles

(a 6 de octubre de 1999; en porcentaje, por vencimientos)



Fuente: Reuters.

Nota: Los tipos que figuran en el gráfico son tipos al contado. Por lo tanto, el nivel anormalmente alto del tipo a un día implícito para las operaciones sin garantía al 31 de diciembre de 1999 afecta a todos los tipos con vencimiento posterior a esa fecha a través de un simple efecto actuarial.

a crecer durante el verano, pero se ha reducido de forma apreciable recientemente. Su existencia puede apreciarse en el gráfico 1, en el que figuran los tipos de interés de los depósitos bancarios sin garantía con diferentes vencimientos, el 6 de octubre de 1999.

Sin embargo, hay que destacar que el efecto del año 2000 sobre los tipos de interés a corto plazo es notablemente menor en las operaciones con garantía. En el gráfico anterior, se observa claramente que la curva de los depósitos se desplaza hacia arriba entre diciembre y enero, incorporando el incremento previsto al final del año. En cambio, la curva de rendimientos de los instrumentos con garantía presenta una tendencia mucho más regular, lo que sugiere que los participantes en los mercados tienen confianza en que el Eurosistema proporcionará suficiente liquidez. Sin embargo, al mismo tiempo, la significativa diferencia en los tipos de interés esperados entre las operaciones con garantía y sin garantía refleja una mayor conciencia del riesgo de crédito en torno al final del año.

El Eurosistema anunció en agosto de 1999 que no estima necesario introducir cambios sistémicos en su marco operativo por la transición al año 2000. De hecho, dicho marco se diseñó desde el principio para garantizar la máxima flexibilidad en la ejecución de la política monetaria y, por lo tanto, permite que se introduzcan todas las adaptaciones técnicas que se consideren pertinentes. El marco operativo del Eurosistema ya incorpora mecanismos que tienen por objeto acomodar cualquier nivel de demanda de liquidez de los participantes en el mercado.

En primer lugar, como las fluctuaciones de la liquidez son un hecho frecuente en los mercados monetarios, el mecanismo de promediación que se aplica al período de mantenimiento de un mes del sistema de reservas mínimas contribuye, en general, a atenuar las fluctuaciones temporales de liquidez, que pueden producirse, por ejemplo, debido a retrasos técnicos en los sistemas de pagos o a variaciones imprevistas de la demanda de billetes. Las reservas obligatorias agregadas del sistema bancario de la zona del euro ascendieron a unos 100 mm de euros en el

primer semestre de 1999 y constituyen una considerable cobertura de liquidez para hacer frente a las necesidades excepcionales que puedan producirse al cruzar el umbral del nuevo año. En segundo lugar, el altísimo volumen de activos (unos 5.700 mm de euros) incluidos en la lista de garantías, admisibles para las operaciones de financiación del Eurosistema, junto con el modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC), (que permite el uso transfronterizo de las garantías), deberían asegurar que existe una cantidad suficiente de activos admisibles como garantía, incluso en circunstancias excepcionales. En tercer lugar, el Eurosistema tiene a su disposición una amplia gama de instrumentos de ajuste que, en caso necesario, pueden ser un complemento de sus operaciones de financiación principales y a más largo plazo. Las operaciones de ajuste del Eurosistema pueden adoptar varias formas, por ejemplo, compras o ventas en firme, captación de depósitos a plazo fijo y *swaps* de divisas. Por último, las facilidades permanentes del Eurosistema (facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito) brindan a las entidades de crédito de la zona del euro un instrumento automático para hacer frente a las posibles fluctuaciones de la demanda de liquidez y, por tanto, limitan cualquier impacto de dichas fluctuaciones sobre los tipos de interés a corto plazo.

Teniendo en cuenta lo anterior, solo se ha introducido un cambio técnico poco importante en el calendario indicativo de las operaciones principales de financiación para el año 2000, a fin de eliminar cualquier problema que pudiera producirse como consecuencia del vencimiento y la renovación de una operación principal de financiación en la primera semana del año 2000. El BCE anunció, el 23 de septiembre de 1999, que no se iniciaría ninguna operación principal de financiación en la primera semana del año 2000 y que tampoco vencería ninguna de esas operaciones durante dicha semana. Se estima que este ajuste es útil para reducir al mínimo los posibles problemas que pudieran plantearse a las entidades de contrapartida y a los mercados financieros, como resultado de la ejecución y la liquidación de una operación de gran envergadura inmediatamente después del inicio del año 2000.

## 5 Implicaciones legales

### Medidas legislativas

Con el fin de garantizar la estabilidad en los mercados financieros, el BCE ha tenido un papel decisivo en propiciar la adopción, por parte de los Estados miembros de la Unión Europea (UE), de medidas legislativas destinadas a hacer frente a los problemas de responsabilidad jurídica en el cambio de milenio.

Para permitir a todos los participantes en el mercado —entidades de crédito, mercados de valores, sistemas de compensación, centrales depositarias de valores y otros organismos competentes del sector financiero— realizar los procedimientos de fin de año y disponer de copias de seguridad completas de todos los sistemas antes de la medianoche del 31 de diciembre de 1999, los gobernadores de los BCN de la zona del euro acordaron por unanimidad, en marzo de 1999, que el BCE recomendará a los miembros del Consejo ECOFIN que se declarara al 31 de diciembre de 1999 como día inhábil en toda la UE.

En la reunión informal del 17 de abril de 1999, los ministros de Finanzas aprobaron un comunicado en el que instaban a los Estados miembros de la UE a que garantizaran que las obligaciones de pago y entrega, asumidas en los mercados

financieros por las entidades financieras y los demás agentes, no venciesen ni fuesen exigibles el 31 de diciembre de 1999. En dicho comunicado, cada uno de los Estados miembros se comprometió a adoptar las medidas legislativas adecuadas para garantizar la estabilidad en los mercados financieros de su competencia, y reducir las posibles responsabilidades legales de los participantes en el mercado, cuyas obligaciones en euros vencieran el 31 de diciembre de 1999. Estas medidas legislativas deberían garantizar, asimismo, que se exprese claramente la fecha de vencimiento de dichas obligaciones. Como para cualquier día festivo, el resultado dependerá de las disposiciones legislativas adoptadas en cada jurisdicción en relación con las obligaciones que venzan en un día inhábil: algunas normas establecen que estas obligaciones deberán ser aplazadas y, otras, que deberán ser adelantadas. El comunicado no se pronuncia sobre esta cuestión, que podrá resolverse de acuerdo con la normativa nacional.

### Revisión de los contratos en el BCE

Por otro lado, los contratos del BCE existentes han sido revisados y, eventualmente, actualizados para garantizar su viabilidad en cualquier escenario del año 2000. La postura

#### Recuadro 3

##### Comunicado sobre la transición al año 2000 aprobado por los ministros de Finanzas el 17 de abril de 1999

Con el fin de reducir al mínimo los riesgos que la transición al año 2000 podrá entrañar para el sector financiero europeo, los ministros del Consejo ECOFIN, la Comisión Europea y el BCE se han planteado la necesidad de adoptar medidas para garantizar una transición sin problemas al primer día operativo del nuevo año. A este respecto, los ministros y la Comisión Europea han tomado nota de la decisión del BCE relativa al cierre del sistema TARGET el 31 de diciembre de 1999, para potenciar la seguridad de la transición al año 2000.

En este contexto y respondiendo a las peticiones de los participantes en el mercado, los ministros han acordado que, para facilitar la ejecución de los procedimientos de fin de año y disponer de copias de seguridad completas de todos los sistemas antes de la medianoche del 31 de diciembre de 1999, los Estados miembros deberán garantizar con los medios adecuados que, de la misma forma que en un día festivo normal y al menos para las transacciones en euros, las obligaciones contractuales de las entidades de crédito, o de los demás agentes que operan en los mercados financieros, no podrán vencer ni ser exigibles el 31 de diciembre de 1999.



del BCE al respecto es que los problemas y los fallos derivados del año 2000 que se produzcan en el *hardware* y el *software* no pueden considerarse como casos de fuerza mayor, puesto que el efecto 2000 es un riesgo previsible que puede paliarse con una planifi-

cación y unos recursos adecuados. Por lo tanto, las entidades de contrapartida deberán adoptar todas las medidas necesarias para garantizar la adaptación de sus sistemas informáticos y la continuidad de sus operaciones en el año 2000.

## 6 Infraestructura de comunicaciones

La función de coordinación del SEBC se articula a través de una serie de comités de expertos que realizan, en el ámbito de sus competencias, el trabajo preparatorio para las decisiones que serán adoptadas por el Consejo de Gobierno, después de pasar por el Comité Ejecutivo. Estos comités han desarrollado una extensa labor el año pasado, con vistas a los preparativos para el año 2000. Con el fin de garantizar la concordancia general de dichos preparativos en el ámbito del SEBC el Consejo de Gobierno decidió crear un Comité de Coordinación del año 2000 del SEBC, que reuniera a los coordinadores del año 2000 de los diferentes BCN, con la misión de definir las principales medidas que deban adoptarse para la transición al nuevo año.

El Comité de Coordinación del año 2000 del SEBC es responsable de la coordinación entre las instituciones del SEBC y entre el SEBC y los organismos internacionales que se ocupan directamente de las cuestiones relacionadas con el efecto 2000. Sus principales cometidos son, por un lado, analizar la idoneidad y viabilidad de las medidas de contingencia y de los procedimientos de aplicación de estas medidas y, por otro, definir unos objetivos, cuyo cumplimiento deberá controlarse antes, durante y después de

la transición al año 2000. El Comité de Coordinación del año 2000 del SEBC es el núcleo de una infraestructura eficiente de comunicaciones entre el BCE y los BCN, establecido con el fin específico de supervisar el período de transición al año 2000. En el curso de dicho período (es decir, del 31 de diciembre de 1999 al primer día de funcionamiento normal, y alrededor de la fecha del año bisiesto), el Comité centralizará un procedimiento de alerta inmediata a los órganos rectores del BCE. En situaciones de emergencia, el Comité deberá consultar a los expertos competentes para acelerar el proceso de toma de decisiones con el fin de garantizar la continuidad de las funciones críticas. Este Comité intercambiará, de forma periódica, informaciones sobre los problemas generales asociados con la transición el año 2000 y, en particular, en caso de que surjan incidencias graves e imprevistas en las infraestructuras y los sistemas internos del SEBC o en los mercados financieros del Eurosistema.

El BCE intercambiará, asimismo, información con el Consejo Conjunto para el año 2000, con el fin de contribuir a atenuar los riesgos del año 2000, no solo en el ámbito del Eurosistema, sino también a nivel internacional.

### Recuadro 4

#### Principales iniciativas para el año 2000

##### Iniciativas del Consejo Conjunto del año 2000

En abril de 1999, los comités promotores, es decir, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea), el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación (CPSS), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), crearon el Consejo Conjunto para el año 2000. Este Consejo, que reúne a los altos representantes de los comités promotores, está presidido por Roger W. Ferguson Jr., miembro de la junta de gobernadores de la Reserva Federal, y su secretaria está a cargo del Banco de Pagos Internacionales (BPI).

El Consejo acordó acometer una serie de iniciativas destinadas a concienciar a todos los organismos responsables de la supervisión financiera del reto informático que supone el año 2000, compartir información sobre estrategias y enfoques de regulación y supervisión, discutir posibles medidas de contingencia y constituir un punto de contacto con las iniciativas privadas a nivel nacional e internacional.

El Consejo Conjunto del año 2000 reconoce que una comunicación eficaz a nivel internacional entre las autoridades de los mercados financieros será un factor esencial para una transición sin contratiempos al año 2000 en los mercados financieros. Durante este período crítico, se espera que, en la medida de lo posible, la resolución de problemas, la recopilación de información y la toma de decisiones por parte de las mencionadas autoridades a nivel internacional se lleven a cabo siguiendo los procedimientos normales. A estos efectos, se espera que los acuerdos existentes entre estas autoridades —contactos bilaterales y multilaterales con las correspondientes autoridades de regulación de otros países— den cabida a la mayor parte de las incidencias posibles. Sin embargo, quedan algunos aspectos en los que la eficacia de la comunicación entre autoridades podría ser centralizada. La Secretaría del Consejo tiene previsto ofrecer los medios y el apoyo necesario para facilitar el intercambio de información a nivel internacional entre las principales autoridades de los mercados financieros durante el período de transición, mediante la creación de una plataforma conjunta de información que proporcionaría varios servicios. Estos servicios centrales consistirían en actualizar las listas de contacto, recopilar y difundir información sobre la situación operativa de los principales componentes de infraestructura, de forma que las autoridades de los mercados financieros puedan ir anunciando aquellos cambios que vayan surgiendo y organizar teleconferencias. La Secretaría coordinará sus actuaciones con las de los promotores de otras iniciativas de intercambio internacional de información, para reducir al mínimo la duplicación de los canales de comunicación y la multiplicación de la información procedente de las autoridades de los mercados financieros.

#### **El Grupo de Coordinación Internacional para el año 2000**

El Grupo de Coordinación Internacional para el año 2000 (*Global 2000*) es una agrupación informal y voluntaria de bancos, sociedades de valores y compañías de seguros pertenecientes al sector financiero privado, compuesta por 630 entidades que representan a 70 países. El objetivo general de este grupo es detectar y dotar de recursos a las áreas en las que unas iniciativas coordinadas facilitarán los esfuerzos de la comunidad financiera internacional para minimizar los riesgos que el cambio de fecha en el año 2000 supondrá para los mercados financieros mundiales.





## **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 finalidad 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	25*
5	Indicadores de la economía real en la zona del euro	
5.1	Cuentas nacionales	26*
5.2	Otros indicadores de la economía real	27*
5.3	Encuestas empresariales y del consumidor	28*
5.4	Indicadores del mercado laboral	29*
6	Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro	30*
7	Déficit, deuda y operaciones de las Administraciones Públicas en la zona del euro y en los países de dicha zona	31*
8	Balanza de pagos de la zona del euro y posición de reservas del Eurosistema	
8.1	Resumen de la balanza de pagos	32*
8.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	33*
8.3	Cuenta de renta	34*
8.4	Cuentas de inversiones directas y de cartera	35*
8.5	Cuenta de otras inversiones	36*
8.6	Reservas del Eurosistema y otros activos	38*
9	Comercio exterior de bienes y servicios de la zona del euro	39*
10	Tipos de cambio	42*
11	Evolución económica y financiera en los otros Estados miembros de la UE	43*
12	Evolución económica y financiera en otros países fuera de la UE	
12.1	Evolución económica y financiera	44*
12.2	Ahorro, inversión y financiación	45*
	<b>Notas generales</b>	<b>47*</b>

# I Estadísticas de política monetaria

**Cuadro I.1**

## Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

### 1. Activo

		Oro y derechos	Activos en	Activos en	Activos en euros	Préstamos a	Operaciones	Operaciones de	Operaciones	
		en oro	moneda	moneda	frente a no	entidades				principales de
			extranjera frente	extranjera frente	residentes en el	financieras de	contrapartida del	más largo plazo	ajuste	
		1	a no residentes	a residentes en el	área del euro	del área del euro	área del euro	6	8	
			en el área del	área del euro				7		
			euro							
1999	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
	Ago	6	101.754	245.853	13.027	4.162	194.731	149.018	45.001	0
		13	101.754	245.650	12.724	4.107	189.871	143.990	45.001	0
		20	101.754	246.057	12.640	4.261	186.895	141.042	45.001	0
		27	101.754	245.415	12.580	4.116	205.150	159.071	44.996	0
	Sep	3	101.754	245.588	11.915	4.281	197.748	152.043	44.996	0
		10	101.754	245.034	12.887	4.686	193.931	147.991	44.996	0
		17	101.754	245.923	12.472	5.028	188.657	142.932	44.994	0
		24	101.754	246.058	13.054	4.919	198.458	152.955	44.994	0
	Oct	1	114.988	240.223	13.357	5.066	192.534	146.988	44.994	0

### 2. Pasivo

		Billetes en	Depósitos en	Cuentas corrientes	Facilidad de	Depósitos a	Operaciones	Depósitos	Certificados de
		circulación	euros de						
			entidades	los depósitos			ajuste	el ajuste de los	
		1	financieras de	vinculados al			6	márgenes de	
			contrapartida de	sistema de				garantía	
			la zona del euro	reservas					
				mínimas)					
1999	May	7	335.708	101.663	101.459	197	0	7	10.158
		14	337.375	99.361	99.229	118	0	14	10.158
		21	335.245	102.373	99.795	2.561	0	17	10.158
		28	335.148	109.331	109.194	134	0	3	10.158
	Jun	4	338.980	106.950	106.826	101	0	23	10.158
		11	338.947	96.441	96.278	155	0	8	10.158
		18	337.865	103.238	103.141	91	0	6	10.158
		25	337.877	97.499	97.383	101	0	15	10.158
	Jul	2	342.556	112.235	112.120	95	0	20	10.158
		9	344.694	102.529	102.185	316	0	28	10.158
		16	344.405	104.586	104.499	68	0	19	10.158
		23	342.580	94.151	92.351	1.788	0	12	10.158
		30	345.768	109.826	109.789	27	0	10	10.158
	Ago	6	348.034	106.144	105.807	292	0	45	10.158
		13	346.223	103.115	103.001	96	0	18	10.158
		20	342.257	100.588	95.691	4.883	0	14	10.158
		27	340.626	110.453	110.439	13	0	1	10.158
	Sep	3	344.193	106.110	106.037	49	0	24	10.158
		10	344.254	100.011	99.984	20	0	7	10.158
		17	342.188	98.993	98.237	750	0	6	10.158
		24	340.327	103.953	103.863	76	0	14	10.158
	Oct	1	343.179	109.898	109.679	154	0	65	8.606

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	16	
				13	14	15		
9	10	11	12	13	14	15	16	
0	481	52	723	26.047	60.186	78.650	692.124	1999 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
0	240	47	425	25.939	60.156	77.342	722.964	Ago 6
0	149	70	661	26.033	60.156	75.965	716.260	13
0	186	99	567	26.087	60.156	75.529	713.379	20
0	304	115	664	25.966	60.156	78.829	733.966	27
0	3	52	654	25.838	60.156	79.848	727.128	Sep 3
0	236	43	665	25.551	60.156	77.271	721.270	10
0	46	125	560	25.163	60.156	78.761	717.914	17
0	36	102	371	25.414	60.156	78.787	728.600	24
0	151	90	311	24.700	60.156	79.592	730.616	Oct 1

								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	17	
36.822	6.993	998	7.925	6.043	78.479	54.666	52.669	692.124	1999 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
45.219	6.988	1.037	10.032	6.192	82.510	53.218	53.432	722.964	Ago 6
44.255	8.186	924	9.604	6.192	82.510	53.219	51.874	716.260	13
47.592	7.618	952	9.701	6.192	82.510	53.220	52.591	713.379	20
57.773	7.545	1.000	9.264	6.192	82.510	53.220	55.225	733.966	27
53.401	7.509	905	8.372	6.192	82.510	53.221	54.557	727.128	Sep 3
54.393	7.398	904	8.958	6.192	82.510	53.221	53.271	721.270	10
52.897	7.180	855	9.696	6.192	82.510	53.221	54.024	717.914	17
58.991	7.260	872	10.460	6.192	82.510	53.222	54.655	728.600	24
45.950	7.433	1.078	9.840	6.229	89.826	53.220	55.357	730.616	Oct 1



## 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 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	
Ago 4	1.412.815	76.000	2,50			14	
11	1.346.203	68.000	2,50			14	
18	1.538.142	73.000	2,50			14	
25	1.431.145	86.000	2,50			14	
Sep 1	1.490.635	66.000	2,50			14	
8	1.334.847	82.000	2,50			14	
15	1.051.251	61.000	2,50			14	
22	660.532	92.000	2,50			14	
29	926.416	55.000	2,50			14	
Oct 6	1.655.341	90.000	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	
Ago 26	52.416	15.000		2,65	2,66	91	
Sep 30	41.443	15.000		2,66	2,67	84	
Otras operaciones por subasta							
Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe solicitado 1	Importe adjudicado 3	Subastas a tipo de interés fijo	Subastas a tipo de interés variable		Vencimiento a [...] días 7
				Tipo fijo 4	Tipo marginal 5	Tipo medio ponderado 6	
1999							

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 período)

Pasivos computables en:	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Instrumentos del mercado monetario	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso de más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	7
1999 Ene	8.607,9	4.838,9	83,1	146,0	1.105,4	510,6	1.923,9
Feb	8.638,7	4.801,1	86,9	148,9	1.111,6	543,9	1.946,5
Mar	8.685,3	4.803,5	88,8	151,2	1.125,6	549,8	1.966,4
Abr	8.741,2	4.827,7	93,3	160,3	1.129,3	542,0	1.988,6
May	8.797,6	4.867,2	101,1	158,7	1.130,8	541,0	1.999,0
Jun	8.857,3	4.916,6	106,3	152,0	1.145,5	517,6	2.019,3
Jul	8.848,9	4.895,7	109,2	155,5	1.153,5	513,8	2.021,2
Ago <sup>(p)</sup>	8.851,6	4.892,1	113,3	165,4	1.165,2	481,0	2.034,5

Fuente: BCE.

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

#### 2. Reservas 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	102,8	103,5	0,6	0,0	2,50
Sep	102,6	103,0	0,5	0,0	2,50
Oct <sup>(p)</sup>	102,8				

Fuente: BCE.

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

## Cuadro 1.5

### Posición de liquidez del sistema 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
Ago	343,2	150,1	45,0	0,0	0,5	1,0	344,8	47,3	42,1	103,6	449,4
Sep	343,5	150,4	45,0	0,0	0,2	0,7	342,1	51,4	41,6	103,3	446,1

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 (saldo 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	12	13	14	15
1998	Ene	230,0	208,4	21,2	0,4	111,7	1,0	109,3	1,5	2,9	0,3	2,6	300,8	7,2	43,0	695,7
	Feb	252,9	231,1	21,2	0,7	108,2	1,0	105,8	1,5	2,9	0,4	2,5	301,1	7,3	44,3	716,7
	Mar	237,9	216,5	21,2	0,2	106,6	1,2	104,2	1,3	3,0	0,4	2,6	300,4	7,5	41,3	696,7
	Abr	232,7	211,2	21,2	0,4	102,5	1,4	100,2	0,9	3,0	0,4	2,6	304,0	7,6	45,7	695,5
	May	234,8	213,4	21,2	0,3	101,9	1,6	99,4	0,9	3,0	0,4	2,6	307,2	7,7	48,8	703,5
	Jun	325,0	303,7	21,1	0,2	105,4	4,8	99,7	0,8	3,2	0,6	2,6	289,7	7,8	49,8	781,0
	Jul	338,2	316,9	21,1	0,2	87,8	1,1	85,9	0,8	4,8	2,1	2,8	293,6	8,0	51,9	784,4
	Ago	339,9	318,5	21,1	0,2	88,1	0,9	86,3	0,9	4,8	2,0	2,8	291,4	8,0	56,9	789,1
	Sep	326,8	305,5	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,8	2,0	2,8	289,1	8,0	52,1	763,5
	Oct	326,6	305,3	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7	4,8	1,9	2,9	298,9	8,1	51,7	763,3
	Nov	322,2	300,7	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6	4,8	1,9	2,9	306,1	8,1	53,4	772,5
	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	490,9	470,3	20,4	0,2	89,2	1,3	87,3	0,6	8,2	4,1	4,1	416,8	9,3	57,1	1.071,4
	Feb	587,2	566,6	20,4	0,2	90,7	1,5	88,6	0,5	8,3	4,2	4,1	365,3	9,3	56,8	1.117,6
	Mar	582,8	562,2	20,4	0,2	94,0	1,5	91,9	0,6	8,1	4,0	4,1	426,0	9,3	52,2	1.172,5
	Abr	532,6	512,1	20,4	0,2	93,2	1,2	91,3	0,7	8,1	4,0	4,1	435,7	9,6	52,8	1.132,1
	May	465,9	445,3	20,4	0,2	93,1	1,6	90,8	0,7	8,2	4,0	4,2	387,3	9,6	51,1	1.015,3
	Jun	751,5	730,9	20,4	0,2	92,4	1,5	90,0	0,9	8,7	4,4	4,3	499,2	9,7	48,1	1.409,5
	Jul	744,3	723,7	20,4	0,2	92,3	1,5	89,9	0,9	8,7	4,4	4,4	451,8	9,8	52,6	1.359,6
	Ago <sup>(p)</sup>	512,7	492,2	20,4	0,1	91,9	1,1	90,0	0,7	8,8	4,4	4,4	423,0	9,9	53,8	1.100,0

#### 2. Pasivo

		Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro	IFM	Administración Central	Otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	Instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo <sup>3)</sup>	Otros pasivos	Total
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998	Ene	339,9	136,3	83,4	50,7	2,2	15,5	14,8	109,2	17,7	62,3	695,7
	Feb	339,9	159,2	93,7	61,5	4,0	15,2	14,6	107,4	16,7	63,7	716,7
	Mar	340,5	137,9	88,4	46,8	2,7	14,0	14,5	106,6	17,0	66,3	696,7
	Abr	343,8	131,3	84,8	44,3	2,2	14,6	14,4	105,6	17,5	68,4	695,5
	May	346,1	141,8	90,9	47,0	4,0	14,7	13,7	105,3	17,0	64,8	703,5
	Jun	345,4	209,1	150,4	54,2	4,5	14,4	13,3	113,4	20,8	64,5	781,0
	Jul	350,4	200,9	133,9	64,0	3,0	15,1	13,0	112,1	24,0	68,8	784,4
	Ago	344,6	209,8	136,6	69,7	3,5	13,4	12,5	112,0	21,6	75,1	789,1
	Sep	341,5	197,0	125,4	67,1	4,5	11,9	12,0	108,2	23,2	69,7	763,5
	Oct	342,3	199,1	130,1	64,7	4,3	11,8	11,7	108,5	22,6	67,2	763,3
	Nov	344,1	211,5	148,3	56,8	6,4	13,0	11,0	105,1	20,0	67,8	772,5
	Dic	359,1	146,9	89,0	55,0	2,9	8,5	5,3	97,1	18,6	57,4	692,9
1999	Ene	343,8	434,2	377,7	50,3	6,2	6,3	5,3	125,7	99,3	56,8	1.071,4
	Feb	342,4	534,1	472,4	55,0	6,7	6,3	5,3	122,9	50,5	56,0	1.117,6
	Mar	348,3	523,8	460,8	55,1	7,9	4,9	5,3	138,0	97,9	54,5	1.172,5
	Abr	349,6	477,9	432,8	38,8	6,4	4,9	5,3	138,9	105,0	50,5	1.132,1
	May	353,0	404,4	354,2	42,7	7,5	4,9	5,3	137,4	61,2	49,2	1.015,3
	Jun	355,8	686,9	635,0	44,1	7,8	4,9	5,3	140,8	171,1	44,7	1.409,5
	Jul	363,6	671,7	609,5	56,4	5,8	4,9	5,3	139,9	124,1	50,2	1.359,6
	Ago <sup>(p)</sup>	358,6	445,7	385,1	54,5	6,1	4,9	5,3	139,9	93,7	52,0	1.100,0

Fuente: BCE.

1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes 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, de 149 mm de euros a final de junio, de 101 mm de euros a final de julio, y de 72 mm de euros a final de agosto.

## Cuadro 2.2

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

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

#### 1. Activo

														Resto del mundo	Activo fijo	Otros activos	Total
	Préstamos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Instrumentos del mercado monetario	Acciones y participaciones emitidas por residentes en la zona del euro								
	IFM	AAPP	Otros	de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	IFM	AAPP	Otros		IFM	Otros							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	14	16		
1998	Ene	8.501,3	2.974,4	806,4	4.720,6	1.909,4	646,6	1.074,0	188,9	106,4	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	1.930,2	649,9	1.086,2	194,1	108,2	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	1.954,5	652,3	1.103,7	198,6	107,8	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	1.975,6	661,8	1.114,8	199,1	108,2	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	1.998,3	669,1	1.126,5	202,7	107,4	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	2.013,7	680,5	1.137,6	195,5	104,9	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	2.034,4	696,2	1.137,2	201,0	105,3	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	2.040,5	702,9	1.136,1	201,6	104,7	386,4	118,2	268,3	1.641,1	236,3	768,9	13.933,9
	Sep	8.836,2	3.071,9	807,8	4.956,5	2.047,7	707,5	1.136,4	203,9	106,9	380,3	108,9	271,4	1.654,4	236,9	783,4	14.045,8
	Oct	8.972,3	3.167,7	813,7	4.990,9	2.074,5	715,9	1.151,2	207,4	106,0	387,3	115,0	272,3	1.636,3	239,0	781,5	14.196,9
	Nov	9.100,8	3.245,0	817,8	5.038,0	2.071,5	721,9	1.147,2	202,4	113,5	401,9	116,0	285,8	1.681,3	241,2	798,4	14.408,5
	Dic	9.082,9	3.171,3	820,4	5.091,2	2.016,9	728,0	1.095,4	193,6	107,1	422,1	120,9	301,2	1.590,2	243,8	783,6	14.246,8
1999	Ene	9.302,2	3.380,9	820,4	5.100,9	2.047,0	736,8	1.103,2	206,9	108,0	430,4	112,9	317,5	1.633,9	244,6	936,0	14.701,9
	Feb	9.199,0	3.268,3	820,9	5.109,8	2.063,4	744,9	1.115,5	202,9	112,2	441,5	117,5	324,0	1.589,3	243,4	954,6	14.603,2
	Mar	9.254,9	3.282,9	818,7	5.153,3	2.086,4	759,3	1.129,4	197,6	99,1	468,1	125,7	342,4	1.644,1	244,6	883,7	14.680,9
	Abr	9.299,7	3.308,5	811,4	5.179,8	2.103,8	773,3	1.128,5	201,9	104,8	481,1	126,0	355,0	1.632,5	246,3	846,6	14.714,6
	May	9.314,4	3.289,1	810,3	5.214,9	2.141,3	786,0	1.147,1	208,3	102,8	496,7	127,8	368,9	1.620,9	247,5	829,9	14.753,4
	Jun	9.453,8	3.338,2	816,0	5.299,5	2.137,5	799,6	1.127,2	210,7	101,6	482,9	124,6	358,3	1.640,5	249,3	840,7	14.906,3
	Jul	9.463,9	3.327,0	807,6	5.329,3	2.129,9	799,3	1.117,2	213,4	107,8	481,5	126,3	355,2	1.628,7	253,9	826,7	14.892,4
	Ago <sup>1)</sup>	9.485,2	3.356,2	804,2	5.324,8	2.151,1	806,2	1.123,6	221,3	110,5	481,1	127,3	353,7	1.629,4	254,6	807,5	14.919,4

#### 2. Pasivo

	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro							Participaciones en FMM	Valores distintos de acciones y participaciones	Instrumentos del mercado monetario	Capital y reservas	Resto del mundo	Otros pasivos	Total		
		IFM	Admis-tración Central	Otras AAPP y otros													
				residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesio-nes temporales									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
1998	Ene	0,4	7.791,3	3.038,7	95,9	4.656,6	1.179,9	1.917,8	1.341,8	217,1	253,7	1.946,6	145,2	690,8	1.426,8	1.273,7	13.528,4
	Feb	0,4	7.838,6	3.075,0	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	1.460,8	1.263,9	13.632,5
	Mar	0,4	7.845,7	3.086,2	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	1.512,0	1.273,7	13.734,4
	Abr	0,4	7.876,4	3.088,8	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	1.483,3	1.321,3	13.800,1
	May	0,4	7.898,9	3.101,7	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	1.476,3	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	8.038,0	3.234,8	90,0	4.713,2	1.263,5	1.890,8	1.347,6	211,3	260,3	2.093,9	154,1	721,7	1.489,4	1.288,0	14.045,8
	Oct	0,4	8.136,8	3.315,0	90,8	4.731,0	1.268,8	1.889,2	1.350,8	222,3	258,4	2.096,9	161,1	725,9	1.530,3	1.287,2	14.196,9
	Nov	0,4	8.245,3	3.399,8	91,9	4.753,6	1.308,8	1.888,9	1.353,5	202,4	259,6	2.112,8	169,5	727,6	1.598,0	1.295,3	14.408,5
	Dic	0,4	8.262,1	3.312,8	95,7	4.853,6	1.382,2	1.908,3	1.385,9	177,2	241,1	2.113,9	160,8	737,7	1.506,3	1.224,3	14.246,8
1999	Ene	0,4	8.396,8	3.456,5	81,8	4.858,5	1.402,8	1.974,2	1.310,3	171,2	272,0	2.148,5	169,6	748,5	1.591,4	1.374,8	14.701,9
	Feb	0,4	8.297,2	3.367,9	85,3	4.844,0	1.375,9	1.971,5	1.312,6	183,9	286,5	2.173,7	174,7	753,2	1.590,5	1.326,9	14.603,2
	Mar	0,5	8.345,6	3.407,8	79,1	4.858,7	1.382,0	1.987,0	1.310,8	178,9	279,8	2.193,6	180,5	759,3	1.612,9	1.308,8	14.680,9
	Abr	0,5	8.347,3	3.397,1	77,8	4.872,4	1.402,1	1.983,8	1.314,2	172,3	297,4	2.223,8	190,1	769,5	1.631,6	1.254,5	14.714,6
	May	0,5	8.374,2	3.406,5	78,8	4.889,0	1.428,3	1.974,1	1.314,1	172,5	296,7	2.247,9	190,2	777,5	1.656,1	1.210,3	14.753,4
	Jun	0,5	8.443,1	3.442,2	82,0	4.919,0	1.473,8	1.959,9	1.318,5	166,8	305,3	2.269,4	182,8	786,0	1.667,2	1.251,9	14.906,3
	Jul	0,5	8.448,3	3.443,4	78,8	4.926,1	1.464,3	1.976,9	1.320,8	164,0	302,2	2.276,0	183,7	792,2	1.648,5	1.240,9	14.892,4
	Ago <sup>1)</sup>	0,6	8.447,1	3.458,3	83,1	4.905,7	1.436,1	1.987,1	1.320,0	162,5	307,1	2.290,9	194,3	791,9	1.681,5	1.206,1	14.919,4

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

		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	5.548,5	827,5	4.721,0	1.373,6	1.183,2	190,4	251,6	1.898,1	243,6	840,5	10.155,9
	Feb	5.573,8	829,1	4.744,7	1.387,6	1.192,0	195,6	259,6	1.924,7	244,0	847,1	10.236,7
	Mar	5.603,2	827,2	4.776,0	1.407,7	1.207,9	199,8	276,1	1.977,1	245,5	823,5	10.333,1
	Abr	5.639,0	832,1	4.806,9	1.414,9	1.215,0	199,9	284,7	1.938,0	245,8	847,0	10.369,4
	May	5.645,6	820,9	4.824,7	1.429,4	1.225,9	203,5	290,3	1.940,1	254,7	865,1	10.425,3
	Jun	5.703,4	826,9	4.876,6	1.433,7	1.237,3	196,4	285,4	1.964,5	248,0	755,8	10.390,9
	Jul	5.739,7	822,5	4.917,2	1.424,9	1.223,1	201,8	277,9	1.926,3	243,3	801,4	10.413,6
	Ago	5.741,6	825,0	4.916,6	1.424,8	1.222,4	202,4	271,1	1.932,5	244,3	795,6	10.409,9
	Sep	5.785,6	828,9	4.956,7	1.421,9	1.217,3	204,5	274,2	1.943,4	245,0	805,4	10.475,5
	Oct	5.825,9	834,8	4.991,1	1.431,0	1.222,9	208,1	275,2	1.935,2	247,1	803,7	10.518,0
	Nov	5.877,2	838,8	5.038,4	1.426,5	1.223,5	203,0	288,7	1.987,3	249,3	821,4	10.650,5
	Dic	5.932,1	840,8	5.091,3	1.375,7	1.181,6	194,1	304,9	1.907,4	251,8	797,1	10.569,0
1999	Ene	5.941,9	840,8	5.101,0	1.398,0	1.190,5	207,6	321,6	2.050,6	253,9	962,0	10.928,0
	Feb	5.951,3	841,3	5.110,0	1.407,6	1.204,1	203,5	328,1	1.954,5	252,7	981,2	10.875,4
	Mar	5.992,7	839,1	5.153,5	1.419,5	1.221,3	198,2	346,6	2.070,1	253,9	904,6	10.987,4
	Abr	6.011,8	831,8	5.180,0	1.422,4	1.219,8	202,6	359,2	2.068,1	255,9	868,8	10.986,3
	May	6.045,8	830,8	5.215,0	1.446,8	1.237,9	209,0	373,1	2.008,2	257,1	848,8	10.979,8
	Jun	6.136,1	836,4	5.299,7	1.428,8	1.217,2	211,6	362,6	2.139,7	259,0	856,1	11.182,2
	Jul	6.157,4	828,0	5.329,5	1.421,4	1.207,1	214,4	359,5	2.080,5	263,7	847,0	11.129,6
	Ago <sup>4)</sup>	6.149,5	824,6	5.325,0	1.435,6	1.213,6	222,0	358,1	2.052,4	264,4	828,3	11.088,5

#### 2. Pasivo: saldos

		Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Resto del mundo <sup>3)</sup>	Otros pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM	Total
		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	697,6	1.444,4	1.336,0	-60,6	10.155,9
	Feb	311,7	160,0	4.669,2	1.185,6	1.922,1	1.345,1	216,3	309,8	1.333,6	696,5	1.477,5	1.327,6	-49,1	10.236,7
	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	1.528,9	1.340,0	-21,7	10.333,1
	Abr	314,8	141,6	4.692,5	1.227,5	1.912,4	1.346,0	206,6	321,0	1.352,6	693,8	1.500,8	1.389,7	-37,3	10.369,4
	May	317,2	135,1	4.713,0	1.246,3	1.910,6	1.347,9	208,2	319,4	1.356,2	700,8	1.493,3	1.405,0	-14,9	10.425,3
	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	1.325,3	-49,0	10.390,9
	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	-33,5	10.413,6
	Ago	314,9	165,2	4.706,4	1.245,3	1.905,4	1.347,6	208,2	326,3	1.383,4	712,0	1.497,4	1.338,4	-34,1	10.409,9
	Sep	311,7	157,1	4.717,7	1.268,0	1.890,8	1.347,6	211,3	319,5	1.397,5	719,1	1.512,5	1.357,7	-17,2	10.475,5
	Oct	313,3	155,5	4.735,3	1.273,1	1.889,2	1.350,8	222,3	325,3	1.391,8	717,4	1.552,9	1.354,4	-27,9	10.518,0
	Nov	314,2	148,8	4.759,9	1.315,1	1.888,9	1.353,5	202,4	328,7	1.400,9	714,8	1.618,0	1.363,0	2,4	10.650,5
	Dic	323,6	150,7	4.856,5	1.385,1	1.908,3	1.385,9	177,2	303,4	1.390,2	712,1	1.524,9	1.281,7	26,0	10.569,0
1999	Ene	313,2	132,1	4.864,7	1.409,0	1.974,2	1.310,3	171,2	339,9	1.415,6	757,3	1.690,7	1.431,6	-17,1	10.928,0
	Feb	312,6	140,4	4.850,7	1.382,6	1.971,5	1.312,6	183,9	355,3	1.432,5	754,4	1.641,1	1.382,9	5,4	10.875,4
	Mar	317,5	134,2	4.866,6	1.389,9	1.987,0	1.310,8	178,9	366,0	1.438,0	767,5	1.710,8	1.363,3	23,4	10.987,4
	Abr	319,5	116,6	4.878,8	1.408,4	1.983,8	1.314,2	172,4	387,5	1.454,5	778,4	1.736,6	1.305,0	9,3	10.986,3
	May	321,3	121,5	4.896,4	1.435,7	1.974,1	1.314,1	172,6	388,9	1.465,6	783,1	1.717,3	1.259,5	26,2	10.979,8
	Jun	323,7	126,1	4.926,8	1.481,6	1.959,9	1.318,5	166,8	391,3	1.473,7	797,7	1.838,3	1.296,7	8,0	11.182,2
	Jul	331,7	135,2	4.931,9	1.469,9	1.976,9	1.320,8	164,2	382,9	1.480,5	801,4	1.772,6	1.291,1	2,1	11.129,6
	Ago <sup>4)</sup>	326,2	137,7	4.911,7	1.442,0	1.987,1	1.320,0	162,7	395,7	1.488,8	800,1	1.775,2	1.258,1	-5,0	11.088,5

Fuente: BCE.

- 1) El BCE se creó el 1 de junio de 1998. Los datos referidos al Eurosistema comprenden al BCE (desde junio de 1998) y a los bancos centrales nacionales de los países pertenecientes 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, de 149 mm de euros a final de junio, de 101 mm de euros a final de julio, y de 72 mm de euros a final de agosto.

[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 <sup>4)</sup>	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	28,6	2,4	26,3	14,1	8,8	5,3	8,0	33,3	0,4	6,2	90,7
	Mar	30,9	-1,9	32,8	19,2	15,1	4,2	16,4	40,5	1,5	-23,6	85,0
	Abr	39,8	5,0	34,8	7,8	7,5	0,3	8,6	-5,6	0,3	23,2	74,1
	May	8,3	-11,1	19,4	14,8	11,1	3,7	5,6	15,9	9,0	17,9	71,4
	Jun	66,7	5,9	60,8	2,9	10,7	-7,8	-6,0	8,2	-6,7	-104,5	-39,4
	Jul	40,0	-4,2	44,2	-11,7	-17,3	5,6	-6,8	-15,6	-4,7	46,0	47,2
	Ago	1,5	2,4	-0,9	-0,4	-0,9	0,5	-6,7	-3,9	1,0	-6,0	-14,6
	Sep	50,8	4,2	46,6	-2,5	-5,0	2,6	3,1	81,9	0,6	-4,3	129,8
	Oct	40,2	5,8	34,4	7,7	4,5	3,2	0,9	-17,4	2,2	-1,6	32,1
	Nov	53,4	3,9	49,5	-4,7	0,5	-5,2	13,5	24,8	2,4	17,5	106,9
	Dic	64,9	2,1	62,8	-49,9	-41,0	-8,9	16,2	-72,7	2,6	-23,9	-62,8
1999	Ene	70,9	0,9	70,0	17,5	17,1	0,4	10,5	112,8	-0,2	151,8	363,4
	Feb	7,1	0,3	6,8	9,1	13,4	-4,3	6,5	-132,2	-1,2	19,1	-91,6
	Mar	36,2	-2,9	39,1	28,0	25,5	2,5	18,2	65,9	1,3	-87,1	62,8
	Abr	17,7	-8,9	26,6	3,7	-0,6	4,3	12,6	-17,0	2,0	-35,8	-16,8
	May	33,1	-1,1	34,2	24,2	18,0	6,2	14,0	-72,1	1,2	-20,0	-19,7
	Jun	91,5	5,6	85,9	-19,3	-21,7	2,5	-11,2	116,5	1,7	6,9	186,6
	Jul	23,8	-8,3	32,1	-7,0	-10,0	3,0	-3,0	-21,3	4,7	-9,2	-12,0
	Ago <sup>(p)</sup>	-10,6	-3,5	-7,1	13,5	6,1	7,4	-1,6	-50,0	0,7	-18,6	-66,6

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

		Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros residentes en la zona del euro	A la vista	A plazo	Disponibles con preaviso	Cesiones temporales	Participaciones 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
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	Feb	0,4	13,3	11,0	3,8	4,8	3,2	-0,8	1,9	20,5	0,5	38,8	-7,9	12,2	90,7
	Mar	0,0	-20,4	-0,8	27,6	-25,6	1,3	-4,1	1,3	14,7	12,5	40,9	9,2	27,4	85,0
	Abr	3,0	2,0	26,1	15,0	17,0	-0,4	-5,6	10,1	8,2	-11,2	-1,3	52,8	-15,6	74,1
	May	2,4	-6,5	21,8	19,3	-1,1	1,9	1,6	-1,4	6,2	7,4	2,6	16,6	22,3	71,4
	Jun	-1,7	13,1	20,8	47,4	-20,5	-1,4	-4,8	-4,4	14,5	15,5	11,9	-77,3	-31,8	-39,4
	Jul	5,2	8,2	-23,6	-39,7	4,4	-0,6	12,2	7,4	11,6	-1,0	-2,5	25,0	17,0	47,2
	Ago	-5,7	8,8	-3,8	-8,9	10,8	1,7	-7,3	3,8	3,1	-0,1	-8,4	-11,7	-0,5	-14,6
	Sep	-3,2	-8,1	17,8	24,8	-10,5	0,2	3,2	-6,2	6,9	8,1	73,6	24,2	16,6	129,8
	Oct	1,5	-1,6	16,9	4,7	-2,0	3,2	11,0	5,9	-9,0	-1,2	36,6	-6,1	-10,9	32,1
	Nov	0,9	-6,7	22,2	41,2	-1,7	2,6	-19,9	3,1	7,6	-1,8	40,4	10,9	30,3	106,9
	Dic	9,4	1,9	99,0	70,5	21,3	32,4	-25,2	-24,8	-10,9	-2,9	-82,7	-76,1	24,2	-62,8
1999	Ene	-9,4	-6,6	34,1	23,7	-2,2	14,6	-1,9	13,6	26,8	14,7	157,8	159,7	-27,3	363,4
	Feb	-0,6	8,3	-24,1	-27,6	-11,5	2,2	12,7	15,1	13,0	-1,9	-83,6	-47,0	29,3	-91,6
	Mar	4,8	-6,0	12,7	5,9	13,7	-1,9	-5,1	6,5	7,5	12,4	42,8	-29,6	11,7	62,8
	Abr	2,0	-17,6	11,0	18,1	-3,9	3,4	-6,6	20,9	15,3	11,3	12,9	-58,9	-13,8	-16,8
	May	1,8	4,9	16,4	26,8	-10,4	-0,2	0,2	1,3	9,6	5,5	-31,4	-44,7	16,9	-19,7
	Jun	2,4	4,6	28,8	45,4	-15,1	4,4	-5,8	1,2	6,5	16,3	106,2	39,7	-19,1	186,6
	Jul	8,1	9,1	8,2	-10,6	18,9	2,4	-2,5	-7,9	9,8	4,0	-31,0	-5,9	-6,4	-12,0
	Ago <sup>(p)</sup>	-5,6	2,5	-22,3	-28,8	8,9	-0,9	-1,5	12,6	5,9	-1,1	-15,6	-35,2	-7,7	-66,6



## 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	
			Total	Índice, Dic.98=100 <sup>3)</sup>	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Índice, Dic.98=100 <sup>3)</sup>				
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista										
	1	2	3	4	5	6	7	8				9
1998	Ene	311,4	1.253,6	1.565,0	87,97	908,4	1.177,5	3.650,9	93,59	217,1	308,0	74,8
	Feb	311,7	1.254,1	1.565,8	88,03	905,1	1.181,6	3.652,5	93,65	216,3	309,8	79,6
	Mar	311,8	1.283,8	1.595,5	89,68	878,8	1.183,4	3.657,7	93,76	212,2	311,2	85,8
	Abr	314,8	1.295,9	1.610,7	90,59	892,6	1.185,1	3.688,4	94,60	206,6	321,0	86,4
	May	317,2	1.313,0	1.630,2	91,71	888,8	1.189,2	3.708,3	95,14	208,2	319,4	88,7
	Jun	315,5	1.361,7	1.677,2	94,32	871,2	1.189,0	3.737,4	95,86	203,4	315,1	87,8
	Jul	320,6	1.321,7	1.642,3	92,41	872,5	1.189,7	3.704,6	95,07	215,5	322,3	93,5
	Ago	314,9	1.312,6	1.627,5	91,56	879,3	1.192,9	3.699,7	94,92	208,2	326,3	88,8
	Sep	311,7	1.333,9	1.645,6	92,70	864,8	1.193,8	3.704,2	95,18	211,3	319,5	80,5
	Oct	313,3	1.337,8	1.651,1	92,98	867,2	1.197,3	3.715,6	95,46	222,3	325,3	81,5
	Nov	314,2	1.379,6	1.693,8	95,34	871,1	1.199,9	3.764,8	96,66	202,4	328,7	80,0
	Dic	323,6	1.452,5	1.776,1	100,00	885,1	1.231,6	3.892,8	100,00	177,2	303,4	67,9
1999	Ene	313,2	1.476,8	1.790,0	100,83	881,7	1.247,6	3.919,3	100,61	171,2	339,9	55,0
	Feb	320,6	1.446,8	1.759,4	99,04	868,0	1.251,6	3.879,0	99,50	183,9	355,3	56,8
	Mar	317,5	1.463,4	1.780,9	100,17	878,3	1.250,4	3.909,5	100,21	178,9	366,0	48,5
	Abr	319,5	1.478,7	1.798,2	101,12	871,9	1.255,3	3.925,4	100,59	172,4	387,5	53,2
	May	321,3	1.503,5	1.824,7	102,59	862,5	1.259,3	3.946,5	101,11	172,6	388,9	59,0
	Jun	323,7	1.545,6	1.869,3	105,07	842,2	1.265,1	3.976,6	101,85	166,8	391,3	55,1
	Jul	331,7	1.539,9	1.871,6	105,26	854,0	1.269,9	3.995,5	102,40	164,2	382,9	60,2
	Ago <sup>(p)</sup>	326,2	1.511,3	1.837,5	103,30	856,9	1.270,1	3.964,5	101,56	162,7	395,7	62,0

#### 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	
			Total	Tasa interanual de variación <sup>4)</sup>	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total	Tasa interanual de variación <sup>4)</sup>				
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista										
	1	2	3	4	5	6	7	8				9
1998	Feb	0,4	0,7	1,1	8,3	-3,1	4,1	2,1	4,2	-0,8	1,9	4,9
	Mar	0,0	29,3	29,4	8,8	-26,8	1,8	4,3	4,4	-4,1	1,3	6,2
	Abr	3,0	13,2	16,2	10,3	15,1	1,8	33,1	5,1	-5,6	10,1	0,9
	May	2,4	17,6	20,0	10,1	-3,1	4,1	21,0	5,3	1,6	-1,4	2,6
	Jun	-1,7	48,1	46,4	9,6	-18,2	-0,2	28,0	5,3	-4,8	-4,4	-1,0
	Jul	5,2	-39,2	-34,1	8,2	2,4	0,7	-31,0	4,4	12,2	7,4	6,0
	Ago	-5,7	-9,4	-15,2	8,3	6,3	3,2	-5,7	4,3	-7,3	3,8	-4,8
	Sep	-3,2	23,5	20,3	8,0	-11,3	1,1	10,1	4,7	3,2	-6,2	-7,5
	Oct	1,5	3,5	5,1	8,1	2,2	3,5	10,7	4,5	11,0	5,9	0,7
	Nov	0,9	41,0	41,8	8,4	2,7	2,5	47,0	5,0	-19,9	3,1	-1,8
	Dic	9,4	73,4	82,8	9,6	15,6	31,4	129,9	6,0	-25,2	-24,8	-12,2
1999	Ene	-9,4	24,2	14,8	14,6	-6,7	15,6	23,6	7,5	-1,9	13,6	-1,2
	Feb	-0,6	-31,2	-31,8	12,5	-15,2	3,9	-43,1	6,3	12,7	15,1	1,3
	Mar	4,8	15,2	20,1	11,7	9,0	-1,4	27,7	6,9	-5,1	6,5	-1,7
	Abr	2,0	14,9	16,9	11,6	-7,0	5,0	14,9	6,3	-6,6	20,9	1,8
	May	1,8	24,4	26,1	11,9	-9,8	3,9	20,2	6,3	0,2	1,3	5,7
	Jun	2,4	41,6	44,0	11,4	-21,0	5,8	28,8	6,2	-5,8	1,2	-4,0
	Jul	8,1	-4,6	3,4	13,9	13,1	4,9	21,4	7,7	-2,5	-7,9	5,4
	Ago <sup>(p)</sup>	-5,6	-29,3	-34,9	12,8	1,9	0,2	-32,8	7,0	-1,5	12,6	1,5

Fuente: BCE.

1) Los agregados monetarios incluyen los pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores distintos de las IFM en la zona del euro, excluyendo a la Administración Central.

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

3) Tomando el saldo a fin de diciembre de 1998 (sin desestacionalizar) como 100, el índice muestra el resultado acumulativo de las variaciones, desde esa fecha, calculadas a partir de los flujos, como se describe en la nota 4. La variación porcentual del índice entre dos fechas dadas corresponde a la variación del agregado excluyendo las reclasificaciones, etc.

4) Calculadas 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. Para el cálculo de las tasas de crecimiento véanse las notas técnicas en la página 17\*.

M3			Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM							
Total	Índice, Dic.98=100 <sup>3)</sup>		Depósitos			Valores emitidos a más de 2 años	Capital y reservas	Total		
12	13	14	15	16	17	18	19	20		
4.250,9	95,49		1.227,7	1.010,0	217,7	1.239,0	697,6	3.164,2	1998	Ene
4.258,3	95,67		1.235,2	1.017,7	217,5	1.254,0	696,5	3.185,7		Feb
4.267,0	95,84		1.235,8	1.019,1	216,8	1.262,5	705,7	3.204,0		Mar
4.302,4	96,71		1.235,2	1.020,5	214,7	1.266,2	693,8	3.195,3		Abr
4.324,6	97,24		1.235,3	1.022,3	213,0	1.267,5	700,8	3.203,7		May
4.343,8	97,65		1.232,2	1.020,2	212,0	1.282,5	713,4	3.228,0		Jun
4.335,9	97,52		1.232,6	1.021,8	210,8	1.285,2	713,1	3.230,9		Jul
4.323,0	97,21		1.236,5	1.026,6	209,9	1.294,6	712,0	3.243,0		Ago
4.315,5	97,20		1.235,8	1.026,5	209,3	1.317,0	719,1	3.271,9		Sep
4.344,8	97,84		1.231,5	1.022,4	209,1	1.310,2	717,4	3.259,2		Oct
4.375,9	98,48		1.227,8	1.018,3	209,5	1.320,9	714,8	3.263,5		Nov
4.441,3	100,00		1.238,4	1.023,7	214,6	1.322,3	712,1	3.272,8		Dic
4.485,4	100,77		1.216,4	1.093,2	123,1	1.360,7	757,3	3.334,3	1999	Ene
4.475,1	100,45		1.226,2	1.104,3	121,8	1.375,7	754,4	3.356,2		Feb
4.502,9	101,07		1.230,4	1.109,5	120,9	1.389,5	767,5	3.387,4		Mar
4.538,4	101,76		1.231,6	1.112,9	118,7	1.401,4	778,4	3.411,4		Abr
4.567,0	102,38		1.227,7	1.112,5	115,2	1.406,6	783,1	3.417,4		May
4.589,7	102,83		1.232,9	1.118,7	114,2	1.418,5	797,7	3.449,1		Jun
4.602,8	103,20		1.235,6	1.123,6	112,0	1.420,3	801,4	3.457,3		Jul
4.584,8	102,74		1.241,9	1.130,9	111,0	1.426,8	800,1	3.468,8		Ago <sup>(p)</sup>

M3			Pro memoria: Pasivos no monetarios de IFM							
Total	Tasa interanual de variación <sup>(1)</sup>	Media móvil de tres meses (centrada)	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
7,7	4,7	4,9	0,5	1,2	-0,8	8,5	12,5	21,6		Mar
38,6	5,2	5,0	-0,1	1,9	-2,0	7,2	-11,2	-4,1		Abr
23,8	5,0	5,1	0,2	1,9	-1,7	3,6	7,4	11,2		May
17,9	4,9	4,9	-3,3	-2,3	-1,0	15,5	15,5	27,7		Jun
-5,4	4,8	4,8	0,7	1,9	-1,2	5,6	-1,0	5,4		Jul
-14,1	4,5	4,6	3,6	4,5	-0,9	7,9	-0,1	11,4		Ago
-0,3	4,5	4,7	0,3	0,8	-0,6	14,4	8,1	22,7		Sep
28,4	4,9	4,7	-4,4	-4,1	-0,2	-9,7	-1,2	-15,4		Oct
28,4	4,7	4,7	-4,0	-4,4	0,4	9,4	-1,8	3,6		Nov
67,7	4,6	4,9	11,2	5,7	5,5	1,3	-2,9	9,6		Dic
34,1	5,5	5,0	3,7	4,7	-1,0	28,0	14,7	46,4	1999	Ene
-14,0	5,0	5,3	2,4	3,7	-1,3	11,6	-1,9	12,1		Feb
27,4	5,5	5,2	3,9	4,7	-0,8	9,2	12,4	25,5		Mar
31,0	5,2	5,3	1,0	3,3	-2,2	13,5	11,3	25,9		Abr
27,3	5,3	5,3	-4,2	-0,7	-3,5	4,0	5,5	5,4		May
20,2	5,3	5,5	4,9	5,9	-1,0	10,5	16,3	31,7		Jun
16,4	5,8	5,6	3,3	5,4	-2,2	4,4	4,0	11,7		Jul
-20,2	5,7	-	6,0	7,0	-1,0	4,4	-1,1	9,2		Ago <sup>(p)</sup>

## Cuadro 2.4 (cont.)

### 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 negociables <sup>5)</sup>		Total	Índice <sup>3)</sup>
		M1		Otros depósitos a corto plazo <sup>4)</sup>		Total	Índice <sup>3)</sup>	Total			
		Total	Índice <sup>3)</sup>	Total							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	Ene	1.566,8	88,07	2.058,0		3.624,8	92,96	606,6		4.231,4	95,15
	Feb	1.589,5	89,36	2.063,3		3.652,8	93,69	601,8		4.254,6	95,68
	Mar	1.606,6	90,30	2.063,9		3.670,5	94,12	605,4		4.275,9	96,14
	Abr	1.626,3	91,46	2.063,8		3.690,1	94,69	604,0		4.294,1	96,62
	May	1.634,7	91,97	2.071,4		3.706,1	95,13	601,7		4.307,8	96,96
	Jun	1.650,0	92,80	2.074,0		3.724,0	95,56	603,2		4.327,2	97,37
	Jul	1.643,3	92,47	2.068,9		3.712,3	95,31	629,1		4.341,3	97,74
	Ago	1.651,6	92,91	2.074,0		3.725,7	95,63	611,5		4.337,2	97,62
	Sep	1.660,4	93,53	2.077,5		3.737,9	96,09	613,3		4.351,2	98,10
	Oct	1.673,5	94,25	2.078,4		3.751,9	96,43	634,5		4.386,5	98,88
	Nov	1.681,0	94,62	2.094,6		3.775,6	96,98	615,1		4.390,7	98,91
	Dic	1.696,7	95,53	2.106,7		3.803,4	97,74	578,3		4.381,7	98,76
1999	Ene	1.786,9	100,66	2.100,7		3.887,6	99,84	573,4		4.461,1	100,32
	Feb	1.781,5	100,28	2.096,8		3.878,3	99,52	592,7		4.471,0	100,46
	Mar	1.798,8	101,18	2.129,6		3.928,4	100,74	590,1		4.518,5	101,52
	Abr	1.814,9	102,06	2.113,1		3.927,9	100,70	602,1		4.530,0	101,68
	May	1.828,7	102,82	2.119,0		3.947,7	101,18	605,4		4.553,1	102,17
	Jun	1.843,9	103,64	2.119,9		3.963,7	101,56	609,6		4.573,3	102,57
	Jul	1.866,9	104,99	2.132,0		3.998,9	102,53	605,4		4.604,3	103,33
	Ago <sup>(p)</sup>	1.867,4	104,98	2.128,7		3.996,1	102,41	608,7		4.604,9	103,30

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

										M3	
						M2		Instrumentos negociables <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	19,8	1,3	7,2	0,4	27,0	0,8	0,4	0,1	27,4	0,7
	Feb	22,9	1,5	5,6	0,3	28,5	0,8	-4,7	-0,8	23,8	0,6
	Mar	16,7	1,1	0,1	0,0	16,8	0,5	3,5	0,6	20,3	0,5
	Abr	20,7	1,3	1,3	0,1	22,0	0,6	-0,7	-0,1	21,4	0,5
	May	8,9	0,5	8,3	0,4	17,2	0,5	-1,8	-0,3	15,4	0,4
	Jun	14,7	0,9	2,0	0,1	16,7	0,5	1,3	0,2	18,1	0,4
	Jul	-5,9	-0,4	-4,0	-0,2	-9,8	-0,3	26,4	4,4	16,6	0,4
	Ago	8,0	0,5	4,6	0,2	12,5	0,3	-17,9	-2,8	-5,3	-0,1
	Sep	11,0	0,7	6,9	0,3	17,9	0,5	3,4	0,6	21,3	0,5
	Oct	12,7	0,8	0,6	0,0	13,3	0,4	21,0	3,4	34,3	0,8
	Nov	6,6	0,4	15,0	0,7	21,5	0,6	-20,0	-3,1	1,6	0,0
	Dic	16,2	1,0	13,4	0,6	29,6	0,8	-36,5	-5,9	-6,8	-0,2
1999	Ene	91,1	5,4	-9,7	-0,5	81,4	2,1	-12,1	-2,1	69,3	1,6
	Feb	-6,7	-0,4	-5,5	-0,3	-12,2	-0,3	18,4	3,2	6,3	0,1
	Mar	15,9	0,9	31,3	1,5	47,3	1,2	-0,3	0,0	47,0	1,1
	Abr	15,7	0,9	-17,1	-0,8	-1,5	0,0	8,6	1,5	7,2	0,2
	May	13,4	0,7	5,4	0,3	18,8	0,5	3,0	0,5	21,8	0,5
	Jun	14,6	0,8	0,2	0,0	14,8	0,4	2,9	0,5	17,7	0,4
	Jul	24,1	1,3	13,5	0,6	37,6	0,9	-3,3	-0,5	34,3	0,8
	Ago <sup>(p)</sup>	-0,3	0,0	-4,3	-0,2	-4,5	-0,1	2,8	0,5	-1,7	0,0

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. Para el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas en la página siguiente.
- 4) Otros depósitos a corto plazo incluyen depósitos a plazo hasta dos años y depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses.
- 5) Instrumentos negociables incluyen 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 finalidad y plazo a la emisión<sup>1)</sup>

[mm de euros (sin desestacionalizar)]

	Empresas no financieras <sup>2)</sup>				Hogares <sup>2)</sup>						Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares <sup>2)</sup>	
	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Crédito al consumo <sup>3)</sup>			Crédito para compra de vivienda <sup>3)</sup>					
				Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1998 Jun	2.192,9	786,0	317,3	1.089,6	2.374,5	78,0	122,3	190,2	28,5	51,0	1.344,2	37,6
Sep	2.214,5	774,8	323,5	1.116,2	2.419,2	80,3	126,1	195,1	28,9	50,5	1.376,9	36,7
Dic	2.284,2	810,5	319,9	1.153,8	2.478,7	84,9	128,4	199,8	28,2	46,2	1.415,6	37,0
1999 Mar	2.278,4	816,0	346,8	1.115,5	2.526,2	86,2	147,5	187,2	15,4	70,5	1.460,4	35,8
Jun <sup>(p)</sup>	2.336,0	843,0	351,5	1.141,5	2.590,8	88,8	150,3	190,2	15,3	70,0	1.508,2	35,8

Fuente: BCE.

- 1) Los datos se han revisado al disponer de nueva información. No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Para periodos anteriores a diciembre de 1998, los datos son parcialmente estimados.
- 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 en la zona del euro. La columna 5 incluye otros préstamos a los hogares.

## Cuadro 2.4 - Notas técnicas

### 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.

### Cálculo de las tasas de crecimiento

Las tasas de crecimiento pueden calcularse: (a) a partir de los flujos, o (b) a partir del índice de los saldos ajustados.

Si  $F_t$  representa el flujo en el mes  $t$ ,  $L_t$  el saldo a final del mes  $t$ ,  $X_t$  la tasa de variación en el mes  $t$  definida como  $X_t = (F_t \div L_{t-1} + 1)$ , y  $I_t$  el índice de los saldos ajustados en el mes  $t$ , la tasa interanual de variación  $a_t$  —la variación en los últimos doce meses— puede calcularse de la manera siguiente:

$$(a) a_t = ((X_t * X_{t-1} * X_{t-2} * X_{t-3} * X_{t-4} * X_{t-5} * X_{t-6} * X_{t-7} * X_{t-8} * X_{t-9} * X_{t-10} * X_{t-11}) - 1) * 100$$

$$(b) a_t = (I_t \div I_{t-12} - 1) * 100$$

Los redondeos pueden hacer que aparezcan diferencias con las tasas interanuales de variación incluidas en el cuadro 2.4. El índice de los saldos ajustados está disponible con un grado de precisión más alto en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>) en la página «Euro area statistics-download» (fichero con formato CSV), a partir del cual se puede calcular exactamente la tasa de variación que aparece en el cuadro 2.4.

- 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 Gómez, 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 período)]

#### Saldos de pasivos

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

	IFM Total								No IFM Total							
	monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				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 Jun	3.270,1	2.919,7	41,8	308,6	223,0	21,8	43,6	20,1	4.887,4	4.734,8	18,6	134,0	99,1	15,6	10,1	9,3
Sep	3.302,5	2.913,7	42,4	346,4	241,3	27,9	45,2	32,0	4.876,1	4.725,5	19,5	131,2	94,0	12,6	13,6	11,0
Dic	3.401,4	3.005,6	43,3	352,6	247,0	27,5	51,3	26,8	5.007,2	4.862,9	19,4	124,8	89,6	13,0	13,2	9,0
1999 Mar	3.867,9	3.403,3	47,9	416,7	296,1	31,2	54,8	34,6	4.999,5	4.849,0	23,2	127,3	87,9	14,3	14,5	10,7
Jun <sup>3)</sup>	4.074,9	3.636,2	42,8	396,0	284,7	30,7	51,6	28,9	5.048,4	4.891,3	24,6	132,5	94,4	15,3	12,5	10,4

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

	Bancos <sup>3)</sup> Total								No Bancos Total							
	monedas	Euro <sup>2)</sup>	Otras monedas de la UE	Otras monedas	Otras monedas				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 Jun	1.150,4	470,0	122,6	557,7	435,9	42,7	51,3	27,8	366,1	140,5	34,6	191,1	142,8	18,4	11,5	18,3
Sep	1.173,8	468,1	129,0	576,7	443,3	47,4	54,1	31,9	332,5	143,1	30,6	158,8	122,3	13,8	11,2	11,6
Dic	1.158,4	457,4	125,7	575,3	441,3	55,8	52,5	25,7	365,7	153,5	33,4	178,8	130,9	23,2	12,1	12,6
1999 Mar	1.286,7	554,5	130,9	601,3	463,9	53,3	53,4	30,8	417,4	179,2	39,2	199,0	147,3	25,1	12,5	13,9
Jun <sup>3)</sup>	1.382,3	613,9	137,3	631,1	500,0	41,3	52,5	37,2	444,0	188,2	40,3	215,6	164,4	24,4	11,7	14,8

##### 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 Jun	2.055,0	1.835,8	22,5	196,7	112,5	37,4	30,5	16,3	160,2	144,2	0,7	15,3	11,0	1,8	1,3	1,3
Sep	2.105,1	1.892,6	26,0	186,5	104,7	33,3	32,7	15,8	166,1	147,9	0,6	17,6	15,5	1,0	0,7	0,3
Dic	2.119,3	1.904,2	26,4	188,6	106,3	34,4	33,0	14,9	169,4	155,4	0,6	13,4	11,3	0,9	1,1	0,1
1999 Mar	2.175,0	1.967,8	26,3	180,9	99,3	24,2	26,6	30,8	185,4	169,8	0,8	14,9	12,6	0,8	1,3	0,2
Jun <sup>3)</sup>	2.248,7	2.031,7	31,3	185,8	102,5	23,4	27,7	32,2	187,6	170,7	1,3	15,6	12,8	1,1	1,5	0,2

Fuente: BCE.

- 1) Los datos se han revisado al disponer de nueva información. No se han ajustado los saldos por reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio u otras revalorizaciones. Para períodos anteriores a diciembre de 1998, los datos son parcialmente estimados.
- 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 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	Jun	3.374,2	.	.	.	.	.	.	5.704,2	5.541,9	25,6	136,8	81,6	13,9	38,2	3,0
	Sep	3.377,4	.	.	.	.	.	.	5.786,7	5.624,1	26,4	136,3	77,8	12,7	42,8	3,0
	Dic	3.375,8	.	.	.	.	.	.	5.932,1	5.758,9	26,3	147,0	79,2	15,1	48,9	3,7
1999	Mar	3.845,1	.	.	.	.	.	.	5.991,9	5.797,2	19,9	174,9	98,2	18,7	53,7	4,3
	Jun <sup>(p)</sup>	4.069,1	.	.	.	.	.	.	6.134,8	5.925,5	21,4	187,9	107,8	19,6	57,8	2,8

### 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 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	Jun	685,4	657,0	6,2	23,2	14,7	2,6	1,2	4,7	1.433,7	1.390,2	10,7	34,7	17,2	7,2	2,7	7,5
	Sep	708,5	680,3	7,4	21,1	13,7	3,0	1,4	3,0	1.421,9	1.384,4	10,8	27,3	15,0	7,6	2,4	2,3
	Dic	729,0	686,0	18,0	25,0	16,9	3,7	1,8	2,6	1.375,7	1.338,8	10,6	26,4	14,4	8,6	2,3	1,1
1999	Mar	760,9	725,5	8,0	27,8	18,2	5,8	1,3	2,5	1.419,5	1.387,0	4,0	28,9	15,4	10,7	2,0	0,9
	Jun <sup>(p)</sup>	801,1	767,6	6,6	26,9	17,6	5,4	1,1	2,9	1.428,8	1.398,6	3,3	27,1	13,7	10,5	2,1	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 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	Jun	1.053,1	429,6	88,5	535,0	404,9	66,8	29,6	33,8	377,1	171,7	23,0	182,4	162,8	4,5	11,2	3,9
	Sep	1.026,9	423,6	100,6	502,6	365,2	67,5	26,7	43,2	380,2	174,6	26,0	179,6	156,5	5,3	11,9	5,9
	Dic	971,9	377,3	81,4	513,3	373,5	73,9	27,1	38,8	378,9	152,3	27,0	199,6	173,4	8,3	13,4	4,6
1999	Mar	1.008,0	437,2	109,6	461,2	328,5	62,9	26,9	43,3	384,9	140,4	27,3	217,2	189,9	7,8	14,3	5,4
	Jun <sup>(p)</sup>	990,3	418,4	107,5	464,4	343,0	53,3	26,2	42,2	414,7	142,4	33,3	239,0	209,0	8,0	16,0	6,1

### 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 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	Jun	88,2	17,1	4,7	66,4	38,1	4,4	0,7	23,2	285,2	49,5	28,2	207,5	146,9	20,2	3,8	36,6
	Sep	73,2	19,5	4,7	49,0	35,0	5,2	1,0	7,8	295,8	41,4	33,7	220,7	165,6	29,9	4,3	20,8
	Dic	65,1	18,7	5,1	41,3	27,9	5,0	0,8	7,6	315,0	47,2	33,3	234,5	176,8	34,3	4,2	19,3
1999	Mar	76,2	21,5	5,1	49,6	35,0	5,2	0,9	8,4	409,4	56,7	32,5	320,2	250,6	37,3	4,4	27,9
	Jun <sup>(p)</sup>	82,4	23,4	5,6	53,4	38,4	5,5	1,2	8,4	415,0	71,0	35,2	308,8	245,9	36,7	4,7	21,5

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

**Cuadro 3.1**

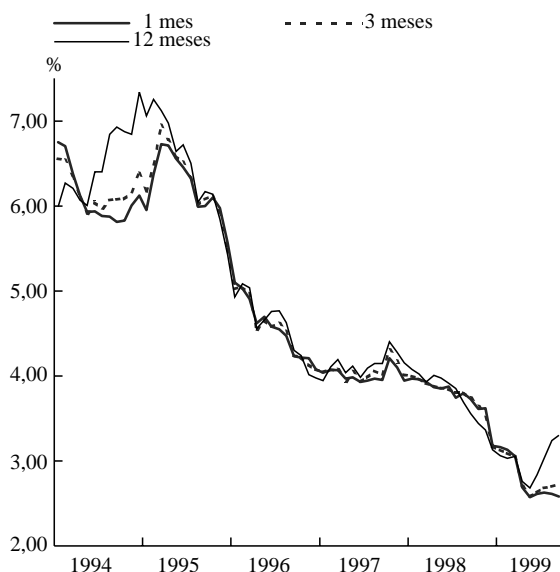
**Tipos de interés del mercado monetario<sup>1)</sup>**

(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 Sep	3,81	3,73	3,73	3,64	3,55	5,20	0,12
1998 Oct	3,66	3,61	3,63	3,53	3,44	5,12	0,68
1998 Nov	3,40	3,62	3,51	3,43	3,36	5,12	0,68
1998 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
1999 Feb	3,12	3,13	3,09	3,04	3,03	5,00	0,38
1999 Mar	2,93	3,05	3,05	3,02	3,05	4,99	0,20
1999 Abr	2,71	2,69	2,70	2,70	2,76	4,97	0,18
1999 May	2,55	2,57	2,58	2,60	2,68	4,98	0,12
1999 Jun	2,56	2,61	2,63	2,68	2,84	5,17	0,10
1999 Jul	2,52	2,63	2,68	2,90	3,03	5,30	0,12
1999 Ago	2,44	2,61	2,70	3,05	3,24	5,46	0,13
1999 Sep	2,43	2,58	2,73	3,11	3,30	5,56	0,14
1999 Sep 3	2,54	2,60	2,70	3,10	3,29	5,51	0,15
1999 Sep 10	2,51	2,58	2,69	3,11	3,31	5,51	0,11
1999 Sep 17	2,46	2,58	2,69	3,11	3,31	5,52	0,15
1999 Sep 24	2,52	2,58	2,69	3,10	3,29	5,50	0,11
1999 Oct 1	2,57	2,64	3,13	3,18	3,40	6,07	0,22

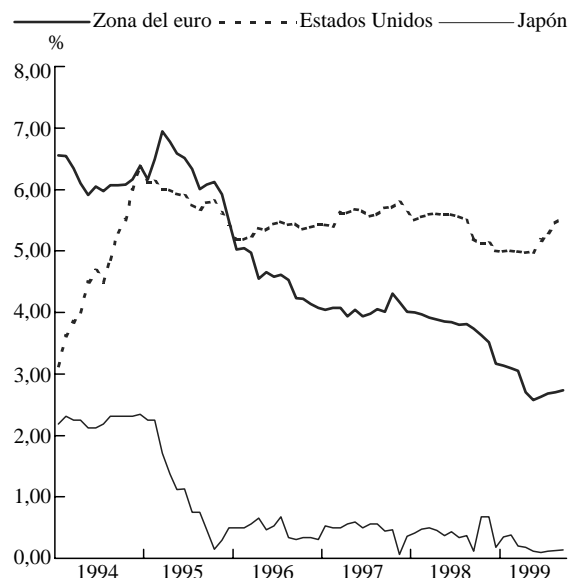
**Tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro**

(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

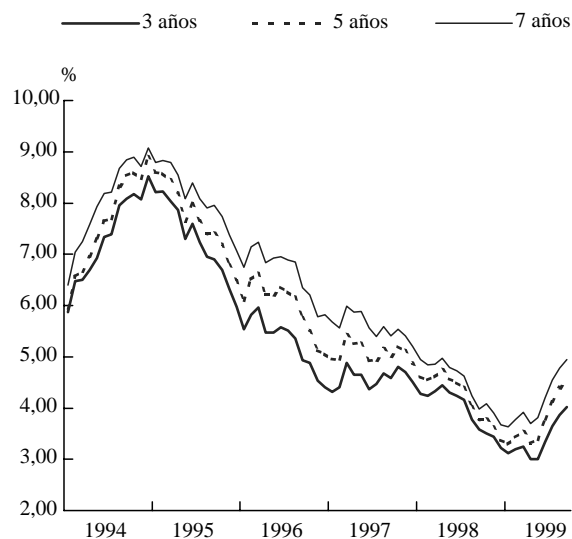
#### Rendimientos de la deuda pública<sup>1)</sup>

(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 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
Ago	3,56	3,87	4,39	4,78	5,06	5,94	1,89
Sep	3,68	4,02	4,55	4,94	5,24	5,91	1,75
1999 Sep 3	3,97	3,92	4,46	4,83	5,13	5,89	1,84
10	3,67	4,03	4,55	4,94	5,23	5,89	1,79
17	3,62	3,98	4,52	4,93	5,22	5,87	1,71
24	3,58	3,91	4,43	4,84	5,15	5,77	1,70
Oct 1	3,89	4,22	4,71	5,07	5,36	5,99	1,68

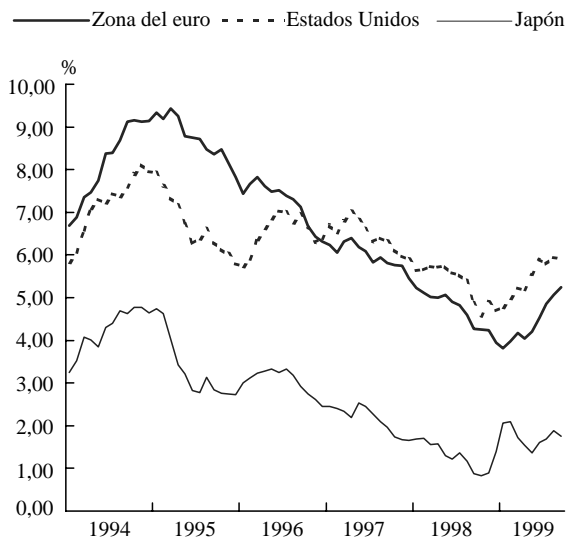
#### Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensual)



#### Rendimientos de la deuda pública a 10 años

(mensual)



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

- 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.
- 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

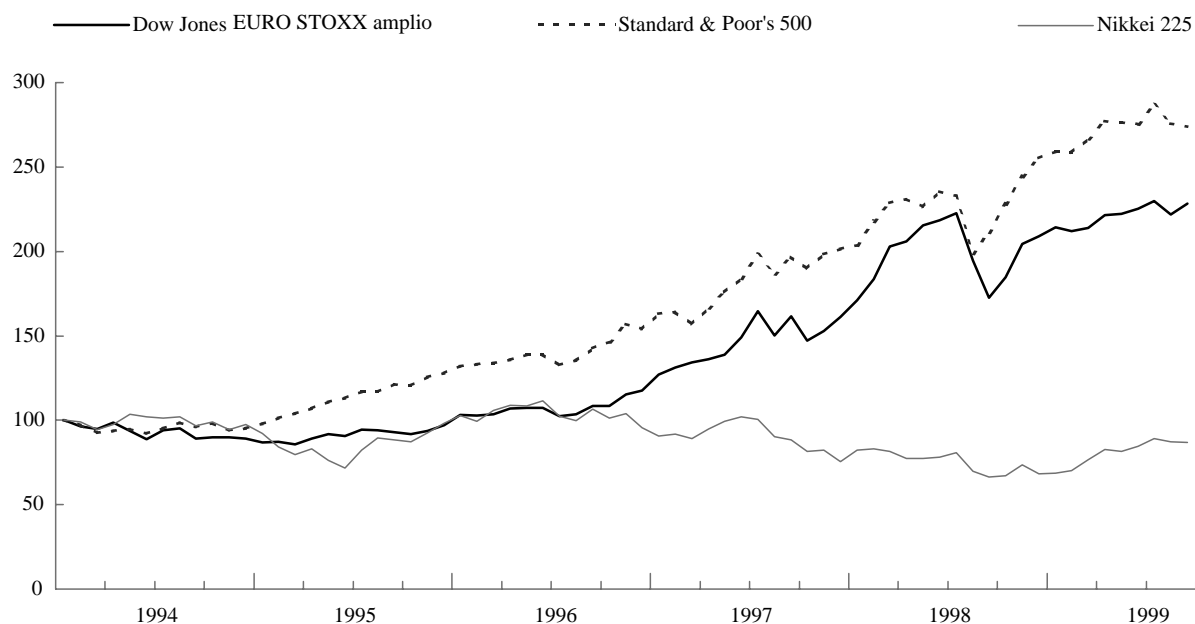
#### Índices de los mercados bursátiles

(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	Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1994		127,33	1.320,59	145,88	107,82	143,90	125,92	109,29	125,91	132,31	128,66	122,60	455,19	19.299,47
1995		138,37	1.506,82	137,78	111,06	181,13	145,46	117,66	133,05	136,18	145,57	152,09	614,57	19.417,95
1996		167,75	1.850,32	145,11	120,25	274,94	180,64	137,84	156,11	171,05	153,17	192,40	743,25	20.147,27
1997		229,86	2.531,99	166,33	159,82	324,06	249,22	188,87	210,33	204,75	248,37	225,11	962,37	15.917,07
1998		298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17
1998	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
	Ago	316,78	3.691,33	204,66	162,31	468,57	314,74	235,93	278,08	365,94	455,23	289,80	1.327,49	17.670,31
	Sep	325,88	3.772,79	199,93	161,67	500,44	312,33	242,61	273,47	380,45	480,77	296,06	1.318,21	17.532,77
1999	Sep 3	327,22	3.809,11	200,91	165,24	507,96	312,38	244,25	279,83	378,85	469,97	301,14	1.319,11	17.629,99
	10	334,10	3.887,09	206,99	167,13	509,55	327,32	247,02	276,35	389,40	499,12	303,67	1.351,66	17.711,02
	17	326,19	3.748,75	201,02	161,01	501,33	312,28	244,61	271,64	376,53	477,67	296,68	1.335,42	17.342,27
	24	320,18	3.688,79	192,14	155,77	488,21	299,75	238,50	267,11	376,89	475,99	291,43	1.277,36	16.871,73
	Oct 1	316,90	3.642,34	189,43	156,43	477,26	297,42	235,98	257,88	379,05	469,86	283,12	1.282,81	17.712,56

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

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



Fuente: Reuters.

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

### Cuadro 3.4

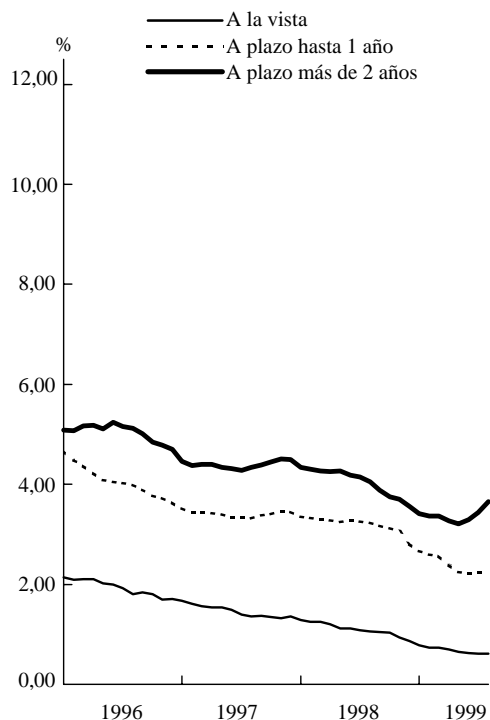
#### Tipos de interés de operaciones bancarias

(en porcentaje; medias del período)

	Tipos de operaciones pasivas						Tipos de operaciones activas			
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso		A empresas		A hogares	
		1	Hasta 1 año 2	Hasta 2 años 3	Más de 2 años 4	Hasta 3 meses 5	Más de 3 meses 6	Hasta 1 año 7	Más de 1 año 8	Crédito al consumo 9
1996	1,94	4,08	4,68	5,04	3,05	3,16	8,82	.	11,56	7,46
1997	1,46	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,56	6,64	10,61	6,63
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,74	5,80	10,05	5,87
1998 Ago	1,05	3,23	3,24	4,05	2,55	3,30	6,61	5,76	10,03	5,79
1998 Sep	1,05	3,17	3,18	3,88	2,53	3,21	6,60	5,65	10,00	5,66
1998 Oct	1,04	3,12	3,13	3,74	2,49	3,14	6,50	5,52	9,79	5,49
1998 Nov	0,94	3,06	3,05	3,70	2,48	3,12	6,38	5,43	9,68	5,43
1998 Dic	0,87	2,81	2,81	3,56	2,44	3,03	6,22	5,11	9,61	5,29
1999 Ene	0,79	2,67	2,67	3,41	2,37	2,86	6,07	5,04	9,61	5,10
1999 Feb	0,74	2,60	2,59	3,37	2,34	2,78	5,98	5,00	9,54	5,02
1999 Mar	0,73	2,57	2,56	3,37	2,31	2,79	5,85	4,99	9,50	5,05
1999 Abr	0,70	2,39	2,39	3,26	2,27	2,61	5,68	4,82	9,37	4,91
1999 May	0,65	2,25	2,25	3,21	2,16	2,48	5,57	4,73	9,31	4,84
1999 Jun	0,62	2,22	2,22	3,29	2,15	2,45	5,50	4,78	9,29	4,96
1999 Jul	0,62	2,24	2,24	3,44	2,15	2,63	5,41	4,97	9,21	5,18
1999 Ago	0,61	2,24	2,25	3,65	2,01	2,73	5,43	5,16	9,30	5,46

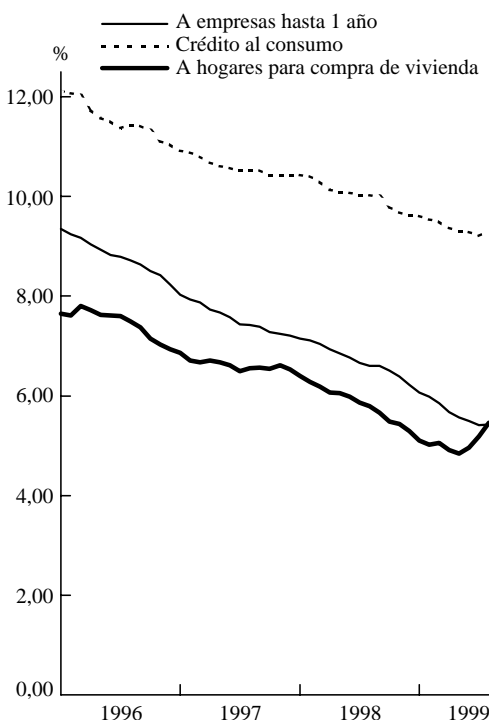
#### Tipos de interés de operaciones pasivas

(mensual)



#### Tipos de interés de operaciones activas

(mensual)



Fuente: BCE.

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

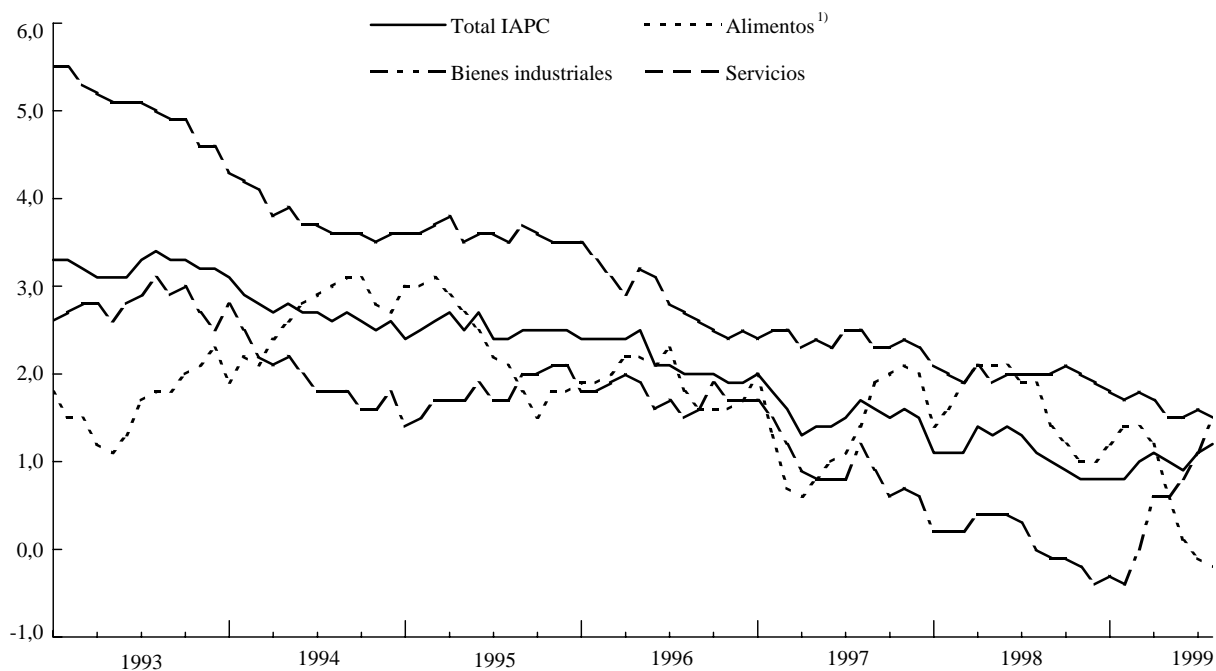
## 4 IAPC y otros precios en la zona del euro

**Cuadro 4.1**

### Índice Armonizado de Precios de Consumo

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Total (índice 1996 = 100)	Total	Bienes						Servicios	
			Alimentos <sup>1)</sup>	Alimentos no elaborados		Bienes industriales	Bienes industriales no energéticos			
				Alimentos elaborados <sup>2)</sup>				Energía		
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	2,4	2,2	1,8	1,9	1,4	3,6
1996	100,0	2,2	1,8	1,9	2,0	1,7	1,8	1,4	3,0	2,9
1997	101,6	1,6	1,2	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	0,6	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 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	0,1	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	0,4	1,4	1,1	1,8	0,0	0,7	-2,8	1,8
1999 Abr	103,7	1,1	0,7	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
1999 Jul	104,0	1,1	0,7	-0,1	0,7	-1,4	1,1	0,6	3,2	1,6
1999 Ago	104,1	1,2	0,9	-0,2	0,7	-1,6	1,5	0,6	5,0	1,5



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

1) Incluidas bebidas alcohólicas y tabaco.

2) Referido al índice del período 1999.

## Cuadro 4.2

### Otros indicadores de precios

(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>2)</sup>		Precios del petróleo <sup>3)</sup>
	Total, excluida construcción		Manufacturas						Construcción <sup>1)</sup>	Total	Total, excluida energía	(euros por barril)
	Índice 1995=100			Bienes intermedios		Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	.	.	2,4	.	0,2	2,1	13,0
1996	100,4	0,4	1,0	-1,1	1,2	1,7	1,7	1,7	1,3	6,5	-6,9	15,9
1997	101,4	1,1	0,6	1,2	0,3	0,8	0,1	1,2	1,3	10,0	12,9	17,1
1998	100,6	-0,8	-0,7	-2,2	0,5	0,4	0,1	0,6	0,2	-21,2	-12,5	12,0
1998 III	100,4	-1,3	-1,1	-2,9	0,6	0,3	0,3	0,3	0,0	-24,2	-18,2	11,7
1998 IV	99,4	-2,3	-2,2	-4,5	0,3	-0,2	0,1	-0,3	0,1	-30,0	-20,5	10,1
1999 I	98,8	-2,6	-2,1	-4,8	0,2	0,0	0,2	-0,2	0,8	-17,6	-16,0	10,3
1999 II	99,7	-1,3	-1,0	-2,8	0,1	-0,2	0,1	-0,3	.	5,9	-8,2	15,0
1999 III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	31,0	1,1	19,7
1998 Sep	100,2	-1,6	-1,5	-3,4	0,5	0,1	0,2	0,0	-	-25,2	-21,0	11,9
1998 Oct	99,8	-2,0	-1,9	-4,1	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-	-30,5	-23,5	11,2
1998 Nov	99,4	-2,4	-2,2	-4,6	0,3	-0,2	0,1	-0,4	-	-28,6	-18,4	10,2
1998 Dic	99,1	-2,6	-2,3	-4,9	0,3	-0,1	0,2	-0,3	-	-30,8	-19,5	8,8
1999 Ene	98,8	-2,7	-2,4	-5,1	0,2	-0,1	0,3	-0,3	-	-23,4	-17,3	9,6
1999 Feb	98,7	-2,7	-2,3	-5,1	0,2	-0,1	0,2	-0,2	-	-20,6	-16,0	9,4
1999 Mar	99,0	-2,3	-1,8	-4,4	0,2	-0,1	0,2	-0,2	-	-8,4	-14,6	11,8
1999 Abr	99,6	-1,6	-1,2	-3,3	0,3	-0,1	0,2	-0,3	-	0,3	-12,5	14,4
1999 May	99,7	-1,4	-1,0	-2,8	0,0	-0,2	0,1	-0,3	-	5,1	-7,8	14,9
1999 Jun	99,8	-1,0	-0,7	-2,2	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-	12,8	-4,2	15,6
1999 Jul	100,3	-0,4	-0,2	-1,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	-	22,7	-2,3	18,1
1999 Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	-	29,2	-0,5	19,2
1999 Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	-	41,4	6,6	21,8

#### 2. Deflatores del producto interior bruto

	Deflatores del producto interior bruto <sup>4)</sup> (d)							
	PIB		Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Exportaciones	Importaciones
	Índice 1995 =100							
1995	100,0	2,6	2,5	2,7	2,9	1,6	2,6	2,3
1996	102,1	2,1	2,1	2,5	2,2	0,8	0,9	0,8
1997	103,7	1,6	1,6	1,9	1,8	1,0	2,2	2,7
1998	105,3	1,6	1,2	1,3	1,5	0,5	-0,1	-1,6
1997 I	103,1	1,6	1,6	2,0	1,8	0,9	1,5	1,7
1997 II	103,5	1,6	1,6	1,8	2,0	0,9	2,0	2,3
1997 III	103,8	1,5	1,8	2,0	1,7	1,0	2,9	4,0
1997 IV	104,2	1,5	1,6	1,9	1,8	1,1	2,5	3,0
1998 I	104,8	1,6	1,5	1,7	1,3	0,6	1,4	0,9
1998 II	105,2	1,6	1,3	1,5	1,5	0,8	0,4	-0,5
1998 III	105,5	1,6	1,0	1,2	1,7	0,3	-0,6	-2,7
1998 IV	105,8	1,5	0,9	1,0	1,5	0,1	-1,7	-4,0
1999 I	106,2	1,4	1,0	0,9	1,8	0,2	-2,3	-3,9

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 10 y 11 (HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburgo), columna 12 (International Petroleum Exchange) y columnas 13 a 20 (BCE: cálculos basados en datos de Eurostat).

1) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

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

3) Brent (para entrega dentro de un mes). Hasta diciembre de 1998, en ECU; desde enero de 1999, en euros.

4) Elaborado, principalmente, según el SEC 95; hasta el final de 1998 se basan en deflatores nacionales en moneda nacional.

## 5 Indicadores de la economía real en la zona del euro

**Cuadro 5.1**

### Cuentas nacionales<sup>1)</sup>

#### 1. Precios corrientes

[mm de euros (mm de ECU hasta final de 1998), desestacionalizados]

	PIB	Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	5.302,3	5.203,2	2.993,9	1.089,4	1.093,4	26,7	1.568,0	1.469,0
1996	5.524,9	5.397,0	3.136,1	1.138,8	1.118,9	3,9	1.658,3	1.530,4
1997	5.643,4	5.492,2	3.189,4	1.142,8	1.135,6	24,6	1.823,7	1.672,6
1998	5.871,3	5.724,0	3.309,5	1.168,0	1.186,8	59,8	1.925,5	1.778,2
1998 II	1.459,8	1.421,5	822,0	291,9	291,8	15,9	485,0	446,7
III	1.475,5	1.436,1	832,0	292,4	299,2	12,7	485,0	445,6
IV	1.489,7	1.456,1	841,6	294,1	302,3	17,9	475,3	441,7
1999 I	1.504,1	1.471,1	851,6	299,3	310,8	8,9	472,0	439,0
II	.	.	.	.	.	.	.	.

#### 2. Precios constantes<sup>4)</sup>

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

	PIB	Demanda interior	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>
	9	10	11	12	13	14	15	16
1995	5.247,7	5.150,7	2.964,4	1.076,8	1.083,8	25,7	1.560,3	1.463,2
1996	5.317,1	5.196,5	3.005,1	1.096,2	1.093,6	1,5	1.629,4	1.508,8
1997	5.434,9	5.283,9	3.045,6	1.099,9	1.117,0	21,4	1.790,6	1.639,7
1998	5.583,3	5.459,8	3.129,0	1.113,2	1.163,6	53,9	1.902,8	1.779,3
1998 II	1.393,2	1.358,8	779,9	278,4	286,8	13,7	479,2	444,8
III	1.400,7	1.369,1	785,4	278,6	293,5	11,6	479,0	447,4
IV	1.402,8	1.378,7	788,9	277,9	293,9	18,0	471,8	447,8
1999 I	1.409,1	1.386,9	794,7	281,6	301,4	9,2	472,3	450,1
II	1.413,5	1.390,9	795,8	282,5	301,8	10,8	480,1	457,6

(tasas interanuales de variación)

1995	2,2	2,0	1,8	0,5	2,6	-	7,9	7,4
1996	1,3	0,9	1,4	1,8	0,9	-	4,4	3,1
1997	2,2	1,7	1,3	0,3	2,1	-	9,9	8,7
1998	2,7	3,3	2,7	1,2	4,2	-	6,3	8,5
1998 II	2,8	3,0	2,6	1,3	2,9	-	8,9	10,1
III	2,6	3,6	3,2	1,1	4,6	-	4,4	7,6
IV	1,9	3,1	2,8	1,0	3,2	-	1,0	4,6
1999 I	1,6	2,5	2,6	1,2	4,2	-	-0,1	2,4
II	1,5	2,4	2,0	1,5	5,2	-	0,2	2,9

Fuente: Eurostat.

- 1) Elaborado, principalmente, según el SEC 95. Véase en la sección primera de las notas generales una breve explicación de las características de los datos a precios corrientes expresados en ECU hasta final de 1998.
- 2) Incluyendo adquisiciones menos disposiciones de objetos de valor.
- 3) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.
- 4) Se han revisado los datos relativos a precios constantes y, de momento, no son acordes a los referidos a precios corrientes del cuadro 5.1.1.

## Cuadro 5.2

### Otros indicadores de la economía real<sup>1)</sup>

#### 1. Producción industrial

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Total, incluyendo construcción		Total, excluyendo construcción		Manufacturas						Construcción	
	Índice, (d) 1995 = 100		Índice, (d) 1995 = 100		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Bienes de consumo				
								Bienes de consumo duradero	Bienes de consumo no duradero			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
1995	100,0	2,7	100,1	3,4	3,5	2,6	7,3	0,8	-1,1	1,8	-0,4	
1996	99,9	-0,1	100,5	0,4	0,1	-0,1	1,6	0,0	0,1	-0,2	-2,5	
1997	103,6	3,6	104,9	4,4	5,0	5,4	4,8	2,7	2,7	2,6	-1,0	
1998	107,2	3,5	109,3	4,2	4,7	3,9	6,7	3,0	6,3	1,4	-0,6	
1998	II	107,2	3,9	109,5	4,7	5,4	4,7	7,1	3,8	6,8	2,5	-0,2
	III	107,7	3,1	109,6	4,1	4,4	3,2	6,7	3,3	6,4	1,8	-1,5
	IV	106,8	1,0	109,2	1,6	1,5	0,4	4,1	1,3	4,5	-0,3	-3,6
1999	I	107,1	0,5	109,1	0,1	-0,2	-0,8	0,7	0,9	1,4	0,7	-1,1
	II	.	.	109,3	-0,2	-0,5	-1,0	-0,1	0,2	0,4	-0,1	-2,0
1998	Jul	108,3	3,5	110,0	4,4	4,8	3,6	7,4	3,6	6,5	2,6	-0,4
	Ago	107,7	3,6	109,0	4,5	5,0	3,7	7,0	3,8	7,7	2,3	-1,2
	Sep	107,2	2,4	109,7	3,5	3,7	2,5	5,9	2,6	5,7	0,7	-2,8
	Oct	107,3	1,9	109,8	2,5	2,8	1,3	5,6	2,8	8,0	0,2	-3,1
	Nov	107,0	1,7	109,6	2,3	2,1	1,4	4,6	1,5	4,3	-0,1	-3,6
	Dic	106,0	-0,9	108,3	-0,2	-0,7	-1,8	2,3	-0,7	0,5	-1,2	-4,4
1999	Jan	107,7	1,2	109,2	1,1	1,1	-0,4	3,9	2,0	3,9	0,9	1,8
	Feb	106,5	-0,3	108,7	-0,7	-1,4	-1,6	-0,1	-0,1	0,9	-0,5	-3,9
	Mar	107,2	0,6	109,5	-0,1	-0,3	-0,3	-1,2	0,9	-0,2	1,7	-1,3
	Abr	106,7	-0,1	108,7	-0,9	-1,0	-1,7	0,2	-0,9	-1,3	-0,4	-1,5
	May	.	.	109,3	-0,7	-1,0	-1,4	-0,9	0,4	0,9	-0,5	-2,8
	Jun	.	.	109,9	0,8	0,5	0,2	0,5	1,2	1,6	0,5	-1,6
	Jul	.	.	110,0	0,1	-0,1	0,0	-1,4	0,3	-0,5	0,5	.

#### 2. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Ventas al por menor								Nuevas matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes		Precios constantes						Miles <sup>2)</sup> (d)	
	Total		Total		Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
	Índice, (d) 1995 = 100		Índice, (d) 1995 = 100			Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
1995	.	.	100,0	.	.	.	.	.	777	0,8
1996	.	.	100,3	0,3	0,7	.	-1,0	0,0	826	6,2
1997	.	.	101,4	1,1	1,2	.	0,6	0,9	861	4,2
1998	.	.	104,1	2,7	1,9	.	1,7	4,0	922	7,0
1998	II	.	103,9	2,1	1,0	.	1,6	3,9	902	5,0
	III	.	104,5	3,4	2,1	.	4,7	3,7	933	6,5
	IV	.	105,0	2,6	3,1	2,5	0,2	3,3	942	6,1
1999	I	.	105,6	2,4	2,6	1,8	2,0	1,3	978	7,1
	II	.	106,0	1,8	2,9	1,5	1,9	2,7	983	8,3
1998	Ago	.	105,0	4,3	2,1	4,8	6,6	4,5	921	3,1
	Sep	.	103,9	2,0	0,9	2,4	4,7	3,2	940	8,2
	Oct	.	104,6	1,7	1,3	2,0	-1,4	3,1	943	4,4
	Nov	.	106,0	4,9	6,0	4,0	4,7	4,8	962	9,9
	Dic	.	104,4	1,6	2,3	1,6	-2,0	2,2	920	3,9
1999	Ene	.	105,2	1,9	1,7	0,8	1,9	2,3	985	8,9
	Feb	.	105,1	1,6	2,6	0,9	-2,4	0,6	965	5,5
	Mar	.	106,4	3,5	3,6	3,7	5,8	1,1	983	6,7
	Abr	.	105,2	1,1	1,4	1,3	2,4	3,5	993	11,2
	May	.	106,0	0,9	1,3	0,6	-0,3	1,8	973	5,9
	Jun	.	106,8	3,5	5,9	2,8	3,8	2,9	983	7,8
	Jul	.	.	.	.	.	.	.	1.048	10,4
	Ago	.	.	.	.	.	.	.	961	5,3

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 20 y 21 (BCE: cálculos basados en datos de AEFA/A.A.A. —Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles—).

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

2) Medias mensuales.

### Cuadro 5.3

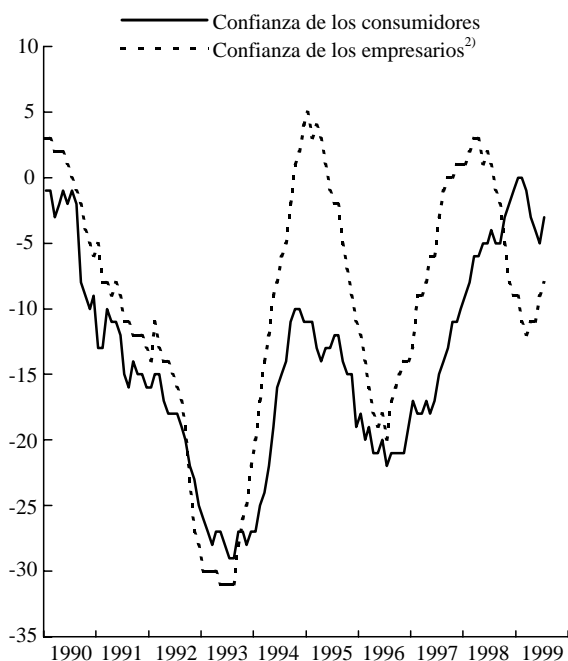
#### Encuestas empresariales y del consumidor

(porcentajes netos, desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Industrias de manufacturas				Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Indicador de confianza de los consumidores
	Indicador de confianza	Expectativas de producción	Evaluación de la cartera de pedidos	Utilización de la capacidad productiva <sup>1)</sup> (porcentaje)			
	1	2	3	4	5	6	7
1995	-2	10	-8	82,6	-27	-12	-14
1996	-16	-1	-30	80,6	-36	-11	-20
1997	-4	11	-15	81,3	-33	-9	-15
1998	-1	11	-5	83,2	-19	-3	-5
1998 III	-1	11	-4	83,7	-13	-1	-5
1998 IV	-7	3	-13	82,8	-15	-3	-2
1999 I	-11	1	-20	81,9	-9	-3	0
1999 II	-10	3	-21	81,9	-7	-4	-4
1999 III	.	.	.	81,7	.	.	.
1998 Jul	1	12	-2	-	-15	-1	-4
1998 Ago	-1	10	-4	-	-13	0	-5
1998 Sep	-2	11	-6	-	-12	-1	-5
1998 Oct	-5	5	-10	-	-17	-1	-3
1998 Nov	-8	2	-14	-	-14	-4	-2
1998 Dic	-9	2	-15	-	-14	-4	-1
1999 Ene	-9	2	-16	-	-9	0	0
1999 Feb	-11	1	-20	-	-9	-4	0
1999 Mar	-12	0	-23	-	-9	-6	-1
1999 Abr	-11	2	-20	-	-7	-1	-3
1999 May	-11	3	-22	-	-8	-3	-4
1999 Jun	-9	5	-22	-	-6	-9	-5
1999 Jul	-8	7	-19	-	-5	-6	-3

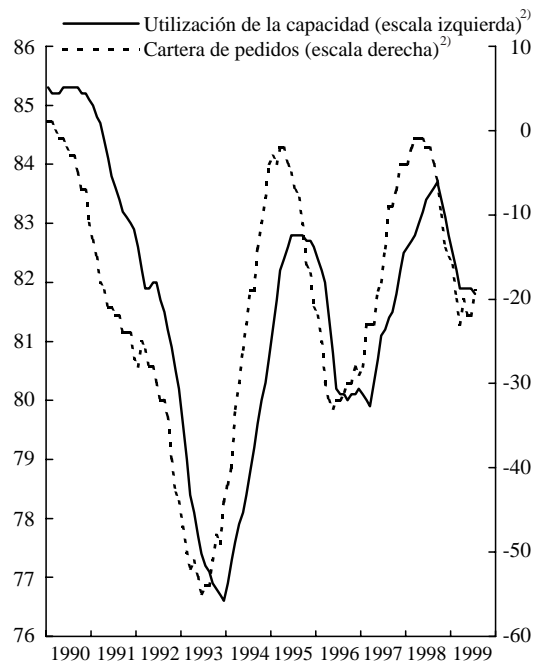
#### Indicadores de confianza de los consumidores y de la industria

(porcentajes netos, mensual; desestacionalizados)



#### Utilización de la capacidad productiva y cartera de pedidos

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



Fuente: Encuestas empresariales y del consumidor de la Comisión Europea.

1) Los datos sobre la utilización de la capacidad productiva se recogen en enero, abril, julio y octubre. Los datos anuales son medias de las encuestas de los cuatro trimestres.

2) Manufacturas.

## Cuadro 5.4

### Indicadores del mercado laboral

#### 1. Ocupados y parados<sup>1)</sup>

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Ocupados						Parados (d)				
	Total economía				Industria (excluida construcción)	Servicios	Total		Adultos <sup>2)</sup>	Jóvenes <sup>2)</sup>	
	Índice, 1995 = 100		Asalariados	Autónomos			Millones	% de la población activa	% de la población activa	% de la población activa	% de la población activa
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
1995	100,0	.	.	.	.	.	14,380	11,4	9,6	23,3	
1996	100,3	0,3	0,2	0,5	-1,2	1,3	14,808	11,6	9,8	23,9	
1997	100,8	0,5	0,6	0,0	-0,4	1,1	14,901	11,6	10,0	23,3	
1998	102,1	1,3	1,4	0,7	0,9	1,6	14,107	10,9	9,4	21,4	
1998	II	.	1,1	.	.	.	14,188	11,0	9,5	21,4	
	III	.	1,3	.	.	.	14,012	10,9	9,4	21,3	
	IV	.	1,6	.	.	.	13,756	10,7	9,2	20,9	
1999	I	.	.	.	.	.	13,413	10,4	9,0	20,1	
	II	.	.	.	.	.	13,273	10,3	9,0	19,5	
1998	Jul	-	-	-	-	-	14,060	10,9	9,4	21,3	
	Ago	-	-	-	-	-	14,032	10,9	9,4	21,3	
	Sep	-	-	-	-	-	13,944	10,8	9,3	21,3	
	Oct	-	-	-	-	-	13,844	10,7	9,2	21,2	
	Nov	-	-	-	-	-	13,745	10,7	9,2	20,9	
	Dic	-	-	-	-	-	13,680	10,6	9,2	20,7	
1999	Ene	-	-	-	-	-	13,508	10,5	9,1	20,5	
	Feb	-	-	-	-	-	13,416	10,4	9,0	20,1	
	Mar	-	-	-	-	-	13,314	10,3	9,0	19,8	
	Abr	-	-	-	-	-	13,294	10,3	9,0	19,6	
	May	-	-	-	-	-	13,272	10,3	9,0	19,5	
	Jun	-	-	-	-	-	13,252	10,3	9,0	19,4	
	Jul	-	-	-	-	-	13,173	10,2	8,9	19,3	

#### 2. Costes laborales y productividad

(tasas interanuales de variación)

	Costes laborales unitarios del total economía y sus componentes (d)			Índices de costes laborales y sus componentes <sup>3)</sup>						Ganancias por trabajador en manufacturas
	Costes laborales unitarios	Remuneración por asalariado	Productividad laboral	Total						
					Suekdos y salarios	Otros	Industria	Servicios		
							Total	Total		
11	12	13	14	15	16	17	18	19		
1995	1,6	3,5	1,8	.	.	.	.	.	.	3,8
1996	2,0	3,2	1,2	2,5	2,5	3,5	3,8	1,1	.	3,5
1997	0,7	2,6	1,8	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	.	2,8
1998	.	.	.	1,6	2,6	0,4	2,0	1,2	.	.
1997	I	2,0	2,8	0,7	2,6	2,4	2,7	2,8	2,6	2,8
	II	0,6	2,8	2,2	2,9	2,9	3,3	3,1	3,4	3,1
	III	0,3	2,3	1,9	2,2	2,4	2,1	2,7	2,1	2,5
	IV	0,1	2,1	2,1	2,3	2,5	2,3	2,4	2,2	2,6
1998	I	-1,9	0,9	2,9	1,7	2,6	0,2	1,8	1,5	2,0
	II	-0,4	1,1	1,5	1,4	2,5	-0,1	1,6	1,1	2,7
	III	0,0	1,3	1,5	1,5	2,5	0,5	2,0	1,1	2,4
	IV	.	.	.	1,9	2,6	0,9	2,5	1,3	.
1999	I	.	.	.	1,8	2,7	2,7	1,8	1,4	.

Fuentes: BCE: cálculos basados en datos de Eurostat (columnas 1 a 6), Eurostat (columnas 7 a 10, 14 a 18) y BCE: cálculos basados en datos nacionales (columnas 11 a 13 y 19).

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) Adultos, 25 años o más; jóvenes, hasta 25 años; expresados como porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

3) Costes laborales por hora para el total economía, excluyendo agricultura, educación y sanidad. Debido a su diferente cobertura, los datos de los componentes no son acordes con el total.



## 6 Ahorro, inversión y financiación en la zona del euro

**Cuadro 6**

### Ahorro, inversión y financiación

(en porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

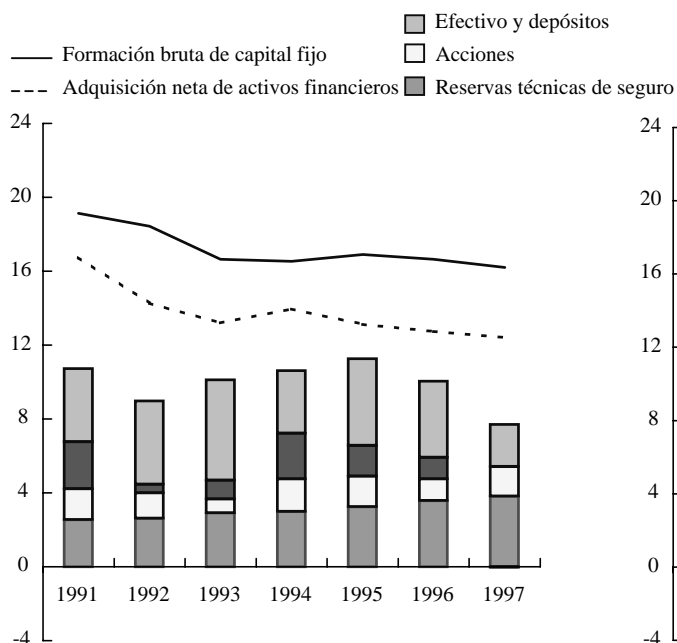
	Ahorro e inversión en la zona del euro <sup>1)</sup>			Inversión de los sectores privados no financieros <sup>1) 2)</sup>							
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital fijo	Capacidad de financiación	Formación bruta de capital fijo	Sociedades no financieras	Adquisición neta de activos financieros	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones	Valores a largo plazo	Acciones	Reservas técnicas de seguro
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	21,4	20,2	0,8	16,9	12,6	13,1	4,7	1,9	1,7	1,6	3,3
1996	21,0	19,9	1,2	16,7	12,3	12,7	4,1	0,2	1,2	1,2	3,6
1997	21,7	19,3	1,9	16,2	12,1	12,4	2,3	-0,5	0,0	1,6	3,8
1998	22,2	19,6	1,4	16,5	12,3	.	.	.	.	.	.

	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		Contracción neta de pasivos	Valores distintos de acciones		Acciones	Préstamos				
	Hogares			Valores a largo plazo			Préstamos 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	21,1	10,9	5,6	-1,7	-1,8	1,6	4,7	2,9	7,6	43,7	20,8
1996	20,3	10,7	8,4	0,2	0,1	1,8	4,6	3,5	4,3	43,3	29,3
1997	19,8	9,4	8,5	0,0	0,0	1,3	5,7	3,9	3,9	43,4	30,0
1998	19,4	8,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.

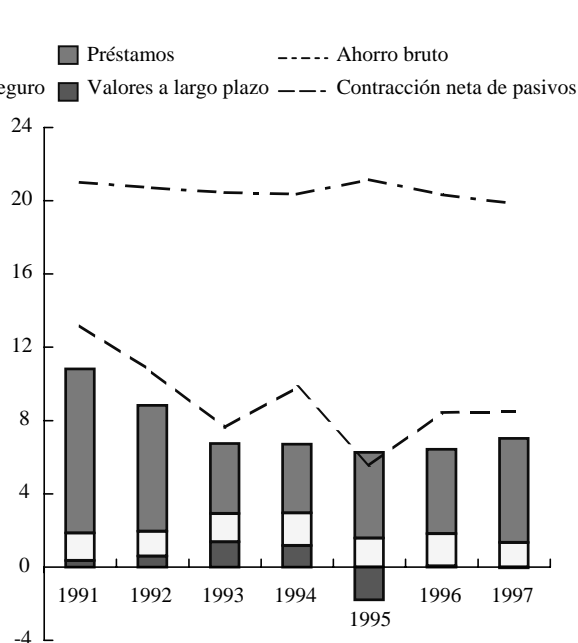
### Inversión y financiación de los sectores privados no financieros<sup>1) 2)</sup>

(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	Recursos corrientes	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Recursos de capital	Total	Empleos corrientes	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transferencias a los hogares	Empleos de capital	Inversión
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1991	48,0	47,5	12,3	12,9	17,3	2,5	0,4	52,4	47,7	11,8	5,5	4,9	21,3	4,6	3,0
1992	49,2	48,4	12,3	13,0	17,7	2,7	0,8	53,8	49,3	12,1	5,5	5,5	22,2	4,5	3,0
1993	49,9	49,4	12,5	13,2	18,2	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	Administraciones Territoriales	Seguridad Social			Total	Efectivo, depósitos y créditos	Valores a corto plazo	Valores a medio y largo plazo	Total	Efectivo, depósitos y créditos	Valores a corto plazo	Valores a medio y largo plazo
	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 —primavera 1999—) 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**

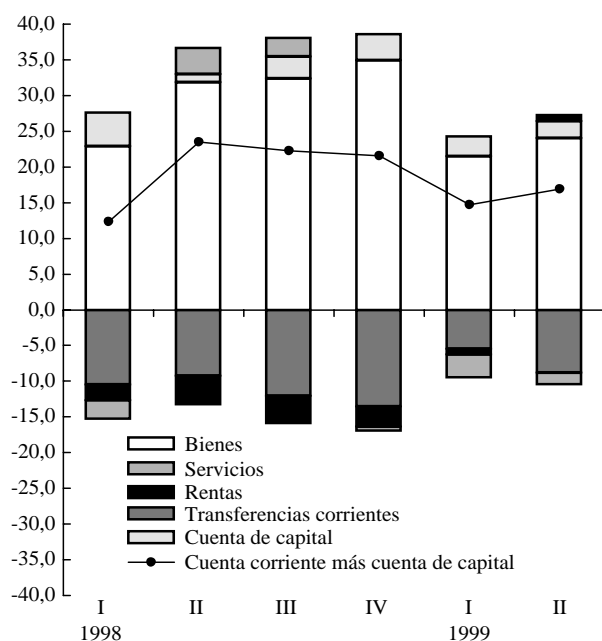
## Resumen de la balanza de pagos

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

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuenta financiera <sup>1)</sup>						Errores y omisiones <sup>2)</sup>
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transferencias corrientes		Total <sup>2)</sup>	Inversiones directas	Inversiones de cartera <sup>2)</sup>	Derivados financieros <sup>2)</sup>	Otras inversiones <sup>2)3)</sup>	Activos de reserva <sup>2)</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	11,9	21,5	-3,2	-0,8	-5,5	2,8	-33,1	-15,6	-54,7	-1,4	33,0	5,5	18,4
II	14,5	24,0	-1,7	0,9	-8,8	2,4	-0,8	-48,1	-36,8	1,0	73,5	9,7	-16,1
1998 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	-0,5	4,8	-2,9	-0,4	-2,0	2,7	0,4	-4,7	8,8	-1,9	0,3	-2,1	-2,6
Feb	4,1	6,9	0,0	-0,6	-2,2	-0,1	6,8	-6,2	-26,4	-0,4	34,8	5,0	-10,8
Mar	8,3	9,8	-0,4	0,2	-1,4	0,2	-40,3	-4,6	-37,1	0,9	-2,1	2,7	31,8
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
Jun	5,1	8,9	-1,3	0,8	-3,3	0,8	-10,6	-17,3	-11,6	1,5	12,4	4,4	4,7
Jul	8,2	13,3	0,8	-1,5	-4,4	0,7	-3,4	-5,7	3,0	1,8	-1,8	-0,7	-5,5

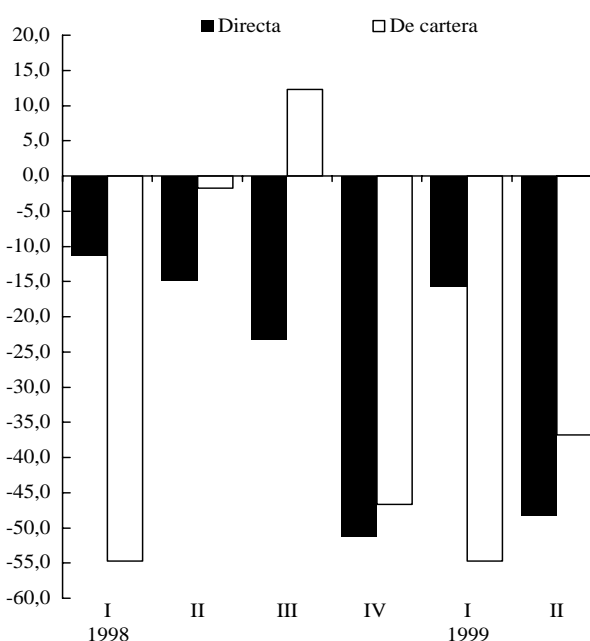
### Cuenta corriente y cuenta de capital

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



### Inversiones directas y de cartera

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



Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-). Activos de reserva: aumento (-); disminución (+).

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

3) Los flujos anteriores a enero de 1999 incluyen estimaciones.

## Cuadro 8.2

### Cuenta corriente y cuenta de capital

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

	Cuenta corriente										Cuenta de capital	
	Total		Bienes		Servicios		Rentas		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	299,7	287,7	179,7	158,2	50,7	53,9	45,5	46,3	23,8	29,3	4,4	1,7
II	316,1	301,7	191,0	167,0	56,3	58,0	54,5	53,7	14,3	23,0	4,2	1,8
1998 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	95,0	95,5	53,5	48,7	14,9	17,8	14,4	14,8	12,3	14,3	3,1	0,4
Feb	94,7	90,5	57,4	50,5	17,2	17,2	13,8	14,5	6,2	8,4	0,7	0,8
Mar	110,0	101,7	68,8	59,0	18,7	19,0	17,3	17,1	5,3	6,6	0,6	0,5
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
Jun	111,3	106,2	66,9	57,9	20,2	21,5	20,1	19,3	4,2	7,4	1,5	0,6
Jul	111,9	103,7	69,4	56,0	22,7	21,9	15,4	16,9	4,4	8,8	1,3	0,6

Fuente: BCE.

**Cuadro 8.3****Cuenta de renta***(mm de euros; flujos brutos)*

	Total		Rentas del trabajo		Rentas de la inversión							
	Ingresos 1	Pagos 2	Ingresos 3	Pagos 4	Total		Inversiones directas		Inversiones de cartera		Otras inversiones	
					Ingresos 5	Pagos 6	Ingresos 7	Pagos 8	Ingresos 9	Pagos 10	Ingresos 11	Pagos 12
1999 I	45,5	46,3	2,3	0,9	43,2	45,4	7,8	8,8	12,5	15,0	23,0	21,6

	Rentas de las inversiones directas				Rentas de las inversiones de cartera							
	Acciones y participaciones		Renta fija		Acciones y participaciones		Renta fija					
	Ingresos 13	Pagos 14	Ingresos 15	Pagos 16	Ingresos 17	Pagos 18	Total		Bonos y obligaciones		Instrumentos del mercado monetario	
							Ingresos 19	Pagos 20	Ingresos 21	Pagos 22	Ingresos 23	Pagos 24
1999 I	6,9	8,0	0,9	0,9	1,6	3,6	10,9	11,3	10,5	10,9	0,5	0,5

*Fuente: BCE.*

## Cuadro 8.4

### Cuentas de inversiones directas y de cartera<sup>1)2)</sup>

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

#### 1. Inversiones directas; inversiones de cartera por instrumentos

	Inversiones directas		Inversiones de cartera									
	En el exterior	En la zona del euro	Total		Acciones y participaciones		Renta fija					
			Activos	Pasivos <sup>2)</sup>	Activos	Pasivos <sup>2)</sup>	Activos			Pasivos <sup>2)</sup>		
							Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	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	-36,3	20,8	-65,3	10,7	-21,7	-5,4	-43,6	-43,8	0,1	16,1	2,9	13,2
II	-71,1	23,0	-68,3	31,5	-27,7	21,4	-40,7	-44,2	3,5	10,1	-15,2	25,2
1998 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	-11,8	7,1	-19,1	27,9	-6,4	9,5	-12,7	-9,3	-3,4	18,4	15,7	2,7
Feb	-12,0	5,8	-16,2	-10,2	-4,3	1,9	-11,9	-13,2	1,3	-12,1	-18,0	6,0
Mar	-12,5	7,9	-30,0	-7,1	-11,0	-16,9	-19,0	-21,2	2,3	9,7	5,2	4,5
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
Jun	-23,4	6,1	-28,9	17,3	-11,8	12,6	-17,1	-13,7	-3,4	4,7	-10,4	15,1
Jul	0,1	-5,8	-19,0	22,1	-5,2	9,5	-13,9	-13,3	-0,5	12,6	0,7	11,9

#### 2. Inversiones de cartera, activos, por instrumentos y sectores tenedores

	Acciones y participaciones				Renta fija								
	Eurosistema	AAPP	IFM(excluido el Eurosistema)	Otros sectores	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario				
					Eurosistema	AAPP	IFM(excluido el Eurosistema)	Otros sectores	Eurosistema	AAPP	IFM(excluido el Eurosistema)	Otros sectores	
													9
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
1999 I	0,1	-0,4	1,1	-22,5	0,1	-0,4	5,1	-48,6	1,4	-0,2	-1,1	0,0	

Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-).

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]

#### 1. Por sectores

	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	-34,6	67,7	2,9	0,0	-3,3	-4,2	-13,4	58,6	-13,9	7,1	0,6	51,5	-20,9	13,3
II	31,8	41,7	3,8	0,0	4,4	-3,2	25,8	33,3	-16,2	15,0	42,1	18,3	-2,2	11,6
1998 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	-64,7	65,1	8,4	0,0	0,0	-4,8	-65,0	65,2	-6,2	3,4	-58,8	61,7	-8,2	4,6
Feb	30,9	3,9	-4,5	0,0	-2,2	-0,6	48,5	1,5	-0,6	-3,2	49,1	4,6	-10,9	3,1
Mar	-0,8	-1,3	-1,0	0,0	-1,1	1,2	3,2	-8,1	-7,1	6,8	10,3	-14,9	-1,8	5,6
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
Jun	17,0	-4,6	-0,7	0,0	3,2	-2,8	14,4	-10,2	-5,6	2,9	20,1	-13,0	0,1	8,3
Jul	-16,6	14,8	0,6	0,0	-1,4	-1,7	-8,3	16,7	-2,3	2,3	-6,0	14,4	-7,5	-0,2

#### 2. Por sectores e instrumentos

##### 2.1. Eurosistema

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos 1	Pasivos 2	Saldo 3	Activos 4	Pasivos 5	Saldo 6
1999 I	3,6	0,0	3,6	-0,7	0,0	-0,7

Fuente: BCE.

1) Flujos de entrada (+); flujos de salida (-).

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.

## 2.2. Administraciones Públicas

	Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos 7	Pasivos 8	Saldo 9	Activos 10	Pasivos 11	Saldo 12	Activos 13	Pasivos 14	Saldo 15
1999 I	-0,2	0,0	-0,2	-2,9	-4,1	-7,0	-0,3	-0,1	-0,4

## 2.3. IFM (excluyendo el Eurosistema)

	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos 16	Pasivos 17	Saldo 18	Activos 19	Pasivos 20	Saldo 21
1999 I	-17,1	61,3	44,2	3,7	-2,7	1,0

## 2.4. Otros sectores

	Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos 22	Pasivos 23	Saldo 24	Activos 25	Pasivos 26	Saldo 27	Activos 28	Pasivos 29	Saldo 30
1999 I	-3,5	4,1	0,6	-11,8	3,4	-8,4	-5,5	5,8	0,2



## Cuadro 8.6

### Reservas del Eurosistema y otros activos

#### 1. Saldos<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		
				En onzas troy de fino (millones)						
		1	2	3	4	5	6	7	8	
1999	Ene	1	330,3	99,6	405	6,0	22,5	201,5	0,7	7,6
	Ene		339,0	101,6	405	6,0	22,7	207,0	1,6	7,5
	Feb		340,9	105,6	405	3,0	22,7	208,9	0,7	9,4
	Mar		350,2	105,9	405	3,9	23,5	215,1	1,8	10,1
	Abr		353,0	109,6	405	5,5	23,9	212,3	1,7	11,7
	May		344,8	103,9	405	5,0	24,1	210,1	1,7	12,7
	Jun		347,3	102,2	404	3,9	25,2	214,5	1,6	12,6
	Jul		340,2	96,6	404	3,6	24,5	213,7	1,7	12,7
	Ago		341,9	97,1	404	3,8	24,3	215,1	1,7	12,1

#### 2. Flujos de balanza de pagos<sup>2)</sup>

(mm de euros; flujos netos)

		Activos de reserva										Otros activos		
		Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reservas en el FMI	Divisas convertibles							Derivados financieros	
						Total	Efectivo y depósitos		Valores					
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	I		5,5	0,0	2,5	0,0	3,3	1,5	3,0	0,0	1,3	-2,5	0,0	-0,3

Fuentes: BCE.

1) Los datos no son totalmente comparables con los del cuadro 1.1 por diferencias en cobertura y valoración.

2) Aumento (-); disminución (+).

## 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
									9	10	11
	1	2	3	4	5	6	7	8			
1996	669,7	49,2	14,2	13,1	85,5	195,5	295,9	16,3	107,6	104,7	102,8
1997	762,8	52,8	16,3	14,4	99,0	216,6	342,8	20,9	122,5	115,9	105,7
1998	793,1	53,4	15,6	12,5	103,9	220,0	368,2	19,6	127,4	119,5	106,6
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	191,8	13,4	4,1	3,6	25,1	53,9	86,4	5,3	123,3	117,3	105,1
III	193,5	13,0	4,2	3,4	25,6	55,6	86,5	5,1	124,3	116,6	106,6
IV	206,8	14,4	4,2	3,7	25,6	58,2	95,1	5,5	132,9	125,7	105,7
1998 I	194,2	13,2	4,1	3,4	26,5	54,5	87,5	5,0	124,8	115,8	107,8
II	203,7	13,9	3,9	3,3	26,8	56,2	94,6	5,0	130,9	122,6	106,8
III	195,1	12,8	3,8	3,0	25,7	54,8	90,2	4,7	125,4	117,7	106,5
IV	200,1	13,5	3,8	2,8	24,8	54,4	95,9	4,8	128,6	122,2	105,2
1999 I	187,1	12,1	3,8	2,6	25,7	50,8	86,2	5,9	120,3	112,2	107,2
II	201,5	13,1	3,9	3,0	28,0	54,7	93,1	5,7	129,5	.	.
1998 Ene	58,5	4,0	1,2	1,2	8,4	16,2	25,8	1,6	112,8	104,8	107,6
Feb	63,7	4,3	1,4	1,0	8,6	18,0	28,8	1,6	122,9	114,0	107,8
Mar	72,0	4,8	1,5	1,2	9,6	20,2	32,9	1,8	138,8	128,5	108,0
Abr	68,0	4,7	1,3	1,1	9,1	18,9	31,0	1,8	131,0	122,6	106,9
May	65,7	4,5	1,3	1,1	8,6	18,1	30,5	1,6	126,7	118,5	106,9
Jun	70,1	4,7	1,3	1,1	9,1	19,1	33,1	1,6	135,1	126,6	106,7
Jul	72,8	4,5	1,3	1,1	9,2	21,0	34,0	1,6	140,4	131,4	106,9
Ago	56,3	4,0	1,2	0,9	7,7	15,5	25,5	1,4	108,6	102,5	105,9
Sep	65,9	4,3	1,3	0,9	8,8	18,3	30,7	1,6	127,1	119,2	106,6
Oct	68,9	4,6	1,3	1,0	8,6	19,5	32,3	1,6	132,8	125,8	105,6
Nov	66,6	4,5	1,3	0,9	8,0	18,0	32,2	1,6	128,4	122,7	104,7
Dic	64,6	4,4	1,2	0,9	8,2	16,9	31,3	1,6	124,5	118,2	105,3
1999 Ene	54,4	3,6	1,2	0,8	7,8	14,6	24,9	1,6	104,8	98,3	106,6
Feb	60,0	3,9	1,2	0,8	8,2	16,4	27,3	2,1	115,7	108,3	106,8
Mar	72,7	4,6	1,4	1,0	9,8	19,8	34,0	2,2	140,2	129,8	108,0
Abr	65,8	4,2	1,3	1,0	9,2	17,7	30,6	1,7	126,8	117,6	107,8
May	63,5	4,4	1,3	1,0	9,0	17,3	28,7	1,8	122,4	113,6	107,8
Jun	72,2	4,5	1,3	1,1	9,8	19,7	33,7	2,1	139,2	.	.
Jul	73,3	.	.	.	.	.	.	.	141,3	.	.

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	711,4	50,5	41,1	61,9	67,3	200,3	267,1	23,2	126,4	123,2	102,6
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	180,8	12,6	10,8	17,5	17,6	51,2	64,9	6,2	128,5	119,8	107,3
II	179,5	12,6	11,1	15,9	17,2	50,1	66,6	6,1	127,6	122,0	104,6
III	171,1	12,2	9,6	14,7	16,3	50,2	62,7	5,3	121,6	119,6	101,7
IV	180,0	13,0	9,5	13,9	16,3	48,7	72,9	5,7	128,0	131,8	97,1
1999 I	176,9	11,7	9,1	13,4	16,9	49,8	70,2	5,7	125,8	127,3	98,8
II	186,4	12,2	10,0	16,3	17,5	50,2	74,1	6,0	132,5	.	.
1998 Ene	58,0	4,1	3,5	6,2	5,6	16,4	20,2	2,0	123,6	114,9	107,6
Feb	58,2	4,0	3,5	5,7	5,5	16,6	20,7	2,2	124,2	115,2	107,8
Mar	64,6	4,6	3,8	5,6	6,5	18,2	24,0	2,0	137,8	129,5	106,4
Abr	60,1	4,4	3,7	5,4	5,7	16,6	22,4	2,0	128,2	121,6	105,5
May	57,1	4,0	3,5	5,5	5,6	15,7	21,0	1,8	121,9	116,2	104,9
Jun	62,2	4,2	3,9	4,9	5,9	17,7	23,2	2,3	132,7	128,3	103,4
Jul	59,3	4,3	3,6	4,9	5,9	17,7	21,0	1,9	126,4	123,8	102,1
Ago	50,1	3,7	2,8	4,7	4,7	14,8	17,9	1,5	106,8	105,6	101,1
Sep	61,7	4,2	3,3	5,0	5,7	17,8	23,8	1,9	131,6	129,3	101,8
Oct	62,5	4,3	3,3	5,0	5,8	17,2	24,8	2,1	133,2	134,1	99,3
Nov	59,3	4,2	3,1	4,4	5,3	16,0	24,5	1,8	126,5	131,3	96,3
Dic	58,3	4,5	3,1	4,5	5,2	15,5	23,6	1,8	124,2	130,0	95,6
1999 Ene	54,4	3,6	2,9	4,5	5,1	15,3	21,1	1,8	115,9	118,2	98,1
Feb	55,8	3,7	2,9	4,1	5,4	16,0	21,8	2,0	118,9	120,9	98,4
Mar	66,8	4,4	3,3	4,9	6,4	18,5	27,4	2,0	142,5	142,9	99,7
Abr	60,6	4,0	3,2	5,4	5,8	15,9	24,2	2,0	129,2	126,3	102,3
May	61,6	4,0	3,3	5,5	5,7	16,4	24,7	2,0	131,4	126,3	104,0
Jun	64,2	4,2	3,4	5,3	6,1	17,9	25,2	2,1	136,9	.	.
Jul	61,2	.	.	.	.	.	.	.	130,5	.	.

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	88,6	3,2	-25,0	-66,8	37,0	28,5	114,0	-2,2
1998	81,7	2,9	-25,5	-49,4	36,6	19,7	101,1	-3,6
1997 I	11,6	0,6	-5,8	-17,5	7,9	4,3	22,8	-0,8
II	23,8	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	6,8	30,9	0,3
IV	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	10,0	31,3	-1,3
1998 I	13,4	0,5	-6,7	-14,1	9,0	3,2	22,7	-1,2
II	24,2	1,4	-7,2	-12,6	9,6	6,1	28,0	-1,0
III	24,0	0,6	-5,8	-11,7	9,4	4,6	27,5	-0,6
IV	20,0	0,5	-5,7	-11,0	8,5	5,7	22,9	-0,9
1999 I	10,2	0,4	-5,3	-10,8	8,8	1,0	16,0	0,2
II	15,1	0,9	-6,1	-13,3	10,4	4,5	18,9	-0,3
1998 Ene	0,5	-0,1	-2,3	-5,0	2,8	-0,2	5,6	-0,4
Feb	5,5	0,4	-2,2	-4,7	3,1	1,5	8,1	-0,6
Mar	7,4	0,2	-2,3	-4,4	3,1	2,0	8,9	-0,2
Abr	7,8	0,3	-2,4	-4,3	3,4	2,3	8,6	-0,1
May	8,6	0,5	-2,3	-4,4	3,1	2,4	9,5	-0,2
Jun	7,8	0,5	-2,6	-3,8	3,1	1,5	9,9	-0,8
Jul	13,6	0,2	-2,2	-3,9	3,3	3,3	13,1	-0,2
Ago	6,2	0,3	-1,5	-3,8	3,0	0,7	7,6	-0,1
Sep	4,2	0,1	-2,0	-4,1	3,0	0,6	6,8	-0,3
Oct	6,4	0,3	-2,0	-4,0	2,8	2,3	7,5	-0,4
Nov	7,3	0,3	-1,9	-3,5	2,8	2,0	7,7	-0,2
Dic	6,3	-0,1	-1,9	-3,5	3,0	1,4	7,7	-0,2
1999 Ene	0,0	0,0	-1,8	-3,7	2,6	-0,8	3,8	-0,2
Feb	4,3	0,2	-1,7	-3,2	2,8	0,4	5,5	0,2
Mar	5,9	0,1	-1,9	-3,9	3,4	1,3	6,6	0,2
Abr	5,2	0,3	-2,0	-4,5	3,4	1,8	6,4	-0,3
May	1,9	0,4	-2,0	-4,6	3,3	0,9	4,0	-0,1
Jun	8,0	0,2	-2,1	-4,2	3,7	1,8	8,5	0,1
Jul	12,1							

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

[medias del período; unidades de moneda nacional por ECU o euro (bilateral) ; índice: 1999 I = 100 (efectivo)]

	Tipo de cambio efectivo del euro <sup>1)</sup>		Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>2)</sup>					
	Nominal 1	Real 2	Dólar estadounidense 3	Yen japonés 4	Franco suizo 5	Libra esterlina 6	Corona sueca 7	Corona danesa 8
1995	107,8	108,7	1,308	123,0	1,546	0,829	9,33	7,33
1996	107,9	108,8	1,270	138,1	1,568	0,814	8,51	7,36
1997	99,1	99,4	1,134	137,1	1,644	0,692	8,65	7,48
1998	101,5	101,3	1,121	146,4	1,622	0,676	8,92	7,50
1998 III	102,5	102,5	1,118	156,3	1,642	0,676	8,95	7,50
1998 IV	104,2	103,8	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44
1999 I	100,0	100,0	1,122	130,7	1,599	0,687	8,98	7,44
1999 II	96,1	96,0	1,057	127,7	1,600	0,658	8,90	7,43
1999 III	94,6	94,8	1,049	118,7	1,602	0,655	8,71	7,44
1998 Sep	104,6	104,3	1,154	155,3	1,617	0,687	9,12	7,48
1998 Oct	105,6	105,2	1,194	144,2	1,596	0,705	9,37	7,44
1998 Nov	103,6	103,2	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44
1998 Dic	103,4	103,2	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45
1999 Ene	102,0	101,8	1,161	131,3	1,605	0,703	9,08	7,44
1999 Feb	99,9	99,9	1,121	130,8	1,598	0,689	8,91	7,44
1999 Mar	98,3	98,3	1,088	130,2	1,595	0,671	8,94	7,43
1999 Abr	97,1	96,9	1,070	128,2	1,602	0,665	8,91	7,43
1999 May	96,6	96,5	1,063	129,7	1,603	0,658	8,97	7,43
1999 Jun	94,7	94,7	1,038	125,3	1,595	0,650	8,83	7,43
1999 Jul	94,8	95,1	1,035	123,7	1,604	0,658	8,74	7,44
1999 Ago	95,4	95,6	1,060	120,1	1,600	0,660	8,75	7,44
1999 Sep	93,6	93,6	1,050	112,4	1,602	0,647	8,63	7,43
% var. sobre mes anterior <sup>3)</sup>	-1,9	-2,1	-1,0	-6,4	0,1	-2,0	-1,4	-0,1
sobre año anterior	-10,6	-10,3						

	Tipos de cambio bilaterales del ECU o euro <sup>2)</sup>						
	Dracma griega 9	Corona noruega 10	Dólar canadiense 11	Dólar australiano 12	Dólar de Hong Kong <sup>4)</sup> 13	Won coreano <sup>4)</sup> 14	Dólar de Singapur <sup>4)</sup> 15
1995	303,0	8,29	1,795	1,765	10,01	999,7	1,833
1996	305,5	8,20	1,731	1,623	9,68	1.007,9	1,765
1997	309,3	8,02	1,569	1,528	8,75	1.069,8	1,678
1998	330,7	8,47	1,665	1,787	8,69	1.568,9	1,876
1998 III	332,7	8,54	1,690	1,867	8,67	1.486,8	1,935
1998 IV	331,5	8,82	1,814	1,887	9,16	1.516,6	1,942
1999 I	322,7	8,60	1,696	1,770	8,69	1.342,6	1,911
1999 II	325,0	8,24	1,557	1,618	8,19	1.258,8	1,810
1999 III	326,1	8,22	1,558	1,613	8,14	1.252,8	1,772
1998 Sep	337,9	8,74	1,756	1,962	8,97	1.592,4	1,994
1998 Oct	336,5	8,88	1,842	1,932	9,31	1.615,7	1,969
1998 Nov	329,1	8,68	1,793	1,834	9,05	1.511,9	1,913
1998 Dic	328,8	8,91	1,807	1,893	9,11	1.426,3	1,941
1999 Ene	323,6	8,65	1,765	1,839	8,99	1.362,4	1,950
1999 Feb	322,0	8,65	1,679	1,751	8,68	1.330,2	1,905
1999 Mar	322,5	8,51	1,651	1,726	8,43	1.336,2	1,881
1999 Abr	325,5	8,32	1,594	1,668	8,30	1.292,2	1,834
1999 May	325,2	8,23	1,553	1,605	8,24	1.272,1	1,820
1999 Jun	324,2	8,17	1,524	1,580	8,05	1.212,6	1,775
1999 Jul	325,0	8,18	1,540	1,576	8,03	1.229,4	1,756
1999 Ago	326,4	8,26	1,583	1,645	8,23	1.269,1	1,779
1999 Sep	327,0	8,23	1,552	1,619	8,15	1.260,1	1,781
% var. sobre mes anterior <sup>3)</sup>	0,2	-0,4	-2,0	-1,6	-0,9	-0,7	0,1

Fuente: BCE.

1) Cálculos del BCE; basados en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro. Las ponderaciones se obtienen a partir de los datos del comercio exterior de bienes manufacturados en el período 1995-97, con los socios comerciales cuyas monedas aparecen reflejadas en el cuadro, teniendo en cuenta el efecto de la competencia en terceros mercados. Los tipos reales se calculan utilizando los IPC nacionales (IAPC para la zona del euro y el resto de países de la UE). Si no se dispone de datos para los IPC, se realizan estimaciones.

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

3) 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.

4) Dado que el BCE no ofrece tipos oficiales de referencia, se muestran tipos indicativos.

# 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	III	1,2	-	-	4,82	1,7	2,1	3,6	3,7	5,0	6,6	4,47
1998	IV	1,1	-	-	4,51	7,44	-3,9	3,5	2,5	-0,3	4,7	4,51
1999	I	1,4	-	-	4,22	7,44	1,8	5,9	0,8	-0,6	4,8	3,64
1999	II	1,8	-	-	4,50	7,43	1,8	4,6	1,5	6,9	4,5	3,12
1999	III	-	-	-	5,35	7,44	.	.	.	.	.	3,19
1999	Mar	1,7	-	-	4,43	7,43	.	.	0,0	4,6	5,5	3,46
1999	Abr	1,7	-	-	4,22	7,43	.	.	9,8	4,6	3,9	3,12
1999	May	1,6	-	-	4,46	7,43	.	.	13,7	4,5	5,2	3,11
1999	Jun	1,9	-	-	4,81	7,43	.	.	-1,8	4,5	5,8	3,13
1999	Jul	2,0	-	-	5,11	7,44	.	.	.	.	3,1	3,17
1999	Ago	2,4	-	-	5,38	7,44	.	.	.	.	4,9	3,21
1999	Sep	.	-	-	5,55	7,43	.	.	.	.	.	3,18
<b>Grecia</b>												
1995	-	-10,3	110,1	-	303,0	-2,8	11,6	.	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	7,2	3,4	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	III	4,8	-	-	7,83	332,7	.	.	3,7	11,7	2,3	13,18
1998	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
1999	II	2,2	-	-	5,87	325,0	.	.	0,5	.	.	9,80
1999	III	-	-	-	6,56	326,1	.	.	.	.	.	9,86
1999	Mar	3,2	-	-	5,97	322,5	.	.	-1,2	.	.	9,84
1999	Abr	2,6	-	-	5,85	325,5	.	.	0,0	.	.	9,85
1999	May	2,2	-	-	5,75	325,2	.	.	1,6	.	.	9,72
1999	Jun	1,8	-	-	6,02	324,2	.	.	-0,2	.	.	9,84
1999	Jul	1,8	-	-	6,37	325,0	.	.	.	.	.	9,83
1999	Ago	1,6	-	-	6,66	326,4	.	.	.	.	.	9,90
1999	Sep	.	-	-	6,64	327,0	.	.	.	.	.	9,85
<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	4,2	8,3	3,5	4,36
1998	III	0,6	-	-	4,82	8,95	2,5	.	2,5	5,2	8,1	4,7
1998	IV	0,1	-	-	4,50	9,38	2,7	.	3,2	1,3	7,6	4,5
1999	I	0,2	-	-	4,21	8,98	1,3	.	3,7	1,2	7,5	5,4
1999	II	0,3	-	-	4,54	8,90	0,0	.	3,6	.	7,0	6,4
1999	III	-	-	-	5,48	8,71	.	.	.	.	.	3,23
1999	Mar	0,5	-	-	4,44	8,94	.	.	2,3	7,4	6,3	3,23
1999	Abr	0,3	-	-	4,24	8,91	.	.	0,3	7,3	6,7	2,99
1999	May	0,3	-	-	4,50	8,97	.	.	4,0	6,8	6,6	3,10
1999	Jun	0,4	-	-	4,87	8,83	.	.	.	7,0	5,9	3,12
1999	Jul	0,2	-	-	5,26	8,74	.	.	.	6,8	4,5	3,23
1999	Ago	0,8	-	-	5,49	8,75	.	.	.	.	6,5	3,25
1999	Sep	.	-	-	5,69	8,63	.	.	.	.	.	3,22
<b>Reino Unido</b>												
1995	-	-5,7	53,0	8,32	0,829	-0,4	1,5	2,8	1,5	8,7	7,2	6,75
1996	2,5	-4,4	53,6	7,94	0,814	0,0	1,7	2,6	0,4	8,2	9,9	6,11
1997	1,8	-1,9	52,1	7,13	0,692	0,9	2,9	3,5	1,3	7,0	11,2	6,92
1998	1,5	0,6	49,4	5,60	0,676	0,1	3,5	2,2	0,4	6,3	9,6	7,43
1998	III	1,4	-	-	5,57	0,676	0,4	3,5	2,0	0,6	6,3	9,5
1998	IV	1,4	-	-	4,82	0,702	0,2	4,1	1,6	-0,5	6,3	8,6
1999	I	1,6	-	-	4,39	0,687	-1,6	4,4	1,3	-1,3	6,3	7,3
1999	II	1,4	-	-	4,82	0,658	.	4,5	1,4	-1,3	6,1	6,7
1999	III	-	-	-	5,39	0,655	.	.	.	.	.	5,28
1999	Mar	1,7	-	-	4,60	0,671	.	.	-1,2	6,3	6,9	5,40
1999	Abr	1,5	-	-	4,54	0,665	.	.	-1,4	6,2	7,5	5,32
1999	May	1,3	-	-	4,83	0,658	.	.	-0,9	6,1	7,1	5,35
1999	Jun	1,4	-	-	5,09	0,650	.	.	-1,7	.	5,4	5,22
1999	Jul	1,3	-	-	5,27	0,658	.	.	-1,5	.	3,4	5,17
1999	Ago	1,3	-	-	5,31	0,660	.	.	.	.	.	5,26
1999	Sep	.	-	-	5,60	0,647	.	.	.	.	.	5,41

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

1) Medias de los períodos.

2) Para más información, véase cuadro 10.

3) MBP4; MBP5 para Grecia.

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

5) Manufacturas; ajustado por días laborales.

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

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

**Cuadro 12.1**

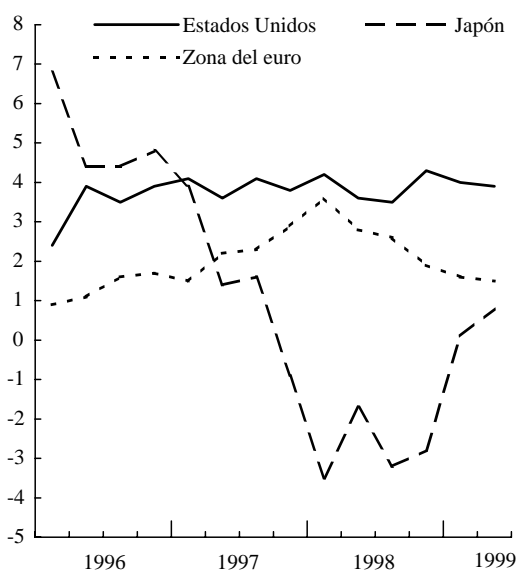
## Evolución económica y financiera

(tasas interanuales de variación, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial <sup>1)</sup>	Tasa de desempleo normalizada en % sobre la población activa <sup>4)</sup>	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>5)</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 III	1,6	1,4	3,5	4,2	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	8,4	4,99	5,00	1,122	-	54,8
1999 II	2,1	-1,4	3,9	2,7	4,3	7,9	5,04	5,54	1,057	-	-
1999 III	-	-	-	-	-	-	5,44	5,88	1,049	-	-
1999 Mar	1,7	-	-	2,2	4,2	8,1	4,99	5,23	1,088	-	-
1999 Abr	2,3	-	-	2,3	4,3	8,1	4,97	5,18	1,070	-	-
1999 May	2,1	-	-	2,2	4,2	7,9	4,98	5,54	1,063	-	-
1999 Jun	2,0	-	-	3,6	4,3	7,6	5,17	5,90	1,038	-	-
1999 Jul	2,1	-	-	4,3	4,3	7,7	5,30	5,80	1,035	-	-
1999 Ago	2,3	-	-	3,1	4,2	7,5	5,46	5,94	1,060	-	-
1999 Sep	-	-	-	-	-	-	5,56	5,91	1,050	-	-
<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 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	-1,3	0,8	-1,0	4,8	4,1	0,13	1,50	127,7	-	-
1999 III	-	-	-	-	-	-	0,13	1,78	118,7	-	-
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	-2,1	-	-0,5	4,6	4,1	0,12	1,36	129,7	-	-
1999 Jun	-0,3	-2,1	-	0,0	4,9	4,3	0,10	1,60	125,3	-	-
1999 Jul	-0,1	-	-	0,2	4,9	3,9	0,12	1,69	123,7	-	-
1999 Ago	0,3	-	-	5,5	4,7	3,5	0,13	1,89	120,1	-	-
1999 Sep	-	-	-	-	-	-	0,14	1,75	112,4	-	-

### 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

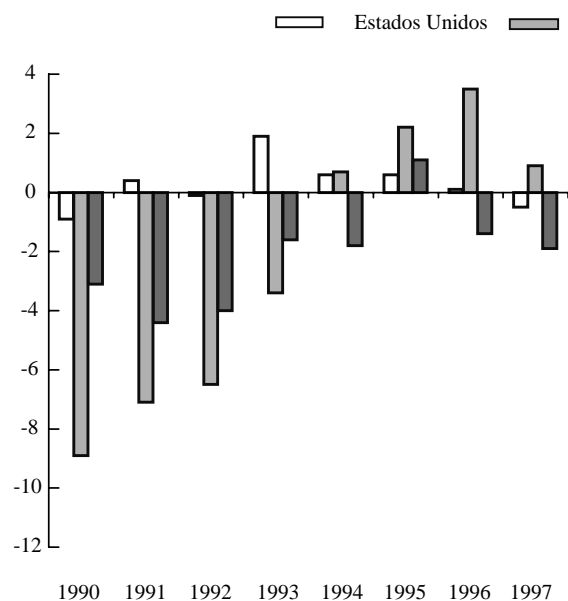
### Ahorro, inversión y financiación

(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, incluidas 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	2,6	12,2	6,5	13,6	5,0
1996	16,6	17,8	-1,6	7,9	7,5	5,3	8,2	5,2	1,2	12,4	5,4	13,5	4,9
1997	17,3	18,4	-1,7	8,3	7,4	3,7	8,2	4,3	2,3	12,3	4,5	12,8	4,6
1998	17,2	18,8	-2,5	8,3	7,7	4,2	8,1	4,6	1,8	12,8	5,7	11,6	5,9
1997 III	17,5	18,4	-1,7	8,2	7,7	5,1	8,4	6,1	2,0	12,3	5,1	12,8	5,4
1997 IV	17,3	18,5	-2,0	8,1	7,3	3,2	8,1	3,4	3,4	12,2	4,5	12,3	4,2
1998 I	17,7	19,1	-2,1	8,7	7,7	4,0	8,2	4,9	3,4	12,5	3,8	12,0	5,9
1998 II	17,2	18,7	-2,5	8,1	7,8	4,7	8,1	5,1	4,0	12,8	9,3	11,6	5,7
1998 III	17,3	18,8	-2,7	8,2	7,6	4,4	8,1	4,4	0,7	12,7	5,5	11,3	5,5
1998 IV	16,9	18,8	-2,6	8,3	7,9	3,5	8,0	4,0	-0,9	13,1	4,0	11,4	6,2
1999 I	17,2	19,0	-2,9	8,3	7,9	7,2	8,2	7,9	5,8	13,3	3,3	10,8	6,6
1999 II	16,7	18,8	-3,4	8,6	8,5	4,6	8,0	4,6	-0,4	13,6	4,3	10,6	6,7
<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	.	.	.	.	.	4,5	.	-5,6	-1,3	.	5,3	.	-0,3
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	.	.	-6,9	.	-15,7	5,4	.	-2,5	.	2,3
1998 II	.	24,1	.	.	.	-25,6	.	-10,9	0,9	.	13,5	.	-5,8
1998 III	.	26,7	.	.	.	4,1	.	-2,9	4,7	.	3,3	.	1,9
1998 IV	.	.	.	.	.	11,5	.	-5,9	-0,8	.	10,3	.	1,1
1999 I	.	.	.	.	.	-2,7	.	-19,6	5,7	.	-5,5	.	8,3
1999 II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

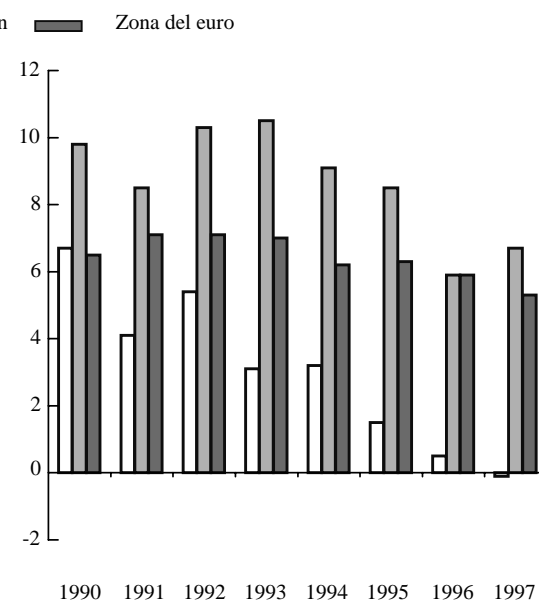
### Capacidad de financiación de las empresas no financieras

(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 del euro que se estableció 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 el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición fue el 6 de octubre 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.

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. El cuadro 5.2 recoge otros indicadores de la economía real. 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.

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. Hasta 1999, los deflatores del PIB que aparecen en el cuadro 4.2 se han obtenido a partir de los datos nacionales en sus monedas respectivas. Los datos de cuentas nacionales contenidos en esta edición están elaborados, principalmente, según el SEC 95.

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

Los datos sobre empleo (cuadro 5.4) se basan en el SEC 95. Debido a que no se ha dispuesto a tiempo de la información completa para la zona del euro, se han estimado algunos datos sobre la base de la información disponible. Las tasas de desempleo se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

### **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 omnicomprensivas, 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 antes de final de 1999 con saldos a final de 1998) se ajustan, en general, a lo establecido en la 5.ª edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI (octubre de 1993), así como a la documentación contenida en el Reglamento del BCE, de 1 de diciembre de 1998, sobre requisitos de declaración de datos (BCE/1998/17) y a la documentación de Eurostat. La metodología común acordada entre el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) y el método de agregación se explican en la página 30 de la edición de mayo del *Boletín mensual* y en la dirección de Internet del BCE.

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 junto al detalle trimestral de los flujos. En el cuadro 8.1 aparece el resumen de los flujos netos correspondientes. Los datos sobre flujos netos que, hasta diciembre de 1998, aparecen en el cuadro 8.1, no son

totalmente comparables con los datos posteriores, 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).

En el cuadro 10 se han sustituido los cálculos del BPI utilizados hasta ahora, por un índice de tipo de cambio efectivo calculado por el BCE. Los tipos de cambio bilaterales que se incluyen son los de las 13 monedas utilizadas para el cálculo. Para todos ellos, excepto el dólar de Hong Kong, el dólar de Singapur y el won coreano, los tipos bilaterales se corresponden con los tipos de referencia diarios publicados por el BCE. El recuadro 5 de la página 31 ofrece más información acerca del nuevo índice de tipo de cambio efectivo.

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 fase, 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, 26 de agosto, 9 de septiembre 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.

## **23 de septiembre 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 BCE publica el calendario indicativo de las subastas del Eurosistema en el año 2000. Se anuncia también que durante la primera semana del año 2000 no se iniciará ninguna operación principal de financiación ni tampoco vencerá ninguna operación de esa naturaleza. Para ello, el vencimiento de la operación principal de financiación del 21 de diciembre de 1999 será prolongado, excepcionalmente, a tres semanas. Para evitar que el 12 de enero del año 2000 venzan dos operaciones principales de financiación, el vencimiento de la operación correspondiente al 30 de diciembre de 1999 se prolongará también a tres semanas. Estas medidas se adoptan con el fin de reducir al mínimo cualquier problema que pudiera presentarse a las entidades de contrapartida y al mercado financiero, como consecuencia de la ejecución y la liquidación de una operación de gran envergadura inmediatamente después de cruzar el umbral del nuevo siglo.

## **7 de octubre 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.

«Diferenciales de inflación en una unión monetaria», octubre 1999.

«Los preparativos del SEBC para el año 2000», octubre 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.
- 6 «The demand for M3 in the euro area» por G. Coenen y J. L. Vega, septiembre 1999.
- 7 «A cross-country comparison of market structures in European banking» por O. de Bandt y E. P. Davis, septiembre 1999.

---

### Otras publicaciones

«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.

«La mejora de los sistemas de pagos transfronterizos al por menor de la zona del euro: la opinión del Eurosistema», septiembre 1999.

«Compendium: collection of legal instruments, June 1998-May 1999», octubre 1999.

---

**Folletos informativos**

«TARGET», julio 1998.

«Los billetes y monedas en euros», julio 1999.

«TARGET: facts, figures, future», septiembre 1999.

